

De eindrekening in Xeikon/Recalcico

Annotatie bij Hof Amsterdam (OK) 21 september 2021, -
ECLI:NL:GHAMS:2021:3095

Mr. Ph.W. Schreurs en Drs. Ph.M. van Spaendonck

In deze bijdrage bespreken de auteurs de slotsom van de langlopende uitkoopprocedure inzake Xeikon. De Ondernemingskamer beoordeelt aan de hand van het waarderingsrapport alle standpunten van partijen over de elementen die in een *discounted cash flow*-berekening leiden tot de exacte uitkoopprijs.

In deze bijdrage bespreken de auteurs de slotsom van de langlopende uitkoopprocedure inzake Xeikon. De Ondernemingskamer beoordeelt aan de hand van het waarderingsrapport alle standpunten van partijen over de elementen die in een discounted cash flow-berekening leiden tot de exacte uitkoopprijs.

1 Inleiding

De hier besproken uitspraak van de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam (hierna: de OK) vormt het voorlopig eindstation van de titanenstrijd van minderheidsaandeelhouders Recalcico c.s. (hierna in enkelvoud: Recalcico) tegen Xeikon en haar grootaandeelhouder XBC, die deel uitmaakt van de investeringsgroep Bencis. Daarbij lopen een door de uitkoper gestarte uitkoopprocedure en een door de uit te kopen aandeelhouder gestarte enquêteprocedure door elkaar heen. De aan deze uitspraak voorafgaande procedures worden in paragraaf 2 nader bekeken.

Deze tamelijk feitelijke uitspraak is vooral interessant omdat hierin de wijze waarop de uitkoopprijs wordt bepaald, door de deskundige en in diens kielzog door de OK, stap voor stap te volgen is. Dat is niet alleen relevant voor uitkoopprocedures, maar ook voor waarderingsprocedures die plaatsvinden bij aandeelhoudersgeschillen of bij de schikking daarvan. Op een en ander wordt in paragraaf 3 e.v. ingegaan.



Een uitkoopprocedure als bedoeld in artikel 2:92a/201a en 2:359c BW is een relatief eenvoudige manier voor een aandeelhouder die minstens

95% van (kort gezegd) de aandelen houdt om de resterende minderheidsaandeelhouder(s) te dwingen tot overdracht. Een vergoeding van de waarde van de aandelen per een door de rechter te bepalen peildatum volstaat daarvoor in beginsel. Een dergelijke uitkoop van resterende aandeelhouders is regelmatig de afronding van een openbaar bod als bedoeld in artikel 2:359a e.v. BW, wanneer een beursgenoteerde vennootschap van de markt gehaald wordt.

In dit geval stelden de resterende minderheidsaandeelhouders onder aanvoering van Recalcico echter dat (hun belang in) Xeikon door wanbeleid was uitgehold, en dat zij als minderheidsaandeelhouders met de uitkoop als sluitstuk het gelag voor dat wanbeleid dreigden te betalen.

2 Voorafgaande uitspraken

In de lange reeks van uitspraken in zowel deze Xeikon-zaak als de vergelijkbare Sirowa-zaak¹ is duidelijk geworden dat een uit te kopen minderheidsaandeelhouder beschermd wordt doordat bij vaststelling van de prijs rekening wordt gehouden met bepaalde schade die aan de vennootschap is toegebracht. Met deze procedures heeft de OK het enquêterecht, de geschillenregeling en de uitkoopregeling dichterbij elkaar gebracht, omdat dat naar haar mening nodig was om de doeleinden van de wet beter te realiseren. Die doeleinden zijn dat enerzijds partijen uit elkaar moeten kunnen gaan in een relatief eenvoudige procedure en anderzijds de vertrekkende aandeelhouder een zo eerlijk mogelijk vergoeding voor zijn aandelen ontvangt.

Voor een goed overzicht is het nodig de interessantste van alle (ongeveer twintig) uitspraken op een rij te zetten. Gelet op de omvang beperken we ons tot de voor deze noot meest relevante passages.²

Bencis/XBC had in november 2013 een verplicht openbaar bod gedaan conform artikel 5:70 e.v. Wft op aandelen in Xeikon en een uitkoopprocedure aangekondigd. De aandelen in Xeikon bleven tot 19 maart 2014 genoteerd aan de beurs. Recalcico diende op 2 april 2014 haar enquêteverzoek in en de uitkoopdagvaarding werd door XBC uitgebracht op 6 juni 2014. Op 22 juli 2014 wees de OK het enquêteverzoek van Recalcico toe.³ Recalcico had in de loop van 2013 jegens Xeikon ‘ernstige zorgen over de vigerende governance-praktijken’ geuit en kritische kanttekeningen geplaatst bij enkele (voorgenomen) transacties. Op grond daarvan verzocht zij om een onderzoek. Verweerster Xeikon voerde daartegen aan dat Recalcico nog slechts belang had bij een billijke uitkoopprijs. Dat is een vermogensrechtelijk belang tot behartiging waarvan een enquêteprocedure zich niet leent, aldus Xeikon.

De OK volgde Xeikon daarin niet. Een uitkoopprocedure strekt tot vaststelling van een billijke prijs van de aandelen gegeven de toestand waarin de vennootschap zich bevindt. In die procedure is niet of nauwelijks ruimte voor beantwoording van de vraag wat de waarde van



de aandelen zou zijn indien de vennootschap een ander beleid zou hebben gevoerd. Daarom had Recalcico volgens de OK wel degelijk belang bij haar enquêteverzoek.

