

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 meerderheidsaandeelhouder 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

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 uittreedende aandeelhouder behoort te blijven.

De wijze waarop de OK bij de vaststelling van de billijke uitkoop prijs rekening houdt met de benadelende handelingen, strekt niet tot (volledige) vergoeding van mogelijk door Paabumets geleden schade als gevolg van de benadelende handelingen. De OK beoogt slechts bij de vaststelling van de uitkoop prijs die benadelende handelingen in zodanige mate te betrekken dat de uitkoop prijs redelijk is.

De OK zal de deskundige volgen in zijn correctie met betrekking tot de verkoop van de dochtermaatschappijen, voor zover deze inhoudt dat de prijs waartegen deze heeft plaatsgevonden € 1.637.156 lager is dan de marktwaarde ten tijde van de transactie.

Voorts zal de OK de deskundige volgen in zijn correctie met betrekking tot de aan Meriton LLC verstrekte lening van bijna € 2,2 miljoen, voor zover deze correctie inhoudt dat bij de waardering van de aandelen in Sirowa deze lening zal wordt weggedacht.

De nominale waarde van de aandelen is verlaagd zonder dat Sirowa beschikte over de financiële middelen om de daaruit voorvloeiende betalingsverplichting aan alle aandeelhouders te voldoen en de betalingsverplichting aan Warzecha is wel (vrijwel volledig) voldaan (door verrekening), terwijl Paabumets onbetaald is gebleven. Het is naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar om deze bevoordeling van Warzecha en benadeling van Paabumets bij de vaststelling van de billijke uitkoop prijs buiten beschouwing te laten.

Met betrekking tot het door de deskundige veronderstelde rendement acht de OK het niet aannemelijk dat gedurende de gehele periode van 2004 tot de peildatum jaarlijks een risicovrij rendement behaald had kunnen worden van 5%. De OK zal in plaats van dit percentage een verondersteld rendement hanteren gelijk aan de wettelijke rente, omdat zij dit realistischer acht en dit beter aansluit bij de algemene rendementsontwikkeling in de periode 2004-2016.

*H.J. Warzecha te Frankfurt, Bondsrepubliek Duitsland,
eiser,
advocaat: mr. P.J. de Jong Schouwenburg,
tegen*

*U. Paabumets te Talinn, Estland,
gedaagde,
advocaat: mr. S. Mol.*

(...; red.)

2. De gronden van de beslissing

Inleiding

2.1. De Ondernemingskamer heeft in het tussenarrest van 5 juli 2016 – kort gezegd – vastgesteld dat Warzecha als bestuurder en meerderheidsaandeelhouder van Sirowa een aantal handelingen heeft verricht waarmee hij zichzelf heeft bevoordeeld en Sirowa en Paabumets heeft geschaad, te weten:

- a. de verkoop en overdracht door Sirowa op 13 november 2004 van alle aandelen in drie dochtervennootschappen aan een vennootschap (thans genaamd SIA Sirowa Group) waarvan Warzecha enig aandeelhouder is, tegen een lagere dan marktconforme prijs;
- b. het verstrekken door Sirowa van een geldlening van € 2.195.228 aan Meriton LLC, voor welke vennootschap nadien Marketing Services LLC N.V. in de plaats is getreden, tegen onzakelijke voorwaarden (0,25% rente, geen overeengekomen tijdstip van aflossing en geen zekerheden);
- c. het verstrekken door Sirowa in 2003 van een geldlening van € 740.000 aan Warzecha, gevolgd door een verlaging van de nominale waarde van de aandelen op 28 augustus 2007 van € 45,38 per aandeel naar € 20,89 per aandeel, met enerzijds verrekening van het uit dien hoofde door Sirowa aan Warzecha verschuldigde bedrag met het door Warzecha aan Sirowa verschuldigde bedrag uit hoofde van de geldlening en anderzijds het uitblijven van betaling van het door Sirowa aan Paabumets verschuldigde bedrag uit hoofde van de verlaging van de nominale waarde van de aandelen omdat het Sirowa zou ontbreken aan de daartoe benodigde middelen.

2.2. In het tussenarrest (r.o. 3.16) heeft de Ondernemingskamer voorts overwogen dat het naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn indien Paabumets zou worden veroordeeld tot levering van zijn aandelen aan

Warzecha tegen een prijs die in sterke mate is beïnvloed door de benadelende handelingen van Warzecha. De Ondernemingskamer heeft de deskundige opgedragen de aandelen te waarderen met als peildatum 5 juli 2016 alsof de benadelende handelingen niet hadden plaatsgevonden.

De waardering door de deskundige

2.3. De deskundige heeft de aandelen in Sirowa per de peildatum van 5 juli 2016 gewaardeerd op € 157,94 per aandeel. In het rapport staat onder meer het volgende.

“3.2 Valuation methodology

(...)

In the past years the subsidiaries of Sirowa have been sold. As per valuation date Sirowa can be considered to be an inactive holding company. As per 31 December 2015 assets consist of receivables and (a limited amount of cash). Liabilities consist of short-time liabilities. Total shareholders' equity and reserves amount to € 1,006,216.

In the absence of expected future activities, we consider a valuation based on discounted cash-flows not meaningful or feasible. We will therefore value the shares of Sirowa based upon the intrinsic value of its assets and liabilities based on fair market value.

3.3. Corrections in equity Sirowa as per valuation date

3.3.1. Sale of the three subsidiaries in 2004

(...) we estimate the market value of the three subsidiaries at € 5,790,000 (rounded off) as per 13 November 2004.

The difference of € 1.637.156 compared to the selling price (€ 5,790,000-€ 4,152,844) will be added to the intrinsic value of Sirowa as per 5 July 2016. An interest rate will be taken into account. We refer to the overview (summary) included in section 3.4.

3.3.2. Loan to Meriton LLC

(...)

Sirowa provided a short-term loan to Meriton LLC of € 2,195,228 on 2 January 2004. The nominal annual interest was 0.25% but no interest was paid. Marketing Services LLC N.V. took over the debt from Meriton LLC on 13 June 2007.

Marketing Services has since completed loan repayments of € 116.945 (...)

The outstanding balance of the loan as per valuation date (5 July 2016) equals € 2,078,282 (ex-

cluding unpaid interest). As per 31 December 2015 the bad debt provision on this loan was € 1,039,141 (50% of the outstanding loan balance). The book value of the loan was € 1,039,141 as per 31 December 2015.

