

## 104

Gerechtshof Amsterdam

(Ondernemingskamer)

18 december 2018, nr. 200.151.876/01 OK,

ECLI:NL:GHAMS:2018:4684

(mr. Makink, mr. Tillema, mr. Wolfs, prof. drs. Eeftink RA, drs. Smits-Nusteling RC)

Noot mr. D.-J.F.F.M. Duynstee onder «JOR» 2019/105

**Uitkoopprocedure Xeikon. Vaststelling prijs van aandelen. Vorderingen van vennootschap op derden dienen bij vaststelling van uitkoop prijs te worden betrokken. Parallel met ratio billijke verhoging als bedoeld in art. 2:343 lid 4 BW (geschillenregeling). OK schat waarde van vorderingen. Deskundige moet waarde van vorderingen meenemen bij waardering van aandelen. Vervolg op OK 28 juni 2016, «JOR» 2016/270, m.nt. Josephus Jitta.**

[BW art. 2:92a, 2:343 lid 4; EP EVRM art. 1]

*Bij de vaststelling van de uitkoop prijs geldt als uitgangspunt dat de minderheidsaandeelhouders recht hebben op een reële en redelijke vergoeding voor hun aandelen, die op grond van art. 1 Eerste Protocol EVRM “reasonably related to its value” moet zijn en in de woorden van art. 2:359c BW “billijk” waarmee geen andere maatstaf wordt beoogd. In deze maatstaf ligt besloten dat bij de vaststelling van de uitkoop prijs, in het bijzonder de redelijkheid daarvan, rekening kan worden gehouden met het door de OK in de enquêteprocedure vastgestelde wanbeleid voor zover dit van belang is voor de waarde van de aandelen op de peildatum. 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 schept een dilemma: enerzijds zou het negeren van de aan Xeikon als gevolg van het wanbeleid toegebrachte schade ten aanzien waarvan aannemelijk is dat derden hiervoor jegens de vennootschap aansprakelijk zijn, leiden tot de vaststelling van een uitkoop prijs 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 oordeelt dat dit dilemma 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 uitkoop prijs betrokken dienen te worden voor zover dat verenigbaar is met de aard en strekking van de uitkoopprocedure. De OK trekt daarbij een parallel met de ratio van de billijke verhoging als bedoeld in art. 2:343 lid 4 BW.*

*In voldoende mate staat vast dat Xeikon als gevolg van de Upstreaming, de verwerving van het Accentis Belang en de Carve Out schade heeft geleden. Weliswaar staat met de vaststelling van wanbeleid en de aanwijzing van degenen die daarvoor verantwoordelijk zijn, civielrechtelijke aansprakelijkheid van betrokkenen niet vast, maar dat doet er niet aan af dat op grond van de inhoud van de wanbeleidbeschikking – in het bijzonder gelet op de in die procedure vastgestelde feiten en de aard van de geschonden normen – voldoende aannemelijk is dat op de in deze procedure te hanteren peildatum van 31 januari 2014 tot het vermogen van Xeikon vorderingen behoorden op derden, onder wie (voormalige) bestuurders, tot vergoeding van die schade.*

*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 thans niet nauwkeurig kan worden vastgesteld en dat het niet juist zou zijn de te benoemen waarderingsdeskundige daarmee te belasten – zal de OK die waarde schatten. Daarbij neemt de OK in aanmerking dat zij met de wijze waarop in deze procedure rekening wordt gehouden met (de gevolgen van) het vastgestelde wanbeleid, niet beoogt de uit te kopen minderheidsaandeelhouders volledig te compenseren voor mogelijk door hen of hun rechtsvoorgangers geleden schade. Beoogd is slechts de gevolgen van het wanbeleid in zodanige mate te verdisconteren in de uitkoop prijs dat deze kan worden aangemerkt als een redelijke en reële vergoeding. Mede omdat de wijze waarop de gevolgen van het wanbeleid worden verdisconteerd in de uitkoop prijs, geen afbreuk doet aan enige vordering van enige partij tot vergoeding van de (daarboven uitstijgende) schade, zal de OK de waarde van de op de peildatum bestaande vordering van Xeikon op derden tot vergoeding van de door haar geleden schade behoudend schatten.*

*Alles afwegende schat de OK dat op de peildatum van 31 januari 2014 tot het vermogen van Xeikon behoorden vorderingen op derden tot vergoeding van door haar geleden schade en dat de waarde van die vorderingen toen (ten minste) € 30 miljoen bedroeg. De OK zal de door haar te benoemen deskundige daarom opdragen bij de waardering van de aandelen uit te gaan van het bestaan van bedoelde vorderingen met een waarde van € 30 miljoen.*

1. XBC BV te Amsterdam,  
2. Xeikon NV te Sluis,  
eiseressen,  
advocaat: mr. M. van Hooijdonk,  
tegen

1. Recalcico Beheer BV te Boekel,  
als gevolmachtigde en vertegenwoordiger van:  
F.A.M. Faas te Boekel,  
en nog 6 andere natuurlijke personen,  
gedaagde,  
advocaat: mr. M. Wolters,  
2. de gezamenlijke, niet bij naam bekende, overige  
houders van aandelen aan toonder in het geplaatste  
kapitaal van Xeikon NV te Sluis,  
zonder bekende woon- of verblijfplaats in of buiten  
Nederland,  
gedaagden,  
niet verschenen.

(...; red.)

## 2. De gronden van de beslissing

2.1. In het tussenarrest van 21 februari 2017 heeft de Ondernemingskamer de beslissing in deze uitkoopprocedure aangehouden totdat zij uitspraak heeft gedaan op het verzoek van Recalcico in de enquêteprocedure tot vaststelling van wanbeleid en partijen in de gelegenheid gesteld zich uit te laten over de betekenis van de (toen nog te wijzen) beschikking in de enquêteprocedure voor de waardebepaling in het kader van de onderhavige uitkoopprocedure.

2.2. In dit arrest komt een aantal begrippen voor die hieronder, op dezelfde wijze als in de hierna te noemen wanbeleidbeschikking, worden gedefinieerd:

De *Clubdeal*: een door een bankenconsortium bestaande uit ABN AMRO, Dexia en BBVA bij overeenkomst van 22 juli 2008 aan Xeikon verstrekte kredietfaciliteit van € 75 miljoen.

De *Upstreaming*: de terbeschikkingstelling in 2008 door Xeikon aan haar toenmalige meerderheidsaandeelhouder Punch International van gelden door Xeikon opgenomen onder de *Clubdeal*.

Het *Accentis Belang*: de combinatie van de Accentis Vordering en de Accentis Deelneming.

De *Accentis Vordering*: een vordering op Accentis van nominaal € 30,4 miljoen, door Punch International op 31 december 2008 aan Xeikon overgedragen (tezamen met de Accentis Deelneming) ter aflossing van de *Upstreaming*.