De OK oordeelde dat de gang van zaken met betrekking tot enkele transacties en het dividendbeleid ook gegronde redenen oplevert om te twifelen aan een juist beleid van Xeikon. De toestand waarin Xeikon zich bevond, noopte volgens de OK niet tot het treffen van een onmiddellijke voorziening, mede in aanmerking genomen dat in de uitkoopprocedure, indien de vordering tot uitkoop toewijsbaar is, geoordeeld zal worden over de hoogte van de uitkoopprijs.

In de uitkoopzaak wees de OK inhoudelijke tussenarresten op 26 mei 2015,⁴ 28 juni 2016⁵ en 21 februari 2017.⁶

Xeikon vorderde overdracht door de resterende aandeelhouders van hun aandelen, primair tegen een prijs van EUR 5,85 per aandeel, en subsidiair tegen de prijs op een door de OK te bepalen datum. Recalcico beperkte haar verweer tot bestrijding van de gevorderde prijs en verzocht de OK de uitkoopprijs vast te stellen op ten minste EUR 14,05.

In de tussenarresten werd verwezen naar de inmiddels gelaste enquête. Indien die enquête zou leiden tot vaststelling van wanbeleid, is het de vraag wat de relevantie is van een potentiële vordering uit hoofde van wanbeleid van Xeikon jegens haar bestuurders en/of commissarissen. Recalcico voorzag mogelijk dat het gecompliceerd was om die schade rechtstreeks te vorderen.⁷ XBC stelde dat een oordeel van wanbeleid niet leidt tot een schadevergoedingsvordering op bestuurders of (voormalig) aandeelhouders, omdat die vordering in een afzonderlijke procedure zal moeten worden vastgesteld en omdat de waarde van een dergelijke vordering mede afhankelijk is van de vraag of de vennootschap bereid is deze in te stellen en deze op de betrokken privépersonen kan worden verhaald. Recalcico zou Xeikon niet kunnen dwingen tot het instellen van een dergelijke vordering.

De OK overwoog dat de enquête mogelijk licht werpt op de *fairness* van het door XBC uitgebrachte bod en op de gedragingen van – leden van organen van – Xeikon voorafgaand aan en tijdens dat openbaar bod. Niet valt uit te sluiten dat een en ander relevant zal zijn voor de in het kader van de uitkoopprocedure door de OK vast te stellen prijs voor de aandelen in Xeikon. Bij de waardering van de over te dragen aandelen dient immers te worden uitgegaan van alle feiten en omstandigheden die de waarde bepalen, waaronder ook (mogelijke) vorderingen van de vennootschap op bestuurders, commissarissen en/of aandeelhouders. Daarbij plaatste de OK de opmerking dat er situaties denkbaar zijn waarin naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar moet worden geacht dat een vordering van een vennootschap uit hoofde van wanprestatie dan wel onrechtmatige daad op bestuurders, commissarissen en/of aandeelhouders niet bij de waardering van de aandelen wordt betrokken om de enkele reden dat de vennootschap –



zonder dat daarvoor een objectieve rechtvaardiging bestaat – niet bereid zal zijn een dergelijke vordering in te stellen.

Op 6 februari 2018 gaf de OK een eindoordeel in de tweede fase van de enquêteprocedure.⁸ De OK stelde vast dat zich wanbeleid had voorgedaan ten aanzien van een aantal specifieke kwesties.⁹ De OK achtte in totaal negen bestuurders en commissarissen van Xeikon verantwoordelijk voor het wanbeleid, maar niet de achterliggende aandeelhouder Bencis. Het stond Bencis als overnemende partij vrij om aan haar overnamepoging voorwaarden te verbinden waarvoor medewerking van Xeikon aan bepaalde transacties nodig was, en het was aan Xeikon om die voorwaarden al dan niet te accepteren.

De volgende relevante uitspraak is het tussenarrest in de uitkoopprocedure van 18 december 2018.¹⁰ In uitkoopprocedures die volgen op een openbaar bod pleegt de OK bij het bepalen van de peildatum aansluiting te zoeken bij het bod. De OK overweegt dat dit uitgangspunt er niet aan in de weg staat dat de inhoud van de wanbeleidbeschikking wordt betrokken bij de vaststelling van de uitkoopprijs. Weliswaar is de wanbeleidbeschikking gewezen op een tijdstip gelegen na de peildatum, maar de beschikking heeft betrekking op het beleid en de gang van zaken bij Xeikon in de periode 2008 tot en met 2013, welke periode is gelegen vóór de peildatum. De conclusie is dat de OK de peildatum zal vaststellen op 31 januari 2014, hetgeen de datum is die ook bij een normale uitkoopprocedure zou worden gehanteerd.

Bij de verdere beoordeling stelde de OK voorop dat bij de vaststelling van de uitkoopprijs als uitgangspunt geldt dat de minderheidsaandeelhouders recht hebben op een reële en redelijke vergoeding voor hun aandelen. In deze maatstaf en de hierboven geciteerde overweging ligt besloten dat bij de vaststelling van de uitkoopprijs rekening kan worden gehouden met het door de OK in de enquêteprocedure vastgestelde wanbeleid. Dat laatste is in het bijzonder het geval indien aangenomen kan worden dat Xeikon als gevolg van het wanbeleid schade heeft geleden en derden (onder wie in dit verband tevens (voormalige) bestuurders en commissarissen moeten worden begrepen) op de peildatum jegens Xeikon gehouden waren tot vergoeding van die schade.