The book value of the loan will be eliminated from equity as per valuation date. We will assume that Sirowa would benefit from liquidity of € 2,195,228 on 2 January 2004. An interest rate will be taken into account for the period between 2 January 2004 and 5 July 2016 on the assumed liquidity (less the actual debt repayments that Sirowa received). We refer to the overview (summary) included in section 3.4.

3.3.3. Loan to Warzecha and adjustment of nominal value of the shares

(...)

As of December 31, 2006 the paid share capital of Sirowa was € 2,178,145 and consisted of 48.000 shares. As a result of the share capital denomination on 28 August 2007, the value was reduced from € 45.38 to € 20.89 per share, resulting in a total reduction of 1,175,425. After the denomination the paid share capital amounted to € 1,002,720.

The reduction in share capital resulted in payables to the shareholders:

- Warzecha € 999,136
- Paabumets 58,771
- Dreker 117,518

On June 30, 2007 the payable and receivable balances with Warzecha were settled. The payable to Warzecha in the amount of € 999,136 was netted to the outstanding loans to Warzecha and a small loan from Warzecha to Sirowa:

(...)

After the above set off Warzecha had a net receivable from Sirowa for the amount of € 752.

The book value of equity as per 5 July 2016 will be adjusted for the reversal of the share capital denomination (€ 1,175,425).

We furthermore assume that Sirowa would have benefited from interest on liquidity of € 998,384 as per 28 August 2007 (the date of the share capital denomination). This equals the balance of the loans from and to Warzecha including unpaid interest as per that date.

An interest rate will be taken into account for the period between 28 August 2007 and 5 July 2016 on the assumed liquidity. We refer to the overview (summary) included in section 3.4.

3.4. Conclusion

A summary of the aforementioned corrections in the equity value of Sirowa is provided in the following table. Each of the aforementioned corrections has been determined per a specific (historic) reference date. In order to calculate the value of Sirowa as per valuation date (5 July 2016), an interest rate of 5% has been taken into account. In the calculation we also took into account expected corporate income tax on the interest income. (...) We consider an interest of 5% as a deemed fair return on financial assets (loans etc.). In our analysis we reviewed the loans provided by Sirowa to both Meriton and Warzecha. The Meriton loan carried an interest of 0.25% which, in our view, cannot be considered as 'normal'. The loan provided to Warzecha (loan agreement dated 1 October 2004), carried an interest of 5% which, in general, seems to be not unreasonable as an expected return on financial assets.

The book value of equity of Sirowa as per 31 December 2015 is € 1,006K.

The net profit (loss) for the period from 1 January 2016 to 5 July 2016 is estimated at € 6K negative (the loss in 2015 was € 11K).

The aforementioned corrections are added to the book value of equity. This provides an estimated market value of € 7,581,000 as per 5 July 2016. An overview is provided in the following table.

Corrections	5-7-2016
EUR x 1,000	
Book value of equity Sirowa as per 31-12-2015	1.006
Estimated profit (loss) 1-1-2016 to 5-7-2016	(6)
Correction I (selling price subsidiaries)	2.585
Correction II (loan to Meriton LLC)	2.405
Correction III (loan to Warzecha and share capital denomination)	1.590
Equity value of Sirowa as per 5 July 2016	7.581
Number of issued shares (x 1)	48.000
Value per share (x €1,-)	€ 157,94

De (bezwaren tegen de) eiswijzigingen

2.4. De oorspronkelijke vordering van Warzecha (als weergegeven in r.o. 1.1. van het tussenarrest van 5 juli 2016) strekte tot uitkoop van Paabumets primair tegen een uitkoopprijs van € 21,15 per aandeel per datum van het toewijzende arrest en

subsidiar tegen een door de Ondernemingskamer in goede justitie te bepalen prijs en peildatum. De (thans subsidiair) gevorderde uitkoopprijs van € 21,15 per aandeel baseert Warzecha op een partij-deskundigenrapport van Adtractum van 14 januari 2014.

2.5. Na wijziging van zijn eis bij memorie na deskundigenbericht van 14 november 2017 vordert Warzecha primair uitkoop tegen een prijs van € 20,83 per aandeel, zijnde de prijs die correspondeert met de door de deskundige vastgestelde intrinsieke waarde van de aandelen zonder correcties vanwege de in 2.1 genoemde handelingen. De gewijzigde eis strekt dus tot vaststelling van de uitkoopprijs op een lager bedrag dan de oorspronkelijke (primaire) eis en is daarom een eisvermeerdering. Omdat Warzecha bij deze eiswijziging aansluiting zoekt bij een onderdeel van het deskundigenrapport, hij zijn eis heeft gewijzigd in het eerste processtuk na dit deskundigenrapport en Paabumets voldoende gelegenheid heeft gehad daarop te reageren, is deze eisvermeerdering niet in strijd met de goede procesorde.

2.6. De meer subsidiaire vordering van Warzecha na wijziging van zijn eis bij memorie na deskundigenbericht, als weergegeven in 1.6 sub c, strekt volgens de toelichting daarop tot afwijzing van de uitkoopvordering op de voet van artikel 2:201a lid 4 BW in het geval de primaire en subsidiaire vordering niet toewijsbaar zijn. Voor zover Paabumets zich verzet tegen deze wijziging van het petitum, heeft hij daarbij geen belang omdat, zoals hierna zal blijken, dit onderdeel van het gevorderde niet toewijsbaar is.

2.7. Met betrekking tot de intrekking bij pleidooi van de meest subsidiaire vordering van Warzecha, als weergegeven in 1.6 sub e en de (als gevolg van die intrekking) thans meest subsidiaire vordering als weergegeven in 1.6 sub d, oordeelt de Ondernemingskamer als volgt. Na wijziging van eis bij memorie na deskundigenbericht van Warzecha en voorafgaand aan de nadere wijziging van eis bij pleidooi, strekte de meest subsidiaire vordering van Warzecha tot uitkoop van Paabumets tegen een prijs gelijk aan de waardering door de deskundige te weten € 157,94 per aandeel per 5 juli 2016. Warzecha heeft de wijziging van eis bij memorie na deskundigenbericht toegelicht met de stelling dat de wijziging beoogt "de Ondernemingskamer te faciliteren de verschillende [door de deskundige toegepaste] correcties buiten toepassing te laten". In zijn pleitnota heeft Paabumets gesteld dat de

in 1.6 sub e genoemde vordering “uitsluitend is opgenomen om een maximale waardering vast te stellen, voor zover de Ondernemingskamer gemotiveerd heeft geoordeeld dat Warzecha’s minder subsidiaire vorderingen dienen te worden afgewezen” en dat Warzecha bij akte eiswijziging bij pleidooi de in 1.6 sub e genoemde vordering “alsnog laat vallen”.