De *Accentis Deelneming*: het aandelenbelang van 24,49% in Accentis dat Punch International op 31 december 2008 aan Xeikon heeft overgedragen (tezamen met de Accentis Vordering) ter aflossing van de *Upstreaming*. Dit aandelenbelang is als gevolg van de deelname van Xeikon aan een emissie door Accentis op 30 november 2010 toegevoegd tot 44,13% per ultimo 2010.

De *Overname*: de verkoop in 2013 door Punch International van alle door haar gehouden aandelen in Xeikon (65,68%) aan Bencis Capital Partners Belgium N.V. (hierna: Bencis, toen de moedermaatschappij van XBC) tegen een prijs van € 5,85 per aandeel en onder de voorwaarde dat voorafgaand aan de overdracht Xeikon het *Accentis Belang* aan een derde overdraagt (de *Carve Out*). De overname is gevolgd door een verplicht openbaar bod door XBC van € 5,85 per aandeel Xeikon op 6 november 2013.

De *Carve Out*: de verkoop en overdracht door Xeikon van het *Accentis Belang* aan Punch International in het kader van de *Overname*. Xeikon heeft de *Accentis Vordering*, toen nominaal (inclusief achterstallige rente) € 21.506.415, aan Punch International verkocht voor € 4.055.000 en de *Accentis Deelneming* (544.484.942 aandelen, zijnde 43,74% van het uitstaande kapitaal van Accentis) tegen een prijs van € 0,01 per aandeel. De *Carve Out* omvatte voorts de overname door Xeikon van de door Punch International gehouden aandelen in Point IT.

Het *Inkoopprogramma*: de inkoop door Xeikon van 5.324.423 eigen aandelen (waarvan 1.504.103 aangeboden door Bencis/XBC) in het kader van de *Overname*, met als gevolg dat het aandelenbelang van Bencis/XBC in Xeikon is gestegen tot 85,8% van de niet door Xeikon zelf gehouden aandelen, voorafgaand aan het openbaar bod van XBC van 6 november 2013.

2.3. In de enquêteprocedure heeft de Ondernemingskamer bij beschikking van 6 februari 2018 («JOR» 2018/94, m.nt. Josephus Jitta; *red.*), nadien verbeterd bij beschikking van 6 april 2018 (hierna: de wanbeleidbeschikking) voor zover hier van belang,

a. vastgesteld dat zich wanbeleid heeft voorgedaan ten aanzien van de *Upstreaming* en de verwerving van het Accentis Belang in 2008 en ten aanzien van de Overname (omgang met tegenstrijdig belang en *Carve Out*) in 2013, een en ander zoals omschreven in r.o. 5.10 (*Upstreaming*), r.o. 5.27 (verwerving van het Accentis Belang), r.o. 5.39 (tegenstrijdig belang) en r.o. 5.47 (*Carve Out*) van de beschikking van 6 februari 2018;

b. vastgesteld dat Deblauwe, Tytgadt en Dumarey verantwoordelijk zijn voor het vastgestelde wanbeleid met betrekking tot de *Upstreaming*;

c. vastgesteld dat Deblauwe, Tytgadt, oude Bolhaar, Ghekiere en Van Assche verantwoordelijk zijn voor het vastgestelde wanbeleid met betrekking tot de verwerving van het Accentis Belang;

d. vastgesteld dat oude Bolhaar, Vlasblom en Cok verantwoordelijk zijn voor het vastgestelde wanbeleid met betrekking tot de *Carve Out* en de omgang met tegenstrijdig belang als elementen van de Overname.

2.4. XBC c.s. hebben in hun akte van 5 juni 2018 kort gezegd het volgende aangevoerd. Uit de wanbeleidbeschikking blijkt dat aan XBC geen wanbeleid te wijten is en XBC niet verantwoordelijk is voor de prijs waartegen de *Carve Out* heeft plaatsgevonden. Uit de wanbeleidbeschikking volgt niet dat het openbaar bod van XBC niet *fair* was. Er is geen wanbeleid vastgesteld met betrekking tot het Inkoopprogramma, het dividendbeleid en de inkoop van eigen aandelen vanaf 2008. Voor zover het geconstateerde wanbeleid leidt tot civiele aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen van Xeikon jegens Xeikon en/of de aandeelhouders van Xeikon, dienen die vorderingen te worden afgewikkeld buiten het kader van de uitkoopprocedure. In de uitkoopprocedure gaat het om de waarde van de aandelen op de peildatum, niet relevant is wat de waarde van de aandelen zou zijn geweest indien Xeikon in het verleden een ander beleid had gevoerd. Vaststelling van wanbeleid vestigt geen civiele aansprakelijkheid; daarvoor is een afzonderlijke civiele procedure nodig. Bij de waardering van de aandelen kunnen geen vorderingen op (voormalige) bestuurders of commissarissen worden meegenomen

als deze niet zijn of kunnen worden geactiveerd op de balans van de vennootschap. Voor zover dat al anders is moet rekening worden gehouden met de kans van slagen van dergelijke vorderingen en de mogelijkheden tot verhaal en voorts met het waardedrukkende effect van eventuele aansprakelijkheid van Xeikon jegens degenen die schade hebben geleden. De uitkoopprocedure leent zich niet voor de beantwoording van dergelijke vragen en waarderingsdeskundigen dienen niet met dergelijke vragen te worden belast. De uitkoopprocedure is niet bedoeld om schadevergoeding aan minderheidsaandeelhouders toe te kennen. De groep aandeelhouders tegen wie de uitkoopvordering is ingesteld valt niet noodzakelijkerwijs samen met de aandeelhouders die mogelijk als gevolg van het wanbeleid schade hebben geleden. Geen rekening moet worden gehouden met de overweging in de wanbeleidbeschikking dat Xeikon op het Accentis Belang een verlies van ruwweg € 42 miljoen heeft geleden. XBC c.s. hebben tenslotte aangedrongen op een voortvarende voortzetting van de uitkoopprocedure.

2.5. Recalcico heeft in haar akte van 5 juni 2018 samengevat het volgende aangevoerd.

Het vastgestelde wanbeleid moet worden betrokken in deze uitkoopprocedure en daartoe kan aansluiting worden gezocht bij de regeling omtrent de billijke verhoging in de geschillenreguleringprocedure (artikel 2:343 lid 4 BW). Indien in de uitkoopprocedure geen rekening kan worden gehouden met de benadeling die het gevolg is van het wanbeleid, dient de vordering tot uitkoop te worden afgewezen. Recalcico berekent de door Xeikon geleden schade als gevolg van het wanbeleid per ultimo 2018 op ruim € 94 miljoen. XBC en Bencis hebben in 2013 wel degelijk een kwalijke rol gespeeld omdat zij wisten dat het Accentis Belang voor een te lage prijs door Xeikon werd verkocht, hetgeen ook voor XBC en Bencis een aanzienlijk voordeel opleverde. Het is naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar om het proces- en verhaalsrisico met betrekking tot de vorderingen van Xeikon op de verantwoordelijken voor wanbeleid ten laste te brengen van de minderheidsaandeelhouders.