De uitkoopprocedure is naar zijn aard evenwel niet gericht op vaststelling van vorderingen van de doelvennootschap op derden. Dat stelde de OK voor een dilemma: enerzijds zou het negeren van de aan Xeikon als gevolg van het wanbeleid toegebrachte schade leiden tot de vaststelling van een uitkoopprijs die niet kan worden aangemerkt als een reële en redelijke vergoeding, anderzijds gaat de nauwkeurige vaststelling van de aansprakelijkheid van degenen die de schade hebben toegebracht en van de omvang van de schade het bestek van de uitkoopprocedure te buiten.



De OK oordeelde dat dit dilemma in deze zaak aldus dient te worden opgelost, dat vorderingen van Xeikon op derden tot vergoeding van de door deze derden toegebrachte schade bij de vaststelling van de uitkoopprijs betrokken dienen te worden, voor zover dat verenigbaar is met de aard en strekking van de uitkoopprocedure. De OK trok daarbij een parallel met de ratio van de billijke verhoging als bedoeld in artikel 2:343 lid 4 BW. In geval van een vordering tot uittreding in het kader van de geschillenregelsprocedure kan een billijke verhoging worden toegekend in verband met gedragingen van andere betrokkenen dan de uittredende aandeelhouder, indien aannemelijk is dat die gedragingen hebben geleid tot een vermindering van de waarde van de over te dragen aandelen en deze vermindering niet, of niet volledig, voor rekening van de uittredende aandeelhouder behoort te blijven.

Weliswaar stond met de vaststelling van wanbeleid en de aanwijzing van degenen die daarvoor verantwoordelijk zijn civielrechtelijke aansprakelijkheid van betrokkenen niet vast, maar het was voor de OK voldoende aannemelijk dat op de in deze procedure te hanteren peildatum van 31 januari 2014 tot het vermogen van Xeikon vorderingen tot vergoeding van die schade op derden, onder wie (voormalige) bestuurders, behoorden.

Gelet op de beperkingen die zijn verbonden aan de aard en strekking van de uitkoopprocedure – waaruit volgt dat de waarde van die vordering van Xeikon op derden niet nauwkeurig kan worden vastgesteld en dat het niet juist zou zijn de te benoemen waarderingsdeskundige daarmee te belasten –, gaf de OK aan die waarde te zullen schatten. Beoogd wordt slechts de gevolgen van het wanbeleid in zodanige mate te verdisconteren in de uitkoopprijs dat deze kan worden aangemerkt als een redelijke en reële vergoeding.

Alles afwegende droeg de OK de door haar te benoemen deskundige op bij de waardering van de aandelen uit te gaan van het bestaan van bedoelde vorderingen met een waarde van EUR 30 miljoen.

3 Waardering over te dragen aandelen

3.1 Krachtenveld

In het thans te bespreken eindarrest van de OK in de uitkoopzaak wordt het deskundigenbericht omtrent de waardering van de aandelen tot in detail besproken.¹¹ Dit geeft een goed inzicht in het waarderen van aandelen binnen het kader van een aandeelhoudersgeschil en is daarom ook nuttig voor partijen die (zoals veelvuldig gebeurt in een enquêteprocedure bij de OK) een regeling treffen waarin is bepaald dat de ene aandeelhouder de ander zal uitkopen tegen een nadien door een onafhankelijke (door de OK te benoemen) deskundige te bepalen prijs.



Dergelijke trajecten hebben iets gemeen. In procedures waarin partijen tegenstribbelen bij het uit elkaar gaan – zoals aandeelhoudersgeschillen

passend kunnen worden gekarakteriseerd – is doorgaans sprake van een koper die de waarde van de vennootschap overdreven negatief voorstelt en een verkoper die de waarde overdreven positief probeert voor te stellen. Dat is een geheel ander krachtenveld dan dat waarin een willige koper en verkoper in een gewone onderhandeling tot een prijs komen. Het vergt bijzondere competenties van een deskundige (waaronder een olifantshuid) om in dat krachtenveld informatie te verwerven en te wegen. Het is zinvol dat partijen en hun adviseurs in een aandeelhoudersgeschil zich vooraf bewust zijn van dit krachtenspel.

3.2 Rol deskundige en het deskundigenonderzoek

Het is de rechter die uiteindelijk de prijs van de aandelen dient te bepalen. De rechter kan zich laten voorzien van een deskundigenbericht (maar hoeft dat niet). Onder verwijzing naar een arrest in een letselprocedure¹² zette de OK uiteen op welke wijze zij een deskundigenbericht moet wege. Naast de stellingen van partijen biedt dat bericht ‘aanknopingspunten’ voor de te bepalen prijs. Indien de motivering van het standpunt van de deskundige haar overtuigend voorkomt, kan dat volstaan als motivering. De OK behoort echter wel gemotiveerd in te gaan op voldoende gemotiveerde bezwaren van partijen tegen het deskundigenbericht. Dat is dan ook de essentie van deze uitspraak: een gedetailleerde en gemotiveerde bespreking van het deskundigenbericht en de gemotiveerde partijstandpunten daaromtrent.