Pas in reactie op daarop gerichte vragen van de Ondernemingskamer heeft (de advocaat van) Warzecha ter zitting toegelicht dat de in 1.6 sub d weergegeven vordering – in combinatie met de intrekking van de in 1.6 sub e weergegeven vordering – aldus moet worden begrepen:

– De deskundige heeft op de “kale” intrinsieke waarde (ruim € 1 miljoen, zie de tabel aan het slot van het in hierboven in 2.3 opgenomen citaat uit het deskundigenrapport) feitelijk vier correcties toegepast (die hebben geleid tot een *equity value* van € 7,581 miljoen), te weten (I) de verkoopprijs van de dochtermaatschappijen, (II) de lening aan Meriton LLC, (III) de lening aan Warzecha gevolgd door verlaging van de nominale waarde van de aandelen en (IV) een rendement van 5% over de correcties I tot en met III.

– De thans meest subsidiaire vordering betekent dat Warzecha (indien de Ondernemingskamer de hoger gerangschikte vorderingen niet toewijsbaar acht) uitkoop vordert tegen een prijs die correspondeert met toepassing van (ten hoogste) drie van de vier genoemde correcties op de “kale” intrinsieke waarde.

– Indien de Ondernemingskamer alle vier de correcties toepasselijk zou achten, wenst Warzecha dat zijn vordering wordt afgewezen.

Bij de beoordeling van de vraag of de verandering van eis in strijd is met de eisen van de goede procesorde, stelt de Ondernemingskamer voorop dat een eiser in een uitkoopprocedure in beginsel zijn vordering kan beperken door duidelijk te maken dat de vordering slechts strekt tegen uitkoop tegen een bepaalde (maximum) uitkoopprijs, met als gevolg dat indien de Ondernemingskamer oordeelt dat de billijke prijs hoger is dan dat maximum, de uitkoopvordering wordt afgewezen. Kennelijk heeft Warzecha met de verandering van eis – zowel die bij memorie na deskundigenbericht als die bij pleidooi – beoogd een zodanige beperking alsnog aan te brengen. Zijn oorspronkelijke vordering bevatte geen beperkingen op dit punt (aanvankelijk vorderde Warzecha uitkoop tegen een prijs van € 21,15 per aandeel, althans tegen

een zodanige prijs als door de Ondernemingskamer te bepalen) en de eiswijziging bij memorie na deskundigenbericht strekte ertoe de uitkoopprijs te beperken tot € 157,94, conform de waardering door de deskundige.

Nu de verandering van de eis bij pleidooi (a) er kennelijk toe strekt een verdergaande beperking van de maximale uitkoopprijs te bewerkstelligen, (b) Warzecha die eiswijziging pas bij pleidooi heeft kenbaar gemaakt en (c) daaraan geen feiten of omstandigheden ten grondslag liggen die niet reeds ten tijde van de memorie na deskundigenbericht bekend waren, vergt de goede procesorde – en in het bijzonder het belang van Paabumets om adequaat te kunnen reageren op de gewijzigde eis – dat inhoud en strekking van de gewijzigde eis eenduidig zijn. Daaraan voldoet de door Warzecha beoogde verandering van eis bij pleidooi niet. Nog daargelaten dat de formulering van de in 1.6 sub d weergegeven vordering drie (en niet vier) “correcties” noemt, acht de Ondernemingskamer in het bijzonder ontoelaatbaar dat noch uit de tekst van de gewijzigde eis noch uit de daarop gegeven toelichting kenbaar is tot welke maximale uitkoopprijs Warzecha zijn vordering wil beperken.

Slechts aan de hand van de beantwoording door Warzecha van vragen van de Ondernemingskamer ter zitting, zou op basis van gegevens opgenomen in het deskundigenbericht kunnen worden vastgesteld wat de maximale uitkoopprijs is waartoe Warzecha zijn vordering met de in 1.6 sub d weergegeven vordering beoogt te beperken. Zo kan uit het deskundigenbericht worden afgeleid dat van de drie (of vier indien de rendementscomponent als afzonderlijke correctie wordt geteld) correcties de correctie vanwege de aan Warzecha verstrekte lening van € 740.000 gevolgd door de verlaging van de nominale waarde van de aandelen, de correctie is met het kleinste effect. Indien men het bedrag van die correctie van € 1.590.000 (inclusief rendement) op de *equity value* buiten beschouwing laat, resulteert dit in een waardering per aandeel van € 124,81 per aandeel. Een dergelijke berekening heeft Warzecha niet gepresenteerd, laat staan dat van Paabumets ter zitting kon worden verlangd langs deze weg de materiële betekenis van de door Warzecha beoogde verandering van de eis vast te stellen en daarop te reageren. De eiswijziging bij pleidooi is daarom in strijd met de goede procesorde.

2.8. Vanaf de eiswijziging bij memorie na deskundigenbericht vordert Paabumets niet langer het uitvoerbaar bij voorraad verklaren van het te wijzen eindarrest. Dat is een vermindering van de eis als bedoeld in artikel 129 Rv. en dus toelaatbaar.

2.9. De slotsom is dat de Ondernemingskamer de verandering van de eis bij pleidooi buiten beschouwing zal laten wegens strijd met de goede procesorde en dat zij zal beslissen op de vorderingen als geformuleerd bij memorie na deskundigenbericht van Warzecha.