De bij de vaststelling van de uitkoopprijs te hanteren peildatum dient de datum te zijn van het arrest waarin de overdracht wordt bevolen, ook vanwege het dividendbeleid in het verleden.

De door Flint Group op 29 december 2015, bij de overname van XBC, betaalde prijs van € 11,75 per aandeel Xeikon, biedt een goede indicatie van de waarde op dat moment en nadien is de waarde nog toegenomen. XBC c.s. hebben ten onrechte gesteld dat de door Flint Group betaalde prijs € 8,65 per aandeel Xeikon bedraagt. Voor het geval de Ondernemingskamer die stelling niet passeert, vordert Recalcico op de voet van artikel 843a Rv kort gezegd veroordeling van XBC c.s. tot overlegging van alle stukken die informatie bevatten over de tussen Bencis en Gimv-XL B.V. enerzijds en Flint Group anderzijds overeengekomen prijs bij de verkoop van XBC aan Flint Group. De ontwikkeling van de resultaten van Xeikon in de periode van 2013 tot en met 2016 verklaart niet het verschil tussen de door XBC c.s. gevorderde uitkoop-prijs van € 5,85 en de door Flint Group betaalde prijs van € 11,75 per aandeel.

Het ligt in de rede drie deskundigen te benoemen, waaronder de onderzoeker in de enquêteprocedure, aldus Recalcico.

2.6. Bij antwoordakte van 3 juli 2018 hebben XBC c.s. aangevoerd dat voor zover Recalcico zich over meer heeft uitgelaten dan over de betekenis van de wanbeleidbeschikking voor de waardebepaling in het kader van de onderhavige uitkoopprocedure, dat meerdere buiten aanmerking moet blijven. XBC c.s. hebben voorts afwijzing van de voorwaardelijke exhibitievordering van Recalcico bepleit, met als argumenten dat het aan de te benoemen deskundigen is te bepalen welke informatie zij relevant achten, dat een exhibitievordering niet past in de uitkoopprocedure en dat niet voldaan is aan de vereisten van artikel 843a Rv.

2.7. De Ondernemingskamer oordeelt als volgt.

#### *De toewijsbaarheid van de uitkoopvordering*

2.8. In een eerder stadium van de procedure, bij akte van 23 juni 2015, heeft Recalcico meer subsidiair aangevoerd dat de uitkoopvordering afgewezen behoort te worden op grond van artikel 2:92a lid 4 BW. Recalcico heeft dit verweer slechts gevoerd voor het geval de Ondernemingskamer zou oordelen dat – kort gezegd – het inmiddels gebleken wanbeleid niet betrokken kan worden bij de vaststelling van de uitkoopprijs. Omdat, zoals hieronder zal blijken, de Ondernemingskamer bij de vaststelling van de uitkoopprijs rekening zal houden met het gebleken wanbeleid, behoeft het desbetreffende verweer van Recalcico geen inhoudelijke bespreking.

2.9. Voor het overige is gesteld noch gebleken dat een gedaagde ondanks de geboden vergoeding ernstige stoffelijke schade zou lijden door de overdracht van de aandelen of dat XBC jegens (een der) gedaagde(n) afstand gedaan heeft van haar bevoegdheid de onderhavige vordering in te stellen. Een afwijzingsgrond op de voet van artikel 2:92a lid 4 BW doet zich hier dus niet voor.

2.10. In het tussenarrest van 26 mei 2015 heeft de Ondernemingskamer al vastgesteld dat XBC op de dag van de dagvaarding ten minste 95% van het geplaatste kapitaal van Xeikon verschaft, dat XBC c.s. de vordering hebben ingesteld tegen alle gezamenlijke andere aandeelhouders en dat aan de door gedaagden gehouden aandelen geen bijzondere rechten inzake de zeggenschap in Xeikon zijn verbonden.

2.11. Uit het bovenstaande volgt dat de uitkoopvordering in beginsel toewijsbaar is en dat het thans aankomt op de vaststelling van de uitkoop-prijs.

#### *De peildatum*

2.12. XBC c.s. hebben zich op het standpunt gesteld dat de peildatum moet worden gesteld op 31 januari 2014, zijnde de datum van de betaalbaarstelling onder het verplicht openbaar bod van XBC van 6 november 2013. Recalcico heeft aangevoerd dat de peildatum gelijk moet zijn aan de datum van de overdracht van de aandelen, althans de datum van het arrest waarin de overdracht wordt bevolen.

2.13. In uitkoopprocedures die volgen op een openbaar bod pleegt de Ondernemingskamer bij het bepalen van de peildatum aansluiting te zoeken bij het bod. Meer in het bijzonder wordt in die gevallen als uitgangspunt gehanteerd dat de peildatum gelijk is aan de datum van de betaalbaarstelling onder het bod, mits de bieder dan ten minste 95% van het geplaatste kapitaal (en ten minste 95% van de stemrechten) van de doelvennootschap houdt. Indien de 95%-grens pas op een later tijdstip is overschreden, kan de peildatum worden vastgesteld op de eerste datum waarop – naar met voldoende zekerheid kan worden vastgesteld – de uitkoper ten minste 95% hield (zie: OK 7 juli 2015 («JOR» 2015/234, m.nt. Salemink; *red.*), ECLI:NL:GHAMS:2015:2775 (Unit4) en OK 14 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2897 (Nutreco)).

2.14. Met een voldoende mate van zekerheid staat vast dat XBC op 31 januari 2014, zijnde de datum van de betaalbaarstelling onder het bod (na afloop van de na-aanmeldingstermijn), reeds tenminste 95% van het (niet door Xeikon zelf gehouden) geplaatste kapitaal (en ten minste 95% van de stemrechten) in Xeikon hield. Uit het persbericht van Bencis van 28 januari 2014 en het aandeelhoudersregister volgt dat XBC op 31 januari 2014 95,3% van alle uitstaande (niet door Xeikon zelf gehouden) aandelen in Xeikon hield.

2.15. De Ondernemingskamer ziet onvoldoende aanleiding om in deze zaak van het in 2.13 genoemde uitgangspunt af te wijken. De Ondernemingskamer overweegt daarbij 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. Anders dan Recalcico heeft bepleit, is de omstandigheid dat Xeikon in de jaren 2008 tot en met 2017 geen dividend heeft uitgekeerd (terwijl zij winstgevend was en beschikte over voldoende liquiditeiten), geen reden voor het hanteren van een latere peildatum. Voor zover sprake is van niet uitgekeerde winst op de peildatum, zal daarmee bij de waardering rekening worden gehouden. De omstandigheid dat na de peildatum geen dividend is uitgekeerd is een (ten opzichte van de peildatum) toekomstige omstandigheid; in de waardering dient rekening te worden gehouden met op de peildatum bestaande (genormaliseerde) verwachtingen ten aanzien van dividenduitkeringen in de toekomst. In aanmerking genomen dat de per de peildatum vast te stellen uitkoopprijs zal worden vermeerderd met de wettelijke rente vanaf de peildatum tot de dag van overdracht (zie 2:92a lid 5 BW) kan niet gezegd worden dat het tijdsverloop tussen de peildatum en de dag van de overdracht meebrengt dat toepassing van het hierboven in 2.13 genoemde uitgangspunt, leidt tot een resultaat dat in strijd is met artikel 1 Eerste Protocol EVRM.