3.3 Aandelenwaardering: de discounted cash flow-methode

In het overgrote deel van de gevallen waarin aandelen door een onafhankelijke deskundige moeten worden gewaardeerd (of dat nu in een procedure is, zoals hier, of op basis van overeenstemming), zal worden bepaald of afgesproken dat de prijs overeen dient te komen met de waarde in het economisch verkeer, oftewel de prijs die bij aanbieding van de zaak ten verkoop op de meest geschikte wijze, na de beste voorbereiding en door de hoogstbiedende gegadigde zou zijn besteed.¹³ Deze maatstaf veronderstelt dat er een transparante, liquide en efficiënte markt bestaat, op basis waarvan de waarde in het economisch verkeer van een vergelijkbaar aandeel kan worden bepaald. Zo die markten al bestaan, ontbreekt veelal bruikbare informatie van transacties op die markt.¹⁴ In dat geval zal de waardeerder als maatstaf de economische waarde hanteren. Die maatstaf stelt de waarde op de contante waarde van verwachte geldstromen, expliciet rekening houdend met de elementen tijd, geld en risico. In een verondersteld ‘efficiënte markt’ (c.q. een markt die voor koper en verkoper een evenwichtige prijs bewerkstelligt doordat alle relevante informatie gelijktijdig voor alle partijen beschikbaar is) kan de economische waarde gelden als het bedrag dat een willige koper betaalt aan een willige verkoper in optimale marktomstandigheden. De waarde in het economisch verkeer is dan dus gelijk te stellen aan de economische waarde.



Ook in geval van Xeikon ging de waardeerder uit van de economische waarde-maatstaf. Er zijn verschillende methoden om te komen tot de economische waarde. Daarvan is de *discounted cash flow* (DCF)-methode het meest bekend.¹⁵ De deskundige in deze Xeikon-waardering hanteerde die DCF-methode eveneens. In beginsel zal een waardering volgens deze methode resulteren in een puntschatting. De essentie van zo'n waardering is dat uit de analyse onderbouwde, expliciete uitgangspunten volgen en deze resulteren in één expliciete waarde. Een praktische overweging is daarbij nog dat een bandbreedte nooit de finale oplossing van een dispuut kan bieden, omdat uiteraard vervolgens de onenigheid zich zou richten op de onder- of bovenwaarde van de bandbreedte.

De DCF-methode gaat uit van (a) de te verwachten geldstromen die (b) met een disconteringsvoet (c) per peildatum contant worden gemaakt. De methode kan als volgt beknopt worden samengevat. Aandelen hebben waarde omdat deze de aandeelhouder aanspraak geven op de resultaten die de vennootschap realiseert. De boekhoudkundige verantwoording van die resultaten in termen van bijvoorbeeld winst of eigen vermogen is niet van belang voor de economische waarde, omdat die bepaald zijn volgens boekhoudregels, maar niet uitdrukken welke geldstromen daadwerkelijk vrij beschikbaar zijn. Voor de waarde zijn de verwachte toekomstige opbrengsten (vrije geldstromen) relevant. Om de waarde op een peildatum vast te stellen worden de toekomstige geldstromen per die datum contant gemaakt. Dat contant maken geschiedt tegen een disconteringspercentage. Wij behandelen hierna elk element in meer detail.

3.3.1 Te verwachten geldstromen

Voor het vaststellen van de op peildatum verwachte geldstromen is een deskundige in de regel aangewezen op de betrokken partijen. Die zullen niet altijd zonder reserve bereid zijn (en soms niet in staat zijn) de gewenste informatie te verschaffen. De deskundige heeft minder machtsmiddelen dan bijvoorbeeld een onderzoeker in een enquêteprocedure. De weerstand van het management tegen informatieverschaffing komt aan de orde in r.o. 2.6 en 2.7. De algemene regel als vervat in artikel 162 Rv is, kort gezegd, dat de rechter partijen kan bevelen boeken, bescheiden en geschriften te verstrekken. Partijen zijn ook overigens gehouden mee te werken aan een onderzoek door deskundigen. Wordt aan deze verplichting niet voldaan, dan kan de rechter daaruit de gevolgtrekking maken die hij geraden acht (art. 198 lid 3 Rv). Bij deskundigenonderzoeken is de weerstand tegen het verstrekken van informatie veelvoorkomend. Dat gebeurt niet alleen vanwege de wens de waardering in een bepaalde richting te beïnvloeden, maar soms ook omdat het gaat om concurrentiegevoelige informatie.¹⁶ In de onderhavige procedure had de deskundige met name meer inzicht nodig in de positieve verwachtingen die het management indertijd bleek te hebben gehad. Die informatie kwam slechts schoorvoetend los, maar bleek ook bij de enquêteonderzoeker niet (meer) aanwezig. Het is de



vraag of Xeikon de informatie niet kon of niet wilde verstrekken. De OK oordeelde dat niet kan worden geconcludeerd dat Xeikon onwillig was. Zij werd daarbij geholpen door de deskundige, die had geconcludeerd voldoende informatie te hebben om tot een waardering te komen.

3.3.2 Disconteringspercentage

Het disconteringspercentage is gelijk aan de vermogenskostenvoet: het door vermogensverschaffers gewenste rendement voor het ter beschikking stellen van vermogen. Hoe groter het risico van de betrokken onderneming, des te hoger de vermogenskostenvoet, want des te hoger is het rendement dat is vereist om op te wegen tegen alternatieve aanwendungen (de zogenoemde *opportunity costs*). Omdat de vrije geldstromen die een onderneming genereert meestal wisselvallig zijn, wordt uitgegaan van een vermogenskostenvoet voor aandeelhouders die substantieel hoger is dan de vermogenskostenvoet (rentetarief) van de verschaffers van rentedragend vreemd vermogen.