De standpunten van partijen

2.10. Warzecha heeft zich op het standpunt gesteld dat de Ondernemingskamer zou moeten terugkomen van haar oordeel dat het naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is Paabumets te veroordelen tot levering van zijn aandelen aan Warzecha tegen een prijs die in sterke mate is beïnvloed door de benadelende handelingen van Warzecha. Warzecha heeft daartoe kort gezegd aangevoerd dat onduidelijk is op grond waarvan de Ondernemingskamer heeft geoordeeld dat de in 2.1 genoemde transacties onrechtmatig zijn en dat Paabumets dit ook niet heeft gesteld. Het is ook niet aan de Ondernemingskamer om onrechtmatigheid vast te stellen. De in het tussenarrest geformuleerde uitgangspunten voor de waardering hebben geleid tot een waardering die in geen enkele verhouding staat tot de waarde van de aandelen op de peildatum hetgeen in strijd is met het door het EHRM geformuleerde uitgangspunt dat de uitkoopprijs *reasonably related* moet zijn tot de waarde van de aandelen op de peildatum. In het kader van een uitkoopprocedure zou hooguit een vordering van Sirowa op Warzecha als bestuurder kunnen worden betrokken. Die vordering dient echter op nihil te worden gewaardeerd, reeds omdat deze is verjaard, aldus Warzecha.

2.11. Mede in reactie op het deskundigenbericht heeft Warzecha voorts het volgende aangevoerd:

a. De dochtervennootschappen van Sirowa zijn wel degelijk tegen marktwaarde verkocht. De koopprijs is gebaseerd op een waardering door BDO waarop Sirowa en Warzecha mochten afgaan. De deskundige heeft zijn conclusie dat de werkelijke waarde van de dochtervennootschappen hoger was gebaseerd op gegevens die ten tijde van de verkoop niet voorhanden waren.

b. De lening van bijna € 2,2 miljoen aan Meriton LLC (nadien overgedragen aan Marketing Services LLC N.V.) is verstrekt ter vergoeding van marketingkosten die door Marketing Services LLC N.V. voor Sirowa waren gemaakt. Er bestaat geen enkele relatie tussen Warzecha enerzijds en Meriton LLC en Marketing Services LLC N.V. anderzijds.

c. Niet is in te zien waarom de verstrekking door Sirowa van een lening van € 740.000 aan Warzecha en verlaging van de nominale waarde van de aandelen onrechtmatig zou zijn.

d. De deskundige heeft ten onrechte aangenomen dat in de periode van 2004 tot en met 2016 Sirowa jaarlijks een rendement van 5% zou hebben behaald op de bedragen die gemoeid zijn met de door de deskundige toegepaste correcties.

2.12. Paabumets heeft in reactie op het deskundigenbericht kort gezegd het volgende aangevoerd:

a. De deskundige is ten onrechte uitgegaan van de situatie dat de verkoop van de dochtervennootschappen wel zou hebben plaatsgevonden, maar dan tegen marktwaarde, terwijl de deskundige had moeten uitgaan van de situatie dat de dochtervennootschappen in het geheel niet verkocht zouden zijn.

b. De deskundige is ten onrechte voorbijgegaan aan de omstandigheid dat, vanwege de indertijd in de Baltische staten geldende prijsregulatie, een deel van het resultaat van de dochtervennootschappen is gealloceerd bij andere (deels aan dezelfde aandeelhouders gelieerde) vennootschappen, waaronder Pharmaceutical Marketing Services Holding B.V.

c. Het door de deskundige gehanteerde rentepercentage voor de lening aan Meriton LLC van bijna € 2,2 miljoen is te laag en de gehanteerde ingangsdatum van de lening is ook niet juist; dat had 1 januari 2002, althans 15 januari 2004 moeten zijn.

2.13. Paabumets heeft voorts de hierboven weergegeven standpunten van Warzecha bestreden. In dat kader heeft Paabumets onder meer aangevoerd dat het door Warzecha genoemde rapport van BDO berust op onjuiste gegevens die door Warzecha waren verstrekt, dat uit een uittreksel van de Kamer van Koophandel te Curaçao blijkt dat Warzecha vanaf 15 juli 2000 bestuurder was van Marketing Services LLC N.V. en dat Warzecha zich als eiser niet kan beroepen op de afwijzingsgrond als genoemd in artikel 2:201a lid 4 BW.

De verdere beoordeling

2.14. Anders dan Paabumets heeft aangevoerd (zie 1.7) is het niet ontoelaatbaar dat Warzecha zich in zijn memorie na deskundigenbericht op het standpunt heeft gesteld dat de Ondernemingskamer terug zou moeten komen van haar beoordeling in het tussenarrest. Paabumets heeft op dat betoog ook voldoende kunnen reageren, zowel in zijn daaropvolgende antwoordakte, als bij pleidooi.

2.15. Het oordeel in het tussenarrest dat het naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is Paabumets te veroordelen tot levering van zijn aandelen aan Warzecha tegen een prijs die in sterke mate is beïnvloed door de benadelende handelingen van Warzecha, is een bindende eindbeslissing. De Ondernemingskamer ziet geen aanleiding daarvan terug te komen; het oordeel berust niet op een onjuiste juridische of feitelijke grondslag (vgl. HR 25 april 2008, ECLI:NL:HR:2008:BC2800). De Ondernemingskamer overweegt daartoe als volgt.

2.16. De Ondernemingskamer stelt voorop dat, toegesneden op het onderhavige geval, bij de vaststelling van de uitkoopprijs als uitgangspunt geldt dat Paabumets recht heeft op een reële en redelijke vergoeding voor zijn aandelen, die op grond van artikel 1 Eerste Protocol EVRM “reasonably related to its value” moet zijn en in de woorden van artikel 2:359c BW “billijk”, waarmee geen andere maatstaf wordt beoogd dan die van artikel 2:201a BW. Deze maatstaf vergt in het onderhavige geval, 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. Warzecha miskent dat de formulering “reasonably related to its value” daaraan niet aan in de weg staat en dat die formulering strekt tot bescherming van het eigendomsrecht van de uit te kopen minderheidsaandeelhouder en er niet toe strekt te voorkomen dat de uitkoper “te veel” zou moeten betalen.

2.17. 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 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.

2.18. In het onderhavige geval acht de Ondernemingskamer het passend om bij het bepalen van de uitkoopprijs te voorkomen dat de prijs waartegen Paabumets gehouden is zijn aandelen over te dragen in overwegende mate wordt bepaald door de genoemde handelingen van Warzecha die hemzelf hebben bevoordeeld en Paabumets als minderheidsaandeelhouder hebben benadeeld. Daaruit volgt dat de stelling van Warzecha dat een vordering tot schadevergoeding van Sirowa of Paabumets op Warzecha inmiddels is verjaard, niet ter zake dienend is, nog daargelaten dat de Ondernemingskamer in het tussenarrest reeds overwoog dat de deskundige dient te abstraheren van de omstandigheid dat Sirowa geen vorderingen tegen Warzecha heeft ingesteld of zal instellen.