2.16. De conclusie is dat de Ondernemingskamer de peildatum zal vaststellen op 31 januari 2014.

#### *De bepaling van de uitkoopprijs*

2.17. In het tussenarrest van 26 mei 2015 heeft de Ondernemingskamer al overwogen dat het in de rede ligt dat zij een deskundigenbericht zal bevelen ter bepaling van de waarde van de aandelen. De Ondernemingskamer oordeelt dat met de benoeming van één (waarderings)deskundige kan worden volstaan.

2.18. In het tussenarrest van 28 juni 2016 heeft de Ondernemingskamer onder meer het volgende overwogen:

“De onderzoeker [in de enquêteprocedure, toev. OK] onderzoekt onder meer of het proces van prijsvorming van het door XBC in 2013 uitgebrachte bod op de aandelen van de minderheidsaandeelhouders in Xeikon vanuit vennootschapsrechtelijk perspectief correct verlopen is. Dat werpt mogelijk licht 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 dit een en ander relevant zal zijn voor de in het kader van deze uitkoopprocedure door de Ondernemingskamer 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 verdient reeds 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.”

2.19. Bij de verdere beoordeling stelt de Ondernemingskamer 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, die op grond van artikel 1 Eerste Protocol “reasonably related to its value” moet zijn en in de woorden van artikel 2:359c BW “billijk”, waarmee geen andere maatstaf wordt beoogd. In deze maatstaf en de hierboven geciteerde overweging ligt besloten dat bij de vaststelling van de uitkoopprijs, in

het bijzonder de redelijkheid daarvan, rekening kan worden gehouden met het door de Ondernemingskamer in de enquêteprocedure vastgestelde wanbeleid voor zover dit van belang is voor de waarde van de aandelen op de peildatum. 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.

2.20. De uitkoopprocedure is naar zijn aard evenwel niet gericht op vaststelling van vorderingen van de doelvennootschap op derden. Die derden zijn in het algemeen geen partij in het geding (ook de doelvennootschap is dat niet altijd) en de vaststelling van aansprakelijkheid van derden voor schade geleden door de doelvennootschap vergt beantwoording van soms complexe vragen met betrekking tot aansprakelijkheid, causaliteit en schade, terwijl bij de waardering van een vordering van de doelvennootschap op derden ook de verhaalbaarheid een rol speelt.

2.21. Bovenstaande overwegingen scheppen een dilemma: enerzijds zou het negeren van de aan Xeikon als gevolg van het wanbeleid toegebrachte schade ten aanzien waarvan aannemelijk is dat derden hiervoor jegens de vennootschap aansprakelijk zijn, 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 de degenen die de schade hebben toegebracht en van de omvang van de schade het bestek van de uitkoopprocedure te buiten.

2.22. De Ondernemingskamer oordeelt 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 Ondernemingskamer trekt 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 geschillenregelingsprocedure kan een billijke verhoging worden toegekend in verband met gedragingen van de andere aandeelhouders of van anderen 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. Voor zover de billijke verhoging berust op gedragingen van anderen dan de (overblijvende) aandeelhouders acht de wetgever toekenning van een verhoging billijk omdat de overblijvende aandeelhouders de mogelijkheid behouden om de vennootschap te bewegen ter zake van die gedragingen te trachten vergoeding te verkrijgen van degene wiens gedragingen het betreft. De vennootschap blijft ook nadat de schade van de uittredende aandeelhouder is vergoed, beschikken over haar vorderingen tegen degenen die de waarde van de aandelen negatief hebben beïnvloed. Zie Kamerstukken II 2006/7, 31 058 nr. 3 (MvT) p. 110-111.

2.23. Voor zover thans – met het oog op de bepaling van de uitkoopprijs – van belang, heeft de Ondernemingskamer in de wanbeleidbeschikking het volgende overwogen:

Over de Upstreaming

“De Ondernemingskamer oordeelt dat de Upstreaming wanbeleid is, kort gezegd omdat de Upstreaming eruit bestaat dat € 45 miljoen van de door Xeikon op 22 juli 2008 aangetrokken bancaire kredietfaciliteit van € 75 miljoen (de Clubdeal) naar haar grootaandeelhouder Punch International is gevloeid: (a) in strijd met de door Xeikon met de banken overeengekomen beperking van de Upstreaming tot € 15 miljoen, (b) zonder de vereiste goedkeuring van de raad van commissarissen, (c) zonder het bedingen van enige zekerheid voor de terugbetaling door Punch International en (d) uitgevoerd door Deblauwe die daarbij een evident tegenstrijdig belang had omdat hij tevens bestuurder was van Punch International.” (r.o. 5.10).

“In het bijzonder het feit (a) dat Deblauwe en Tytgadt, in weerwil van de op 25 augustus 2008 geuite opvatting van de commissarissen, de Upstreaming boven de limiet niet ongedaan hebben gemaakt en de Upstreaming nadien zelfs aanzienlijk hebben uitgebreid en het feit (b) dat Deblauwe een tegenstrijdig belang had bij de Upstreaming leveren naar het oordeel van de Ondernemingskamer omstandigheden op die de raad van commissarissen noopten tot doortastend ingrijpen, in ieder geval aanstonds na 20 oktober 2008. De raad van commissarissen behoefde na de op 25 augustus 2008 gebleken Upstreaming zijn beleid niet aanstonds af te stemmen op de mogelijkheid dat

het bestuur, in strijd met zijn instructie, de Upstreaming verder zou uitbreiden. Hoewel (achteraf) kan worden vastgesteld dat de keuze van de raad van commissarissen om de ongedaanmaking van de Upstreaming in handen te laten van Deblauwe en Tytgadt onjuist was, kan niet gezegd worden dat het optreden door de raad van commissarissen in reactie op de op 20 oktober 2008 gebleken verdere Upstreaming – als gezegd afgezien van de verwerving van het Accentis Belang die hierna afzonderlijk aan de orde komt – zozeer tekort schoot dat dit op zichzelf als wanbeleid moet worden aangemerkt. De onafhankelijke commissarissen hebben kort na 20 oktober 2008 hun toezicht op het bestuur versterkt en geïntensiveerd en ook in rechtstreeks contact met Dumarey getracht een oplossing te vinden. Bij haar oordeel dat een hardere opstelling van de raad van commissarissen weliswaar wenselijk zou zijn geweest, maar niet gezegd kan worden dat de reactie van de raad van commissarissen op de Upstreaming wanbeleid is, betreft de Ondernemingskamer dat het niet aannemelijk is dat een andere opstelling van de raad van commissarissen na 20 oktober 2008 zou hebben geleid tot een daadwerkelijke ongedaanmaking van de Upstreaming. Zoals hierboven in 5.10 en 5.11 al is overwogen bracht de Upstreaming zelf – waarmee de raad van commissarissen tot twee keer toe achteraf werd geconfronteerd – Xeikon in een onmogelijke positie.” (r.o. 5.14)