Bij toepassing van de DCF-methode worden de te verwachten geldstromen contant gemaakt tegen een gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet of WACC (*weighted average cost of capital*). Die WACC is het gewogen gemiddelde van wat de vermogensverschaffers (aandeelhouders en verstrekkers van rentedragend vreemd vermogen) van die onderneming als kostenvoet hanteren. Ingeval een waardering wordt uitgevoerd om een conflict te beslechten, zal de waardeerder uitgaan van een voor de specifieke onderneming realistische en marktconform geachte kostenvoet.

Het is van belang hierbij stil te staan, omdat de WACC allesbepalend kan zijn voor een waardering. Met dat percentage worden immers de verwachte toekomstige kasstromen contant gemaakt: hoe hoger de discontering van de toekomstige kasstromen, hoe lager de resterende waarde terugrekenend tot op de peildatum. In deze zaak werd door Recalcico aangevoerd dat de vermogenskostenvoet die ten grondslag lag aan de waardering (een WACC van 10,77%) te hoog was gesteld. Bepleit werd dat zou moeten worden uitgegaan van de WACC die door Xeikon zelf werd gehanteerd bij de jaarlijks door haar ten behoeve van de jaarrekening uitgevoerde *impairment tests*. In 2013 bedroeg die 9,7%. De deskundige hanteerde een WACC van 10,77%; het verschil is dus 1,07%-punt. Dat verschil wordt meer dan verklaard uit de door de deskundige gehanteerde *small firm premium* (SFP), een toeslag op de vermogenskostenvoet, omdat kleinere ondernemingen veelal risicovoller worden geacht dan grote. Het effect van het verschil van ruim 1%-punt tussen beide WACC's op de totale waarde van Xeikon is te schatten op ruim 13%, oftewel circa EUR 25 miljoen. Hoe groter de schuldenlast van een bedrijf, des te groter is de gevoeligheid voor een verandering van de WACC. Bij wijze van academisch voorbeeld: als Xeikon met de helft vreemd vermogen zou zijn gefinancierd, zou een verhoging van de WACC met 1%-punt de waarde van de aandelen met bijna 25% verlagen.¹⁷



3.3.3 Peildatum

Bij waarderingen wordt uitgegaan van een peildatum. Deze peildatum is het moment waarop de omvang van de te verwachten toekomstige geldstromen wordt beoordeeld. Hoewel de waardering veelal pas veel later plaatsvindt, dient de deskundige ontwikkelingen en inzichten die dateren van na de peildatum als *hindsight* buiten beschouwing te laten. Wel is denkbaar dat feiten die zich vóór peildatum hebben voorgedaan en kenbaar hadden kunnen zijn, maar waarover op de peildatum nog geen informatie beschikbaar was, in de waardering worden betrokken. Het meest evidente voorbeeld is de jaarrekening met cijfers per peildatum die pas nadien beschikbaar komt.

De Hoge Raad lijkt daarbij enige ruimte te bieden om ook ontwikkelingen na peildatum bij de waardering te betrekken:

‘[Het is] op zichzelf denkbaar dat ontwikkelingen die zich eerst na de (afgesproken) peildatum hebben voorgedaan, aanwijzingen kunnen opleveren voor de waarde die de aandelen reeds op de peildatum vertegenwoordigden.’¹⁸

Het effect van de peildatum in een uitkoopprocedure kan dus leiden tot een verschil ten opzichte van de vaststelling in een schadestaatprocedure, waarvoor de hoofdregel is dat de *werkelijk* geleden schade moet worden vergoed en de rechter kan kiezen voor een concrete schadebepaling gebaseerd op de schade waarvan achteraf is gebleken dat die daadwerkelijk is geleden. Een dergelijk verschil tussen voor- en achteraf kwam ook aan de orde bij de waardering van Xeikon.

3.3.4 Peildatum in de Xeikon-casus

De hantering van de peildatum was in de waardering van Xeikon met name relevant bij de beoordeling van drie specifieke aspecten, te weten (1) het Trillium-project, (2) de prijs van de aandelen bij de transactie met Flint Group op 20 november 2015 en (3) het effect van het wanbeleid op de waarde. Die punten komen hierna nog aan de orde.

Trillium

Xeikon had op peildatum de machine Trillium nog in ontwikkeling. Het project kende op een essentieel onderdeel technische problemen die nog niet waren opgelost, en de machine moest nog getest en gekeurd worden. Klaarblijkelijk waren deze onzekerheden niet verwerkt in de toenmalige opbrengstverwachtingen van het management, waarover de deskundige achteraf kon beschikken. Maar als de destijds door het management geprognosticeerde opbrengsten van Trillium onverkort deel zouden uitmaken van de waardering, en dus tegen de (voor de reguliere exploitatie) gehanteerde WACC zouden worden gediscoteerd, zou voorbij worden gegaan aan de bijzondere onzekerheid over het welslagen van een nog niet uitontwikkeld project. Die onzekerheid kan in een



waardering worden ondervangen in de geldstromen (in de ‘teller’) of in de disconteringsvoet c.q. WACC (de ‘noemer’). De deskundige koos met een ‘contante waarde van de geprognosticeerde, kansgewogen, geldstromen’ voor de eerste benadering, waarbij op basis van *professional judgement*¹⁹ werd uitgegaan van een slagingskans van het project Trillium van 75%.