2.19. De wijze waarop de Ondernemingskamer bij de vaststelling van de billijke uitkoopprijs rekening houdt met de benadelende handelingen, strekt niet tot (volledige) vergoeding van mogelijk door Paabumets geleden schade als gevolg van de benadelende handelingen. De Ondernemingskamer beoogt slechts bij de vaststelling van de uitkoopprijs die benadelende handelingen in zodanige mate te betrekken dat de uitkoopprijs redelijk is.

2.20. Tegen deze achtergrond zal de Ondernemingskamer hieronder de door de deskundige in aanmerking genomen correcties op de intrinsieke waarde en de daartegen door partijen geuite bezwaren bespreken. Uitgangspunt is dat, zoals de deskundige onbestreden in zijn rapport heeft vermeld, Sirowa op de peildatum (5 juli 2016) nog slechts een inactieve holding maatschappij was nu haar dochtervennootschappen waarin de onderneming werd gedreven reeds voordien waren verkocht. De Ondernemingskamer deelt de opvat-

ting van de deskundige dat daarmee strookt dat de aandelen worden gewaardeerd op basis van hun intrinsieke waarde.

De correctie vanwege de verkoop van de dochtermaatschappijen

2.21. Anders dan Paabumets heeft aangevoerd (zie 2.12 sub a) liet de formulering van het tussenarrest van 5 juli 2016 aan de deskundige de ruimte om bij toepassing van deze correctie tot uitgangspunt te nemen dat de dochtermaatschappijen zouden zijn verkocht tegen een marktconforme prijs in plaats van de daadwerkelijke prijs. Bij de begroting van schade geldt als algemeen uitgangspunt dat een vergelijking moet worden gemaakt tussen de feitelijke situatie en de situatie zoals deze zou hebben bestaan indien het schade-toebrengende feit zich niet zou hebben voorgedaan. Het schadetoebrengende feit is hier niet de verkoop van de dochtermaatschappijen op zichzelf, maar de verkoop van de dochtermaatschappijen tegen een te lage prijs. Het door de deskundige gekozen uitgangspunt – vaststelling van de waarde van Sirowa op de peildatum indien de dochtermaatschappijen tegen een juiste prijs zouden zijn verkocht – is daarmee in lijn en de Ondernemingskamer zal de deskundige daarin volgen.

2.22. Naar aanleiding van de stelling van Warzecha dat de prijs waartegen de dochtervennootschappen zijn verkocht niet te laag was, althans dat hij indertijd mocht afgaan op het waardering van BDO (zie 2.11 sub a), overweegt de Ondernemingskamer als volgt. De deskundige heeft in zijn rapport aan de hand van drie verschillende waarderingmethoden de marktwaarde van de drie dochtervennootschappen per 13 november 2004 (de datum waarop de dochtervennootschappen zijn verkocht) gewaardeerd op € 5.790.000. In werkelijkheid zijn de dochtervennootschappen voor een prijs van € 4.152.844 verkocht aan een aan Warzecha zelf gelieerde vennootschap. Met betrekking tot deze verkoopprijs en het rapport van BDO houdt het deskundigenrapport het volgende in (paragraaf 2.4):

“We have requested Warzecha to substantiate the selling price for the three subsidiaries. We received a BDO-appraisal report in this regard. BDO performed a valuation as per 1 April 2004. (...) The valuation range as reported by BDO for the total of the three subsidiaries is € 3,950,000 to

€ 5,200,000 (midpoint: € 4,575,000). This is higher than the selling price of € 4,153,000.

It should be noted that the BDO analysis was based on 2003 sales. We will use the actual sales for 2004 (as a proxy for the sales estimate for 2004) because the date of the transaction was 13 November 2004. Furthermore in our view the ‘adjustment of balance liabilities due to negative market value’ of € 989K is incorrect. The book value of equity of AS Sirowa Riga as per 31 December 2004 was € 1,460,000 (1,026,000 LVL), based on audited financial statements by BDO. Total assets amounted to € 7,198,000, resulting in a solvency of approximately 20%. We see no reason for a negative adjustment.”

De deskundige heeft aldus toereikend toegelicht dat en waarom de dochtervennootschappen voor een te laag bedrag zijn verkocht en waarom het rapport van BDO niet tot een ander oordeel leidt. De Ondernemingskamer acht dat oordeel van de deskundige juist. Gelet op het tijdstip waarop de dochtervennootschappen zijn verkocht (13 november 2004) heeft de deskundige terecht de werkelijke verkoopcijfers over 2004 aan de waardering ten grondslag heeft gelegd en niet (zoals in het rapport van BDO) de verkoopcijfers over 2003.

2.23. Paabumets heeft gesteld (zie 2.12 sub b) dat de deskundige de waarde van de dochtervennootschappen te laag heeft gewaardeerd omdat hij ten onrechte voorbij is gegaan aan de omstandigheid dat een deel van het resultaat van de dochtervennootschappen is gealloceerd bij andere (deels aan dezelfde aandeelhouders gelieerde) vennootschappen, waaronder Pharmaceutical Marketing Services Holding B.V. (hierna: PMS).

Bijlage 14 bij het deskundigenrapport, waarin het commentaar van partijen op het conceptrapport en de reactie daarop van de deskundige zijn opgenomen, houdt daarover het volgende in:

“As explained to us by Paabumets, the pharmaceutical market in the Baltic states is a regulated market. As a result, Sirowa had to deal with legally established ‘allowed mark-ups’, which basically means that the margins were limited by the State. To our understanding, to generate a higher margin, the company created a business structure with Pharmaceutical Marketing Services Holding B.V. (PMS). In that structure Sirowa paid higher purchase-prices to their suppliers, but simultaneously invoiced marketing services to the suppliers through PMS. Since PMS has the same sharehol-

ders as Sirowa, the combined margin of both entities was higher than the margin realized by Sirowa. According to Paabumets, due to this structure the financial statements of Sirowa do not provide a true reflection of the company's profitability. However, referring to the comments made by Warzecha, the investigation focuses on Sirowa and not PMS. PMS is a separate entity, in which Paabumets is a 5% shareholder as well."