“Afzonderlijke aandacht verdient de rol van Dumarey bij de Upstreaming. Dumarey was ten tijde van de Upstreaming commissaris van Xeikon en bestuurder van Punch International. Voorts hield Creacorp N.V., een aan familieleden van Dumarey gelieerde vennootschap, in 2008 ruim 30% van de aandelen in Punch International (onderzoeksverslag 68). Punch International had zich jegens Dexia verplicht tot terugbetaling van twee door Dexia aan Punch International verstrekte kredieten van tezamen € 19,5 miljoen op het moment dat Xeikon de eerste opname onder de Clubdeal zou doen. De kredieten van Dexia aan Punch International waren geseecureerd met een pandrecht op de aandelen die Creacorp N.V. in Punch International hield (onderzoeksverslag 133 en 134). Uit deze feiten en omstandigheden volgt dat Dumarey een persoonlijk belang had bij de Upstreaming dat tegengesteld was aan dat van Xeikon. De stelling van Dumarey dat hij tot 25 augustus 2013 niet op de hoogte was van de con-

tractuele beperking van de Upstreaming tot € 15 miljoen acht de Ondernemingskamer niet geloofwaardig in het licht van de constatering van de onderzoeker (onderzoeksverslag 131) dat Deblauwe de in 3.9 genoemde e-mail van 7 juli 2008 met de concept-financieringsdocumentatie van de Clubdeal diezelfde dag aan Dumarey heeft doorgestuurd (onderzoeksverslag 131). Afgezien daarvan is het standpunt van Dumarey dat hij de financieringsdocumentatie tot 25 augustus 2013 niet kende geen afdoend excuus. De Upstreaming heeft plaatsgevonden op verzoek van Dumarey (onderzoeksverslag 140-143 en 167 sub a) en als commissaris van Xeikon diende hij zich daaraan voorafgaand op de hoogte te stellen van hetgeen de financieringsdocumentatie van de Clubdeal inhield over de wijze waarop Xeikon het krediet mocht aanwenden. Bovendien wist Dumarey op grond van het besprokene in de vergadering van de raad van commissarissen van Xeikon van 25 augustus 2008 (zie 3.11) dat toen reeds sprake was van Upstreaming in strijd met de bepalingen van de Clubdeal en is de Upstreaming nadien meer dan verdubbeld in de periode tot 20 oktober 2008 (zie 3.12). Ten slotte geldt dat Dumarey op de hoogte was van de overige voorwaarden die door de raad van commissarissen van Xeikon (waarvan Dumarey deel uitmaakte) in de vergaderingen van 21 april en 27 mei 2008 aan upstreaming waren gesteld, onder meer inhoudende onmiddellijke opeisbaarheid en toereikende zekerheidsstelling door Punch International en dat Dumarey wist dat de Upstreaming niet aan deze voorwaarden voldeed. Onbegrijpelijk acht de Ondernemingskamer daarom het standpunt van Dumarey dat Punch International in 2008 niet in staat behoefde te zijn om het bedrag van de Upstreaming terug te betalen.” (r.o. 5.15)

Over de verkrijging van het Accentis Belang “Met de overdracht van het Accentis Belang aan Xeikon diende Punch International slechts haar eigen belang. Punch International werd aldus bevrijd van haar onmiddellijk opeisbare schuld aan Xeikon van € 50 miljoen (uit hoofde van de Upstreaming en de koop van onroerend goed) tegen overdracht van haar resterende aandelen in Accentis en haar niet liquide vordering op Accentis.” (r.o. 5.17).

“Xeikon voelde zich, teneinde alsnog te voldoen aan de kredietvoorwaarden van de Clubdeal, kennelijk gedwongen het Accentis Belang als be-

taling te accepteren, maar had bij de verkrijging van het Accentis Belang geen enkel strategisch belang.” (r.o. 5.18).

“Kort gezegd was het resultaat van de Upstreaming en de overdracht van het Accentis Belang dat Punch International een deel van haar oorspronkelijke vordering op Accentis (...) tegen vrijwel de nominale waarde had omgezet in ruim € 50 miljoen aan contanten en dat Xeikon ten laste van haar bancaire financiering (de Clubdeal) een illiquide en niet strategisch belang in Accentis had verworven, tegen, zoals hieronder zal worden besproken, een te hoge prijs.” (r.o. 5.19)

“Onduidelijk is gebleven waarom Xeikon er uiteindelijk mee heeft ingestemd dat Punch International haar gehele schuld mocht aflossen door overdracht van het Accentis Belang. (...) Xeikon heeft Punch International niet gehouden aan haar toezegging tenminste een deel van de Upstreaming in contanten terug te betalen en het door Punch International toegezegde pandrecht is evenmin gevestigd. Voorts heeft de onderzoeker met betrekking tot het aanvaarden door Xeikon van de Accentis Vordering als deelbetaling door Punch International niet meer aangetroffen dan de notulen van de vergadering van 22 december 2008 (onderzoeksverslag 162). Dat alles duidt erop dat Xeikon de verkrijging van het Accentis Belang niet voldoende zorgvuldig heeft voorbereid.” (r.o. 5.22)

“Dat gebrek aan zorgvuldige voorbereiding heeft ook betrekking op de waardering van het Accentis Belang. Met betrekking tot de Accentis Deelneming verwerpt de Ondernemingskamer het standpunt van Xeikon dat daarvoor aansluiting kon worden gezocht bij het openbaar bod van Punch International van 9 december 2008. Uit de (...) feiten blijkt dat Punch International ten tijde van het bod reeds meer dan 95% van de aandelen in Accentis hield en dat Punch International het bod deed nadat zij jegens Xeikon had bedongen dat zij haar schuld uit hoofde van de Upstreaming kon aflossen door overdracht van de Accentis Deelneming. Onder deze omstandigheden kan de biedprijs van € 0,18 per aandeel redelijkerwijs geen betrouwbare indicatie van de waarde van de Accentis Deelneming zijn. Dat de biedprijs geen betrouwbare indicatie van de waarde van de Accentis Deelneming was, bleek ook onmiddellijk na de verwerving van het Accentis Belang; dezelfde dag daalde de koers van Accentis naar € 0,10 per aandeel en in januari 2009 naar € 0,05. In één

maand tijd was 70% van de waarde die Xeikon bij de verwerving van de Accentis Deelneming daaraan toekende verdamt.” (r.o. 5.23).