Omdat het uiteindelijke falen van het project Trillium op het moment dat de waardering plaatsvond natuurlijk al bekend was, rijst (althans bij Recalcico) de verdenking dat deze afslag van 25% bepaald is *in perfect hindsight*. De kennis achteraf over het falen is echter geen belemmering voor de waardering. De vraag is of de ontwikkeling die zich eerst na peildatum heeft voorgedaan een aanwijzing kan opleveren voor de waarde die de aandelen reeds op peildatum vertegenwoordigden.

Het gaat hier dus om een project dat uiteindelijk niet heel lang na de peildatum werd afgeblazen en nooit enig rendement heeft opgeleverd, maar op de peildatum als behoorlijk kansrijk werd aangeslagen en daarom positief bijdroeg aan de toenmalige waarde van de onderneming. De OK oordeelde dat de deskundige voldoende inzicht had gegeven in de aan de schatting van de slagingskans van 75% ten grondslag liggende afwegingen en dat die afwegingen de inschatting kunnen dragen. Dat sprake is geweest van *hindsight bias* kon niet worden uitgesloten, maar daarvoor werden in het deskundigenbericht geen aanwijzingen gevonden. Het stond de deskundige vrij zelf een beredeneerde inschatting te maken van de destijds te verwachten slagingskansen van het Trillium-project. De OK oordeelde dat de deskundige dat heeft gedaan, en stelde dat diens inschatting en de daarvoor gegeven motivering haar overtuigend voorkomen.

Flint

De OK had de deskundige expliciet de ruimte geboden de na de peildatum (namelijk op 20 november 2015) gehanteerde prijs bij de overname door Flint Group in de waardering te betrekken.²⁰ Die was evenwel van mening dat die prijs geen inzicht bood in de feiten, verwachtingen en omstandigheden op de peildatum. De prijs kon dus niet gelden als een ontwikkeling die zich eerst na de peildatum heeft voorgedaan en aanwijzing kan opleveren voor de waarde die de aandelen reeds op de peildatum vertegenwoordigden.

In het waarderingsrapport werd opgemerkt dat de waarde beduidend boven het niveau van de beurskoers in 2013 lag. De deskundige zag daarin geen aanleiding de waarde bij te stellen, omdat hij van oordeel was dat de waarde gebaseerd diende te zijn op de per peildatum geldende managementverwachtingen die tevens ten grondslag lagen aan de *impairment* bij de jaarrekening 2013. In veel gevallen is er geen liquide markt. In geval van Xeikon is door Recalcico betwist dat transacties plaatsvonden *at arm's length* c.q. waarbij partijen onafhankelijk handelden en zonder dat een partij ongepaste invloed op de ander had.



Ook kan de markt in sommige gevallen niet gelden als ‘efficiënt’ c.q. als een markt die voor koper en verkoper een evenwichtige prijs bewerkstelligt. Een efficiënte markt veronderstelt dat alle informatie gelijktijdig voor alle partijen beschikbaar is. Zo niet, dan zou het mogelijk zijn met beschikbare informatie voordeel te behalen en zou de markt derhalve geen evenwichtige prijs bewerkstelligen.

De OK oordeelde dat het in de eerste plaats aan de deskundige was om te beoordelen of de eind 2015 door de Flint Group betaalde prijs van belang was voor de door hem op te stellen waardering van de aandelen. De deskundige had in het deskundigenbericht toegelicht dat, en waarom, hij meende dat de bij de Flint-transactie betaalde prijs niet van belang was voor de door hem opgestelde waardering van de aandelen. De OK achtte dat oordeel en de daarvoor gegeven motivering voldoende overtuigend.

Wanbeleid

Het wanbeleid (in feite de hele aanleiding voor al deze procedures, zie par. 2, slot) had plaatsgevonden vóór de peildatum, maar was ruim daarna pas vastgesteld. Gesteld zou kunnen worden dat het wanbeleid vóór de peildatum kenbaar had kunnen zijn, maar dat de informatie op peildatum nog niet beschikbaar was. Het vaststellen van wanbeleid is voorbehouden aan de OK en ligt niet op het terrein van de deskundigheid van de waarderingsdeskundige, die immers in de eerste plaats econoom is en niet jurist. Zoals hiervoor al beschreven, trok de OK een parallel met de ratio van de billijke verhoging als bedoeld in artikel 2:343 lid 4 BW (r.o. 2.22). Op deze plek verwijzen wij naar de conclusie van A-G Assink in de Sirowa-zaak,²¹ die uit de literatuur zes methoden destilleerde op welke wijze kan worden omgegaan met door de uitkoper aan de vennootschap toegebrachte schade.²² Daarvoor zijn er samengevat de volgende alternatieven:

1. geen rekening mee houden, maar een aparte procedure voeren;
2. waardering van de potentiële vordering in het kader van de prijsvaststelling;
3. peildatum kiezen net voor de gewraakte handelingen;
4. billijkheidscorrectie (vgl. art. 2:343 lid 4 BW) in een daartoe gelijktijdig aanhangig te maken uittredingsvordering;
5. analoge toepassing van de billijkheidscorrectie van artikel 2:343 lid 4 BW; of
6. normalisering van omstandigheden in het kader van de waardering door geen rekening te houden met bepaalde nadelige effecten.