Uit het deskundigenrapport blijkt voorts dat de deskundige aanvankelijk aan Warzecha informatie heeft opgevraagd over PMS, maar dat Warzecha die informatie heeft geweigerd te verstrekken omdat deze niet relevant zou zijn.

Hoewel de indertijd bestaande financiële verhoudingen tussen Sirowa enerzijds en PMS (en mogelijk andere vennootschappen) anderzijds, mogelijk nader inzicht zouden kunnen bieden in de waarde van de dochtervennootschappen, ziet de Ondernemingskamer onvoldoende aanleiding voor nader onderzoek op dit punt omdat, zoals hierboven al overwogen, de onderhavige procedure gericht is op vaststelling van een billijke uitkoop prijs en niet op volledige schadeloosstelling van Paabumets. Daarbij speelt een rol dat de aandelenverhoudingen in Sirowa en PMS indertijd dezelfde waren.

2.24. De conclusie uit het bovenstaande is dat de Ondernemingskamer de deskundige zal volgen in zijn correctie met betrekking tot de verkoop van de dochtermaatschappijen, voor zover deze inhoudt dat de prijs waartegen deze heeft plaatsgevonden € 1.637.156 lager is dan de marktwaarde ten tijde van de transactie.

De correctie vanwege de lening van bijna € 2,2 miljoen aan Meriton LLC

2.25. De deskundige heeft, zo blijkt uit paragraaf 3.3.2 van het deskundigenrapport (hierboven in 2.3 geciteerd), bij de waardering van de aandelen in Sirowa verondersteld dat Sirowa de lening aan Meriton LLC niet zou hebben verstrekt en in plaats daarvan een rendement zou hebben gemaakt op hetzelfde bedrag aan liquiditeiten vanaf 2 januari 2004 tot 5 juli 2016, de peildatum van de waardering. De Ondernemingskamer acht dit een juiste wijze om te voorkomen dat de benadeling als gevolg van de lening ten onrechte medebepalend zou zijn voor de uitkoop prijs. Mede gelet op hetgeen reeds in het tussenarrest is overwogen over het onzakelijke karakter van deze lening, ziet

de Ondernemingskamer in de nadien ingenomen stellingen van partijen geen aanleiding om van dat oordeel terug te komen.

2.26. De stelling van Warzecha dat Sirowa deze lening heeft verstrekt ter vergoeding van marketingkosten die door Marketing Services LLC N.V. voor Sirowa waren gemaakt (zie 2.11 sub b) is door hem op geen enkele wijze aannemelijk gemaakt en is ook overigens geen begrijpelijke verklaring; kosten worden immers vergoed door betaling daarvan en niet door het verstrekken van een lening. De Ondernemingskamer gaat daarom aan dit betoog voorbij.

2.27. Ten overvloede overweegt de Ondernemingskamer nog het volgende. Voordat Paabumets onder overlegging van een uittreksel uit de Kamer van Koophandel te Curaçao had gesteld dat Warzecha vanaf 15 juli 2000 bestuurder was van Marketing Services LLC N.V., had Warzecha gesteld dat hij op geen enkele wijze gelieerd was aan Meriton LLC en Marketing Services LLC N.V. Bij pleidooi heeft Warzecha die juistheid van dit uittreksel niet bestreden en gezwegen over zijn eerdere standpunt dat hij niet gelieerd is aan Marketing Services LLC N.V. Warzecha heeft in geen enkel stadium van de procedure die stelling toegelicht door vermelding van de (uiteindelijk) aandeelhouders en bestuurders van Meriton LLC en Marketing Services LLC N.V.

2.28. Het betoog van Paabumets dat het door de deskundige gehanteerde rentepercentage voor de lening aan Meriton LLC van bijna € 2,2 miljoen te laag is (zie 2.12 sub c), berust op een onjuiste lezing van het deskundigenrapport. De deskundige heeft geen oordeel gegeven over de vraag wat een zakelijke rente zou zijn bij het verstrekken van een (ongesecureerde) geldlening van deze omvang aan een partij als Meriton LLC; de deskundige heeft in plaats daarvan verondersteld dat Sirowa geen lening aan Meriton LLC zou hebben verstrekt en in plaats daarvan op andere wijze rendement zou hebben gemaakt met het desbetreffende bedrag.

2.29. De Ondernemingskamer volgt Paabumets evenmin in zijn standpunt dat de deskundige had moeten aannemen dat de lening aan Meriton LLC op een eerder tijdstip dan 2 januari 2004 zou zijn verstrekt. Uit hetgeen Paabumets in dat kader heeft aangevoerd (ook opgenomen in zijn reactie op de conceptrapportage van de deskundige en als bijlage 10 bij het deskundigenrapport gevoegd) kan niet met enige mate van zekerheid worden

vastgesteld dat de lening op een eerder tijdstip was verstrekt, terwijl de door de deskundige tot uitgangspunt genomen datum vrijwel samenvalt met de datum van 15 januari 2004 die in het door Warzecha overgelegde rapport van Adtractum als ingangsdatum van de lening wordt genoemd (zie ook r.o. 3.10 van het tussenarrest).

2.30. De conclusie uit het bovenstaande is dat de Ondernemingskamer de deskundige zal volgen in zijn correctie met betrekking tot de aan Meriton LLC verstrekte lening van bijna € 2,2 miljoen, voor zover deze correctie inhoudt dat bij de waardering van de aandelen in Sirowa deze lening zal wordt weggedacht.

De correctie vanwege de lening aan Warzecha en de verlaging van de nominale waarde van de aandelen

2.31. Uit het in zoverre niet bestreden deskundigenbericht blijkt (zie paragraaf 3.3.3, hierboven in 2.3 geciteerd) dat de verlaging van de nominale waarde van de aandelen per 5 februari 2007 (in het deskundigenrapport staat ten onrechte 28 augustus 2007) heeft geresulteerd in betalingsverplichtingen van Sirowa aan Warzecha van € 999.136 en aan Paabumets van € 58.771 en dat die betalingsverplichting aan Warzecha nadien – kennelijk op 28 augustus 2007 – vrijwel volledig (behoudens een bedrag van € 752) is voldaan en wel door verrekening van hetgeen Warzecha aan Sirowa verschuldigd was, waaronder € 817.336 aan hoofdsom en rente uit hoofde van de op 1 oktober 2004 door Sirowa aan Warzecha verstrekte geldlening van € 740.000.