“Xeikon heeft de als deelbetaling van Punch International ontvangen Accentis Vordering van nominaal € 30,4 miljoen kennelijk gewaardeerd op € 29,5 miljoen, zijnde het nominale bedrag minus de door Punch International aangeboden discount van 3%. Met betrekking tot deze waardering zijn geen stukken of andere gegevens voorhanden waaruit blijkt dat Xeikon de waarde van de Accentis Vordering heeft onderzocht. Ook de notulen van de vergadering van de raad van commissarissen van 22 december 2008 bieden daarin geen inzicht. Indien de waarde van de Accentis Vordering daadwerkelijk vrijwel gelijk was aan de nominale waarde van de vordering zou het voor de hand hebben gelegen dat Punch International de vordering aan een derde zou hebben verkocht om uit de opbrengst daarvan haar schuld uit hoofde van de Upstreaming af te lossen. Indien de tijd daarvoor ontbrak omdat Xeikon ter voldoening aan de voorwaarden van de Clubdeal de rekening-courantstand met Punch International wilde terugbrengen voor 31 december 2008, zou het voor de hand hebben gelegen dat Xeikon de Accentis Vordering begin 2009 zelf te gelde zou hebben gemaakt door verkoop aan een derde en dat Xeikon van Punch International een garantie zou hebben bedongen dat de opbrengst ten minste € 29,5 miljoen zou zijn.” (r.o. 5.24)

Over de *Carve Out*

“De Ondernemingskamer oordeelt in het licht van het bovenstaande dat het feit dat Vlasblom als bestuurder en Cok als commissaris hebben deelgenomen aan de beraadslaging en besluitvorming over de Overname en in het bijzonder over de Carve Out, blijk geeft van wanbeleid van Xeikon. Net als de onderzoeker (onderzoeksverslag 348), acht de Ondernemingskamer daarbij in het bijzonder van belang dat Xeikon een beursgenoteerde vennootschap is en dat zij in het bijzonder te waken had over de belangen van haar minderheidsaandeelhouders ten aanzien van de Carve Out, zijnde immers een transactie met haar meerderheidsaandeelhouder.” (r.o. 5.39).

“De Carve Out prijs van € 9,6 miljoen was feitelijk al overeengekomen tussen Punch International en Bencis op 26 januari 2013 (onderzoeksverslag 206), met dien verstande dat, zoals uit het onderzoeksverslag volgt (onderzoeksverslag 203) en



Bencis heeft gesteld, daaraan geen onderhandelingen vooraf zijn gegaan en dat de Carve Out, met inbegrip van de Carve Out prijs, aan Bencis is medegeedeeld als onderdeel van de beoogde overname van de door Punch International gehouden aandelen in Xeikon. Nu ook tussen Xeikon en Punch International niet is onderhandeld over de Carve Out prijs, is de hoogte daarvan dus in feite eenzijdig bepaald door Punch International, de koper van het Accentis Belang.” (r.o. 5.42)

“Er hebben zich ten tijde van de Carve Out feiten en omstandigheden voorgedaan die erop duiden dat de prijs waartegen de Carve Out heeft plaatsgevonden te laag was, in het bijzonder ten aanzien van de Accentis Vordering. Die omstandigheden zijn de volgende:” [volgt opsomming a-k] (r.o. 5.43).

“De hierboven genoemde omstandigheden en het feit dat de Carve Out een transactie met haar meerderheidsaandeelhouder was, noopten Xeikon tot een grote mate van zorgvuldigheid bij de voorbereiding van het besluit al dan niet in te stemmen met de prijs waartegen de Carve Out zou plaatsvinden. (...)” (r.o. 5.44)

“(...) de Ondernemingskamer [oordeelt] dat het beleid en de gang van zaken met betrekking tot de Carve Out moet worden gekwalificeerd als wanbeleid, in het bijzonder omdat Xeikon heeft nagelaten zich op voldoende zorgvuldige wijze een eigen oordeel te vormen over de waarde van het Accentis Belang in relatie tot de Carve Out prijs en in plaats daarvan haar aandeelhouders zonder voldoende deugdelijke grondslag heeft voorgespiegeld dat Xeikon gebleken was dat die prijs redelijk is.” (r.o. 5.47).

Over de schade als gevolg van de verkrijging van het Accentis Belang en de *Carve Out*

“De verwerving door Xeikon van het Accentis Belang in 2008 en de vervreemding van het Accentis Belang in 2013 (de Carve Out) hebben per saldo een aanzienlijk verlies opgeleverd voor Xeikon. Dat verlies kan als volgt gesimplificeerd (zonder rekening te houden met rente) berekend worden: Xeikon heeft in 2008 € 20,7 miljoen betaald voor de Accentis Deelneming en € 29,5 miljoen voor de Accentis Vordering, zijnde tezamen € 50,2 miljoen. Xeikon heeft aan de emissie van Accentis in 2010 deelgenomen voor een bedrag van € 8,7 miljoen (...). Tegenover deze kosten staan als opbrengsten aflossingen op de Accentis Vordering tussen 2008 en 2013 ten bedrage van € 7,3 miljoen en het bedrag van € 9,6 miljoen dat in 2013 is be-

taald voor de Carve Out. Per saldo bedraagt het door Xeikon op het Accentis Belang geleden verlies derhalve ruwweg € 42 miljoen.” (r.o. 5.20)

Over de verantwoordelijken voor het wanbeleid “De Ondernemingskamer acht Deblauwe en Tytgadt als bestuurders van Xeikon en Dumarey als commissaris van Xeikon verantwoordelijk voor het wanbeleid ten aanzien van de Upstreaming. Voorts acht de Ondernemingskamer Deblauwe en Tytgadt als bestuurders van Xeikon verantwoordelijk voor het wanbeleid ten aanzien van de verwerving van het Accentis Belang. De Ondernemingskamer verwijst naar hetgeen hierboven over deze onderwerpen en de rol van Deblauwe, Tytgadt en Dumarey is overwogen.” (r.o. 5.56, zoals verbeterd bij beschikking van 6 april 2018).

“De Ondernemingskamer acht olde Bolhaar verantwoordelijk voor het in 5.27, 5.39 en 5.47 genoemde wanbeleid met betrekking tot de verwerving van het Accentis Belang en de Carve Out en de omgang met tegenstrijdig belang als elementen van de Overname. Aan zijn verantwoordelijkheid doet niet af dat, zoals de onderzoeker heeft geconstateerd (zie onderzoeksverslag 347), zijn optreden geheel vrij van enig eigen belang is geweest en steeds gericht was op het belang van Xeikon.” (r.o. 5.57)

“De Ondernemingskamer acht Van Assche en Ghekiere, naast olde Bolhaar, – de drie onafhankelijke commissarissen ten tijde van de verwerving van het Accentis Belang – verantwoordelijk voor het in 5.27 genoemde wanbeleid met betrekking tot de verwerving van het Accentis Belang.” (r.o. 5.58)

“De Ondernemingskamer acht Vlasblom en Cok verantwoordelijk voor de omstandigheid dat zij zich niet hebben onthouden van beraadslaging en besluitvorming door Xeikon over de Overname en meer in het bijzonder de Carve Out, terwijl zij geconflicteerd waren. De Ondernemingskamer verwijst naar hetgeen zij hierboven onder 5.39 heeft overwogen.” (r.o. 5.59)

2.24. Op grond van bovenstaande overwegingen staat naar het oordeel van de Ondernemingskamer in voldoende mate vast dat Xeikon als gevolg van de *Upstreaming*, de verwerving van het Accentis Belang en de *Carve Out* schade heeft geleden. Weliswaar staat met de vaststelling van wanbeleid en de aanwijzing van degenen die daarvoor verantwoordelijk zijn, civielrechtelijke aansprakelijkheid van betrokkenen niet vast, maar dat doet er niet aan af dat op grond van de inhoud van de

wanbeleidbeschikking – in het bijzonder gelet op de in die procedure vastgestelde feiten en de aard van de bij de *Upstreaming*, de verwerving van het Accentis Belang en de *Carve Out* geschonden normen – voldoende aannemelijk is dat op de in deze procedure te hanteren peildatum van 31 januari 2014 tot het vermogen van Xeikon vorderingen behoorden op derden, onder wie (voormalige) bestuurders, tot vergoeding van die schade.