Anders dan in de zaak Sirowa (waarin methode 3 werd gehanteerd), hanteerde de OK in de Xeikon-zaak een combinatie van de methoden 2

en 5 door, als betrof het een billijkheidscorrectie, over te gaan tot schatting van de waarde van de (niet-ingestelde) vordering.

De OK droeg de deskundige op bij de waardering van de aandelen uit te gaan van het bestaan van bedoelde vorderingen met een waarde van EUR 30 miljoen. Deze heeft dit opgevat als een brutovordering en rekening gehouden met een marginale belastingdruk van 25%. Aldus is de wanbeleidschade voor netto EUR 22,5 miljoen in de waardering betrokken. Daarbij is het goed op te merken dat het marginale tarief voor de vennootschapsbelasting ook toepasselijk is op de contante waarde van in de toekomst te verhalen bedragen.²³

In het deskundigenbericht is in de waarde per aandeel een bedrag van EUR 1,11 opgenomen als correctie voor de wanbeleidschade. Omdat door de procespartijen en andere betrokkenen een (ons onbekende en in deze uitspraak verder niet toegelichte) schikking is getroffen waarin de schade per aandeel was gesteld op EUR 1,50, werd door de deskundige opgemerkt dat dit uitgangspunt de waarde per aandeel zou verhogen met het verschil van EUR 0,39 tot EUR 9,73. Tegen die verhoging was door de eiseressen geen bezwaar gemaakt, zodat de OK inderdaad van deze laatste prijs per aandeel uitging.

Overige

Recalcico had betoogd dat ten onrechte geen rekening was gehouden met het niet uitkeren van dividend, zowel voor als na peildatum. De OK merkte op dat voor peildatum niet-uitgekeerde dividenden de liquiditeitspositie verhogen en aldus (als zelfstandige vruchtdrager) bijdragen aan de waarde. De met de DCF-methode bepaalde waarde was gebaseerd op toekomstige voor de vermogensverschaffers vrij beschikbare geldstromen. Voor dividenden na peildatum is de wettelijke rente over de vast te stellen waarde toepasselijk. Die wettelijke rente van thans 2% is weliswaar substantieel lager dan de vermogenskostenvoet ad 10,77%, die een vergoeding moet bieden voor de door de vermogensverschaffers gedragen risico's, maar op grond van het hier toepasselijke artikel 2:92a lid 5 BW is voor extra compensatie geen plaats.

Recalcico stelde ten slotte dat bij de waardering geen rekening was gehouden met fiscaal compensabele verliezen. Deze verliezen waren in de jaarrekening 2013 niet gewaardeerd. Recalcico stelde daarbij dat het door de accountant gehanteerde voorzichtigheidsbeginsel niet gold voor de waardering op peildatum. XBC c.s. hadden het standpunt ingenomen en gemotiveerd dat de fiscale verliezen waren gevormd door buitenlandse entiteiten en waarschijnlijk niet (meer) verrekend hadden kunnen worden. Wij merken op dat de boekhoudkundige verantwoording van fiscaal compensabele verliezen niet relevant is voor de waardering, omdat het activeren en muteren geen invloed heeft op de vrije geldstromen. Niet de eventuele boekwaarde van de fiscaal te



verrekenen verliezen, maar de invloed van de verwachte belastingdruk op de toekomstige geldstromen is relevant voor de waarde.

De deskundige had zich niet alleen gebaseerd op de jaarrekening 2013, waarin de fiscale verliezen niet waren gewaardeerd, maar ook op het gemotiveerde standpunt van XBC c.s., dat de fiscale verliezen niet meer hadden kunnen worden aangewend. De OK oordeelde daarover dat de deskundige op goede gronden had kunnen aannemen dat aan de fiscale verliezen bij de waardering geen waarde toekomt.

4 Afronding

Partijen zullen soms worstelen met het gevoel dat een rechter direct naar de laatste pagina van een deskundigenrapport bladert en het daar genoemde bedrag overneemt in zijn beslissing. Geheel zonder grond is dat gevoel niet. Indien een deskundige voldoende, innerlijk consistent en overtuigend motiveert op welke wijze hij tot zijn waardering van de over te dragen aandelen is gekomen, kan de rechter (zoals de OK hier in r.o. 2.22 expliciet doet) immers volstaan met de constatering dat er geen aanleiding is om af te wijken van de door de deskundige vastgestelde waarde. Deze uitspraak laat nog eens zien dat partijen niettemin alle ruimte hebben om elk aspect van die waardering tegen het licht te houden, en dat de rechter dat dan zal dienen te wegen.

Noten

1 HR 6 november 2020, ECLI:NL:HR:2020:1745, JOR 2021/108 m.nt. Bulten.

2 Omwille van de leesbaarheid zijn de grotendeels letterlijke passages niet voorzien van aanhalingstekens of verwijzingen naar specifieke paragrafen uit de beslissingen.

3 Hof Amsterdam (OK) 22 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:2899.

4 Hof Amsterdam (OK) 26 mei 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2040.

5 Hof Amsterdam (OK) 28 juni 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:2493.

6 Hof Amsterdam (OK) 21 februari 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:817.

7 Hoewel de schade in beginsel moet worden aangemerkt als afgeleide schade van aandeelhouder Recalcico, kan zij die schade mogelijk wel vorderen, nu deze ten gevolge van de uitkoopprocedure definitief ten laste van haar vermogen zou komen, zoals bedoeld in HR 2 mei 1997, ECLI:NL:HR:1997:ZC2365, NJ 1997/662 (Kip en Sloetjes/Rabo).