2.32. Paabumets daarentegen heeft het aan hem toekomende bedrag uit hoofde van de verlaging van de nominale waarde niet ontvangen; Warzecha heeft op 8 oktober 2007 aan Paabumets medegedeeld dat Sirowa niet in staat is het aan hem toekomende bedrag van € 58.771 te voldoen (zie tussenarrest 2.8). In het tussenarrest (3.12) overwoog de Ondernemingskamer al dat Warzecha geen plausibel motief heeft genoemd voor de verlaging van de nominale waarde van de aandelen. Dat heeft Warzecha ook na het tussenarrest niet gedaan; de blote stelling dat Sirowa als inactieve holdingvennootschap geen reden had kapitaal vast te houden, snijdt geen hout omdat Sirowa nu juist niet bij machte was om aan alle aandeelhouders het desbetreffende kapitaal terug te betalen. Terzijde merkt de Ondernemingskamer nog op dat de aanvankelijke stelling van Warzecha

dat alle aandeelhouders hebben ingestemd met de verlaging van de nominale waarde – waarover in het tussenarrest (3.12) al werd geconstateerd dat de juistheid daarvan niet uit de overgelegde stukken blijkt – kennelijk onjuist is, afgaande op de nadien door Warzecha overgelegde akte van statutenwijziging van 5 februari 2007, waarin staat dat het desbetreffende besluit is genomen met de statutair vereiste meerderheid van stemmen en dus kennelijk niet met algemene stemmen.

2.33. Kortom: de nominale waarde van de aandelen is verlaagd zonder dat Sirowa beschikte over de financiële middelen om de daaruit voortvloeiende betalingsverplichting aan alle aandeelhouders te voldoen en de betalingsverplichting aan Warzecha is wel (vrijwel volledig) voldaan (door verrekening), terwijl Paabumets onbetaald is gebleven. Het is naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar om deze bevoordeling van Warzecha en benadeling van Paabumets bij de vaststelling van de billijke uitkoop prijs buiten beschouwing te laten. Daaraan doet niet af de bij memorie na deskundigenbericht door Warzecha betrokken stelling dat de voorwaarden waaronder Sirowa aan hem te geldlening van € 740.000 had verstrekt gebruikelijk waren.

Het door de deskundige veronderstelde rendement

2.34. De deskundige heeft, zo blijkt uit de hierboven in 2.3 geciteerde paragraaf 3.4 van zijn rapport, de hoofdsommen van de drie hierboven besproken correcties verhoogd met een (fictief) rendement van 5% per jaar, telkens vanaf de voor elk van de drie correcties toepasselijke startdatum tot de peildatum. De deskundige heeft dit percentage gekwalificeerd als “fair return on financial assets” en een parallel getrokken met de tussen Sirowa en Warzecha overeengekomen rente van 5% bij de lening van € 740.000.

2.35. Warzecha acht dit veronderstelde rendement van 5% per jaar te hoog, gegeven het feit dat Sirowa slechts een lege holdingvennootschap is. De keuze voor dit percentage komt erop neer dat het volledige ondernemersrisico over een periode 2004 tot en met 2016 voor rekening van Warzecha komt. Gegeven de feitelijke rentestanden is in het desbetreffende tijdvak niet aannemelijk dat Sirowa daadwerkelijk een zodanig rendement zou hebben behaald op overtollige liquiditeiten.

2.36. Mede in het licht van de beperkte toelichting van de deskundige op het door hem gekozen percentage, oordeelt de Ondernemingskamer

conform het standpunt van Warzecha dat dit percentage te hoog is. De Ondernemingskamer acht niet aannemelijk dat gedurende de gehele periode van 2004 tot de peildatum jaarlijks een risicovrij rendement behaald had kunnen worden van 5%. De Ondernemingskamer zal in plaats van dit percentage een verondersteld rendement hanteren gelijk aan de wettelijke rente, omdat zij dit realistischer acht en dit beter aansluit bij de algemene rendementsontwikkeling in de periode 2004-2016.

2.37. De wettelijke rente bedroeg met ingang van 1 januari 2004 5%, met ingang van 1 februari 2004 4%, met ingang van 1 januari 2007 6%, met ingang van 1 juli 2009 4%, met ingang van 1 januari 2010 3%, met ingang van 1 juli 2011 4%, met ingang van 1 juli 2012 3% en met ingang van 1 januari 2015 2%. Herberekening van de drie eerder genoemde correcties op basis van de wettelijke rente leidt tot het volgende (in vergelijking met de in paragraaf 3.4 van het deskundigenbericht weergegeven tabel), alle bedragen in euro's x 1.000:

Book value of equity Sirowa as per 31 December 2015 1,006

Estimated loss 1 January 2016-5 July 2016 (6)

Correction I (selling price subsidiaries) 2,324

Correction II (loan to Meriton LLC) 2,035

Correction III (share capital denomination) 1,462

Equity value of Sirowa as per 5 July 2016 6,821

Number of shares 48,000

Value per share (x € 1) 142,10

2.38. Het bovenstaande volgt dat de Ondernemingskamer een uitkoop prijs van € 142,10 per 5 juli 2016 juist acht.

Artikel 2:201a lid 4 BW

2.39. Warzecha heeft zijn hierboven in 1.6 sub c weergegeven meer subsidiaire vordering toegelicht met de stelling dat Warzecha ernstige stoffelijke schade zou lijden (als bedoeld in artikel 2:201a lid 4 BW) indien bij vaststelling van de uitkoop prijs rekening wordt gehouden met de hierboven besproken correcties. Deze vordering en deze stelling stranden reeds op het feit dat artikel 2:201a lid 4 BW slechts betrekking heeft op het geval een gedaagde minderheidsaandeelhouder ernstige stoffelijke schade zou lijden door de overdracht ondanks de vergoeding in de vorm van de uitkoop prijs. Aan Warzecha als uitkoper komt dus geen beroep op deze bepaling toe.