2.25. Bij de vaststelling van de waarde van de aandelen Xeikon op de peildatum dient rekening te worden gehouden met de waarde van deze vorderingen van Xeikon op derden tot vergoeding van schade als gevolg van de *Upstreaming*, de verwerving van het Accentis Belang en de *Carve Out*. Het zou naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zijn die vorderingen niet bij de waardering te betrekken om de enkele reden dat Xeikon (vooralsnog) heeft nagelaten de desbetreffende vorderingen daadwerkelijk in te stellen tegen haar (voormalige) bestuurders of anderen, omdat aangenomen moet worden dat aan dat nalaten motieven ten grondslag liggen die de belangen van de minderheidsaandeelhouders van Xeikon veronachtzamen.

2.26. Gelet op de beperkingen die zijn verbonden aan de aard en strekking van de uitkoopprocedure (zie ook 2.20) – waaruit volgt dat de waarde van die vordering van Xeikon op derden thans niet nauwkeurig kan worden vastgesteld en dat het niet juist zou zijn de te benoemen waarderingsdeskundige daarmee te belasten – zal de Ondernemingskamer die waarde schatten. Daarbij neemt de Ondernemingskamer in aanmerking dat zij met de wijze waarop in deze procedure rekening wordt gehouden met (de gevolgen van) het vastgestelde wanbeleid, niet beoogt de uit te kopen minderheidsaandeelhouders volledig te compenseren voor mogelijk door hen of hun rechtsvoorgangers geleden schade. Beoogd is 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. Mede omdat de wijze waarop de gevolgen van het wanbeleid worden verdisconteerd in de uitkoopprijs, geen afbreuk doet aan enige vordering van enige partij tot vergoeding van de (daarboven uitstijgende) schade, zal de Ondernemingskamer de waarde van de op de peildatum bestaande vordering van Xeikon op derden tot vergoeding van de door haar geleden schade behoudend schatten.

2.27. De Ondernemingskamer betreft in haar schatting de hierboven in 2.23 aangehaalde overweging uit de wanbeleidbeschikking over de schade als gevolg van de verkrijging van het Accentis Belang en de *Carve Out* betrokken, met dien verstande dat dit slechts een ruwe begroting op kasbasis is, zonder rekening te houden met rente of met het rendement dat Xeikon op het desbetreffende vermogen had kunnen maken indien de *Upstreaming*, de verwerving van het Accentis Belang en de *Carve Out* niet zouden hebben plaatsgevonden. Uit de wanbeleidbeschikking volgt dat indien de *Upstreaming* niet zou hebben plaatsgevonden het Accentis Belang niet aan Xeikon zou zijn opgedrongen. Het standpunt van Xeikon dat het verwijt met betrekking tot de *Carve Out* slechts het ontbreken van een onafhankelijke waardering zou zijn, is dus geen valide argument tegen de relevantie van de feitelijke vaststelling in de wanbeleidbeschikking dat Xeikon ruwweg € 42 miljoen heeft verloren op het Accentis Belang. De Ondernemingskamer houdt anderszijds rekening met de kosten die gemoeid zouden zijn met het verhaal van de schade door Xeikon, het procesrisico en onzekerheden met betrekking tot de verhaalbaarheid van schade nadat aansprakelijkheid daarvoor in rechte zou zijn vastgesteld.

2.28. Alles afwegende schat de Ondernemingskamer dat op de peildatum van 31 januari 2014 tot het vermogen van Xeikon behoorden vorderingen op derden tot vergoeding van door haar geleden schade en dat de waarde van die vorderingen toen (ten minste) € 30 miljoen bedroeg. De Ondernemingskamer zal de door haar te benoemen deskundige daarom opdragen bij de waardering van de aandelen uit te gaan van het bestaan van bedoelde vorderingen met een waarde van € 30 miljoen.

#### *De door Flint Group betaalde prijs en de relevantie daarvan*

2.29. Bencis heeft op 20 november 2015 de verkoop van haar dochtervennootschap XBC, die meer dan 95% van de aandelen in Xeikon houdt, aan Flint Group aangekondigd. De overname heeft plaatsgevonden op 29 december 2015. Xeikon heeft zich tegenover de onderzoeker in de enquêteprocedure op het standpunt gesteld dat Flint Group feitelijk € 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 € 11,27 per aandeel Xeikon.

2.30. Het tijdsverloop tussen de peildatum, zijnde 31 januari 2014, en de overnameovereenkomst tussen Bencis en Flint Group van 20 november 2015 is minder dan twee jaar en dus relatief beperkt. Nu die overnameovereenkomst strekte tot overname door Flint Group van Xeikon, kan de door Flint Group aan Bencis feitelijk betaalde prijs per aandeel Xeikon, licht werpen op de waarde van Xeikon op de peildatum. Indien de deskundige de door Flint Group op 29 december 2015 feitelijk betaalde prijs per aandeel Xeikon, relevant acht in het kader van de waardering van de aandelen Xeikon per 31 januari 2014 – mede gelet op de ontwikkeling van de resultaten van Xeikon in de tussenliggende periode – staat het de deskundige vrij de hoogte van de door Flint Group betaalde prijs nader te onderzoeken en de daartoe benodigde stukken op te vragen, in het bijzonder met betrekking tot de overnameovereenkomst tussen Bencis en Flint Group. Op de voet van artikel 2:92a lid 5 BW jo. artikel 2:351 BW en artikel 198 lid 3 Rv zijn partijen verplicht de door de deskundige verlangde gegevens te verstrekken. Uit artikel 198 lid 2 Rv vloeit voort dat afschrift van die gegevens aan de wederpartij dient te worden verschaft (zie HR 22 februari 2008, NJ 2010, 543).