8 Hof Amsterdam (OK) 6 februari 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:377. Op grond van een vormfout heeft de Hoge Raad de beschikking vernietigd in HR 19 juli 2019, ECLI:NL:HR:2019:1279.



9 Die worden aangeduid als o.m. de Upstreaming, de Overname en de - Carve Out.

10 Hof Amsterdam (OK) 18 december 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:4684.

11 Het deskundigenbericht zelf is overigens niet openbaar en hebben wij dus ook niet kunnen bestuderen. Er zijn slechts enkele passages uit de conclusie daarvan opgenomen in r.o. 2.10 van het hier besproken eindarrest.

12 HR 3 mei 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ1468 (Stichting Ziekenverpleging Aruba).

13 HR 5 februari 1969, ECLI:NL:HR:1969:AX5888, BNB 1969/63.

14 Zie ook J. Vis, Ondernemend waarderen: waardierend ondernemen, Apeldoorn: Maklu 2010 alsmede J.G. Groeneveld, Waarde in economie en accounting, MAB 2004, afl. 6, p. 253-260.

15 Alternatief is de *adjusted present value*-methode (APV), die allereerst de waarde bepaalt als ware de onderneming met alleen eigen vermogen - gefinancierd, waarna de waarde wordt toegevoegd die wordt gecreëerd doordat deels gebruik wordt gemaakt van vreemd vermogen waarvan de rentelast aftrekbaar is voor de winstbelasting (de *tax shield*). Bij gelijke uitgangspunten zullen de DCF- en de APV-methode tot hetzelfde resultaat leiden. Minder gebruikelijk is de reële optie-waardering, die expliciet rekening houdt met de waarde van toekomstige keuzemogelijkheden (opties). Alle drie genoemde methoden resulteren in een economische waarde c.q. een waarde gebaseerd op economische uitgangspunten.

16 Uit het beginsel van hoor en wederhoor vloeit voort dat een deskundige niet tot een oordeel mag komen dat gebaseerd is op informatie waarover een van de procespartijen niet heeft kunnen beschikken. Het alleen aan de deskundige verstrekken van vertrouwelijk geachte informatie biedt dus geen soelaas.

17 Ten gevolge van de financiële hefboom waarvan het effect evenredig met de leverage toeneemt. Onbekend is van welke totale rentedragende schulden in het deskundigenbericht is uitgegaan. Handelsinformatie van Creditsafe biedt alleen informatie over de langetermijnschulden ad EUR 33.451.000. Bij gebreke aan het deskundigenbericht is de schatting van het effect van een hogere disconteringsvoet nadrukkelijk indicatief.

18 Zoals althans is af te leiden uit overweging 2.6 van de conclusie van de A-G van 11 januari 2008, ECLI:NL:PHR:2008:BC2250, bij HR 14 maart 2008, ECLI:NL:HR:2008:BC2250, die met een beroep op art. 81 Wet RO het cassatieberoep conform het advies van de A-G verwerpt.



19 Klaarblijkelijk heeft de deskundige moeten vaststellen dat geschikte referenties ontbreken voor het beoordelen van de slagingskansen van het project Trillium. Aan een beoordeling kan echter niet voorbij worden gegaan, oftewel, volgens Agatha Christie: 'It's a rotten job, but somebody's got to do it.' In zo'n situatie rest de deskundige de professionele oordeelsvorming.

20 Hof Amsterdam (OK) 18 december 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:4684, r.o. 2.29-2.30: Bencis had op 20 november 2015 de verkoop van haar dochtervennootschap XBC, die meer dan 95% van de aandelen in Xeikon houdt, aan Flint Group aangekondigd. Die overname heeft plaatsgevonden op 29 december 2015. Xeikon heeft zich tegenover de onderzoeker in de enquêteprocedure op het standpunt gesteld dat Flint Group feitelijk EUR 8,65 per aandeel Xeikon heeft betaald. De onderzoeker heeft geconcludeerd dat Flint Group – rekening houdend met de door Flint Group aan financiers van Xeikon voldane schulden van Xeikon – feitelijk een prijs heeft betaald die correspondeert met EUR 11,27 per aandeel Xeikon. Het tijdsverloop tussen de peildatum, zijnde 31 januari 2014, en de overnameovereenkomst tussen Bencis en Flint Group van 20 november 2015 was minder dan twee jaar en dus relatief beperkt. Nu die overnameovereenkomst in feite strekte tot overname door Flint Group van Xeikon, zou de door Flint Group aan Bencis feitelijk betaalde prijs per aandeel Xeikon licht kunnen werpen op de waarde van Xeikon op de peildatum.

21 Parket bij HR 8 mei 2020, ECLI:NL:PHR:2020:450, sub 3.7-3.13.

22 Zie voor een uitvoerige beschrijving van deze analyse Ph.W. Schreurs & D.E. Mandigers, *Kroniek uitkoop- en geschillenregeling 2020*, in: J. van Bakkum e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2020-2021* (VDHI nr. 172), Deventer: Wolters Kluwer 2021, p. 111 e.v.

23 Zie ook T.C.E. Boringa & E.R. Lankester, *Belastinglatenties: nominaal of contant maken?*, EB 2009, afl. 2, p. 21-23.