#### *De 843a-vordering van Recalcico*

2.31. Deze incidentele vordering van Recalcico strekt ertoe XBC c.s. te veroordelen tot overlegging van alle stukken die informatie bevatten over de tussen (onder meer) Bencis en Flint Group anderzijds overeengekomen prijs bij de verkoop van XBC aan Flint Group, waaronder de overnameovereenkomst van 20 november 2015, alsmede de strategische plannen voor de jaren 2019 tot met 2023 en de prognoses voor de resultatenrekeningen en balansen voor deze jaren. De vordering is ingesteld onder de voorwaarde dat de Ondernemingskamer niet aanstonds de stelling van XBC c.s. verwerpt dat de door Flint Group betaalde prijs feitelijk correspondeert met € 8,65 per aandeel Xeikon.

2.32. In het licht van hetgeen hierboven in 2.30 is overwogen over het te gelasten deskundigenbericht heeft Recalcico thans – voorafgaand aan het deskundigenbericht – onvoldoende belang bij afschrift van stukken waaruit de feitelijk door Flint Group betaalde prijs per aandeel Xeikon kan

blijken. Recalcico kan zich bij akte na deskundigenbericht uitlaten over de vraag of zij alsnog (voldoende) belang heeft bij haar vordering met betrekking tot stukken die informatie bevatten over de tussen (onder meer) Bencis enerzijds en Flint Group anderzijds overeengekomen prijs bij de verkoop van XBC aan Flint Group. Met het oog daarop zal de Ondernemingskamer de beslissing op de incidentele vordering aanhouden in zoverre aanhouden.

2.33. Voor zover de incidentele vordering betrekking heeft op de strategische plannen voor de jaren 2019 tot met 2023 en de prognoses voor de resultatenrekeningen en balansen voor deze jaren, heeft Recalcico daarbij geen rechtmatig belang gelet op de vaststelling van de peildatum op 31 januari 2014. De Ondernemingskamer zal de incidentele vordering in zoverre afwijzen.

#### *Slotsom*

2.34. De slotsom is dat de Ondernemingskamer een deskundigenbericht zal gelasten zoals hieronder weergegeven en iedere verdere beslissing zal aanhouden.

#### *3. De beslissing*

De Ondernemingskamer:

##### *In het incident:*

wijst af de vordering van Recalcico op de voet van artikel 843a Rv voor zover die vordering betrekking heeft op de strategische plannen voor de jaren 2019 tot met 2023 en de prognoses voor de resultatenrekeningen en balansen voor deze jaren en houdt voor het overige de beslissing op de incidentele vordering aan;

##### *In de hoofdzaak:*

beveelt een onderzoek door een nader aan te wijzen en aan partijen bekend te maken persoon naar de waarde van de over te dragen aandelen in het geplaatste kapitaal van Xeikon N.V. per 31 januari 2014, een en ander met inachtneming van hetgeen in dit arrest onder 2.28 is vastgesteld en overwogen;

stelt het bedrag dat het onderzoek ten hoogste mag kosten vast op € 75.000, de verschuldigde omzetbelasting daarin niet begrepen;

bepaalt dat XBC B.V. binnen vier weken na heden dat bedrag dient te voldoen op een door de deskundige aan te duiden wijze, dan wel ten genoegen van de deskundige vóór aanvang van zijn werkzaamheden voor de betaling van dat bedrag zekerheid dient te stellen op een door de deskundige

aan te duiden wijze en bepaalt dat de deskundige niet met zijn werkzaamheden behoeft aan te vangen dan nadat betaling of zekerheidsstelling plaats heeft gevonden;

bepaalt dat de deskundige bij zijn onderzoek de verschenen partijen in de gelegenheid dient te stellen opmerkingen te maken en verzoeken te doen en dat uit het schriftelijk bericht dient te blijken dat aan dit voorschrift is voldaan;

bepaalt dat van de inhoud van de opmerkingen en de verzoeken van partijen in het schriftelijk bericht van de deskundige melding wordt gemaakt en dat, indien een partij schriftelijk opmerkingen aan de deskundige doet toekomen, zij daarvan terstond afschrift aan de wederpartij dient te doen toekomen;

bepaalt dat de deskundige uiterlijk op 9 april 2019 zijn schriftelijk en ondertekend bericht doet toekomen aan de griffier van de Ondernemingskamer;

bepaalt dat de griffier van de Ondernemingskamer onverwijld een afschrift van dit arrest en van het procesdossier aan de deskundige zal doen toekomen;

verwijst de zaak naar de terechtzitting van de Eerste Enkelvoudige Kamer voor de Behandeling van Burgerlijke Zaken (rol van de Ondernemingskamer) van dinsdag 9 april 2019 voor de indiening van het deskundigenbericht;

verklaart dit arrest tot zover uitvoerbaar bij voorraad;

houdt iedere verdere beslissing aan.

#### NOOT

Noot mr. D.-J.F.F.M. Duynstee onder «JOR» 2019/105.

## 105

Gerechtshof Amsterdam

(Ondernemingskamer)

5 februari 2019, nr. 200.150.745/01 OK,

ECLI:NL:GHAMS:2019:276

(mr. Makkink, mr. Broekhuijsen-Molenaar, mr. Wolfs, prof. dr. Hoogendoorn RA, drs. Tiemstra RA)

Noot mr. D.-J.F.F.M. Duynstee, tevens behorend bij «JOR» 2019/104

**Uitkoopprocedure Sirowa. Vaststelling prijs van aandelen. Benadelende handelingen bestuurder en meerdersaandeelhouder dienen in zodanige mate bij vaststelling uitkoopprijs te worden betrokken dat uitkoopprijs redelijk is. Parallel met ratio billijke verhoging als bedoeld in art. 2:343 lid 4 BW (geschillenregeling). Vervolg op OK 5 juli 2016, «JOR» 2016/271, m.nt. Salemink.**

[BW art. 2:201a, 2:343 lid 4; EP EVRM art. 1]

*Bij de vaststelling van de uitkoopprijs geldt als uitgangspunt dat Paabumets recht heeft op een reële en redelijke vergoeding voor zijn aandelen, die op grond van art. 1 Eerste Protocol EVRM "reasonably related to its value" moet zijn en in de woorden van art. 2:359c BW "billijk", waarmee geen andere maatstaf wordt beoogd dan die van art. 2:201a BW. Deze maatstaf vergt, zoals in het tussenarrest is geoordeeld, dat wordt voorkomen dat Paabumets wordt gedwongen zijn aandelen aan Warzecha te leveren tegen een prijs die in overwegende mate bepaald wordt door de benadelende handelingen van Warzecha als bestuurder en meerderheidsaandeelhouder van Sirowa. In het tussenarrest ligt besloten dat de benadelende handelingen bij de vaststelling van de uitkoopprijs betrokken dienen te worden voor zover dat verenigbaar is met de aard en strekking van de uitkoopprocedure. Mede gelet op het feit dat Sirowa thans slechts twee aandeelhouders heeft en ten tijde van de benadelende handelingen een beperkte kring van aandeelhouders, terwijl Warzecha steeds meerderheidsaandeelhouder en bestuurder was, ligt het voor de hand een parallel te trekken met de ratio van de billijke verhoging als bedoeld in art. 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 de andere*