Slotsom en kosten

2.40. Uit hetgeen hierboven is overwogen volgt dat de hierboven in 1.6 sub a tot en met d weergegeven vorderingen niet toewijsbaar zijn en dat de Ondernemingskamer de uitkoopvordering zal toewijzen met vaststelling van de uitkoop prijs op € 142,10 per aandeel per 5 juli 2016, zoals hieronder in het dictum weergegeven.

2.41. De Ondernemingskamer ziet geen aanleiding Warzecha of Paabumets nader bewijs op te dragen nu zij geen voldoende gemotiveerde stellingen hebben ingenomen die – indien juist – kunnen leiden tot een andere beslissing.

2.42. De kosten van het deskundigenbericht bedragen volgens de opgave van de deskundige € 45.707,50 (exclusief btw). De Ondernemingskamer heeft partijen in de gelegenheid gesteld zich daarover uit te laten, waarvan partijen geen gebruik hebben gemaakt. De Ondernemingskamer zal de kosten daarom vaststellen op € 45.707,50 (exclusief btw) en bepalen dat deze kosten voor rekening komen van Warzecha.

2.43. In aanmerking genomen dat het geschil tussen partijen in het bijzonder betrekking had op de hoogte van de uitkoop prijs, is Warzecha de in overwegende mate in het ongelijk gestelde partij. De Ondernemingskamer zal hem daarom veroordelen in de proceskosten. Anders dan door Paabumets nog bepleit, ziet de Ondernemingskamer geen aanleiding daarbij af te wijken van het liquidatietarief. In het tussenarrest van 23 december 2014 heeft de Ondernemingskamer een door Paabumets opgeworpen bevoegdheidsincident verworpen en de beslissing over de proceskosten in het incident aangehouden. De Ondernemingskamer zal Paabumets veroordelen in proceskosten in het incident.

2.44. Na de eiswijziging bij memorie na deskundigenbericht vordert Warzecha uitdrukkelijk niet langer uitvoerbaarverklaring bij voorraad van het te wijzen eindarrest. Bij conclusie van antwoord heeft Paabumets gevorderd een proceskostenveroordeling ten laste van Warzecha uitvoerbaar bij voorraad te verklaren. Bij pleidooi heeft Paabumets, in reactie op de eiswijziging van Warzecha, verzocht het te wijzen eindarrest (geheel) uitvoerbaar bij voorraad te verklaren.

2.45. Gelet op de omstandigheid dat de uitkoopvordering, conform het bepaalde in artikel 2:201a lid 6 BW ook strekt tot veroordeling van Warzecha zelf (te weten tot betaling van de vastgestelde prijs met rente) heeft Paabumets recht en be-

lang bij uitvoerbaarverklaring bij voorraad. Warzecha heeft gemotiveerd gesteld dat Paabumets geen verhaal biedt en dat hij dus een aanmerkelijk en concreet restituerisico loopt indien het eindarrest in cassatie zou worden vernietigd. Paabumets heeft daartegenover slechts gesteld dat hij “niet zijn hele vermogen ondergebracht heeft bij zijn echtgenote”. De Ondernemingskamer acht het door Warzecha gestelde restituerisico aanneemelijk en zal daarom op de voet van artikel 233 lid 3 Rv. aan de uitvoerbaarverklaring bij voorraad de voorwaarde verbinden dat Paabumets zekerheid stelt. Gelet op het aantal door Paabumets gehouden aandelen, te weten 2.400, en de uitkoopprijs, te weten € 142,10 per aandeel te vermeerderen met de wettelijke rente vanaf 5 juli 2016, zal de Ondernemingskamer het bedrag van de zekerheidstelling bepalen op € 360.000.

3. De beslissing

De Ondernemingskamer:

veroordeelt Paabumets het onbezwaarde recht op de door hem gehouden aandelen het geplaatste kapitaal van de besloten vennootschap Sirowa International Holding B.V. aan Warzecha over te dragen;

stelt de prijs van de over te dragen aandelen vast per 5 juli 2016 en wel op € 142,10 per aandeel; bepaalt dat die prijs, zolang en voor zover deze niet is betaald, wordt verhoogd met de wettelijke rente vanaf 5 juli 2016 tot de dag van de overdracht of de dag van consignatie van de prijs met rente overeenkomstig artikel 2:201a BW;

bepaalt dat uitkeringen, in laatstbedoeld tijdvak op de gewone aandelen betaalbaar gesteld, tot gedeeltelijke betaling van de prijs op de dag van betaalbaarstelling strekken;

veroordeelt Warzecha de vastgestelde prijs, met rente zoals vermeld, te betalen aan Paabumets tegen levering van het onbezwaarde recht op de aandelen;

stelt de kosten van het deskundigenbericht vast op € 45.707,50 (exclusief btw) en bepaalt dat deze kosten ten laste komen van Warzecha;

veroordeelt Warzecha in de kosten van de procedure (hoofdzaak (...; *red.*);

veroordeelt Paabumets in de kosten van het bevoegdheidsincident (...; *red.*);

verklaart dit arrest uitvoerbaar bij voorraad onder de voorwaarde dat Paabumets zekerheid stelt voor een bedrag van € 360.000;

wijst af hetgeen meer of anders is gevorderd.

NOOT

1. *Inleiding.* De uitkoopprocedures in Xeikon en Sirowa zijn tamelijk spectaculair te noemen. In beide zaken speelt het volgende probleem, of, in de woorden van de OK, het volgende dilemma: hoe om te gaan met de vorderingen van de vennootschap op derden bij het bepalen van de uitkoopprijs?

2. In beide zaken had de OK al bij tussenarrest geoordeeld dat deze vorderingen bij de vaststelling van de uitkoopprijs van belang zijn of kunnen zijn (zie «JOR» 2016/270, m.nt. Josephus Jitta en «JOR» 2016/271, m.nt. Salemink). In de thans te bespreken arresten bevestigt zij dat de vorderingen op derden (denk aan bestuurders, commissarissen en/of aandeelhouders) betrokken kunnen worden in de uitkoopprijs. Het opvallende en vernieuwende aspect in beide zaken is dat de OK aansluit bij de geschillenregeling en in het bijzonder bij de ratio van de billijke verhoging als bedoeld in art. 2:343 lid 4 BW.

3. *Feiten en procesverloop Sirowa.* In de procedure omtrent Sirowa is sprake van een bestuurder en tevens meerderheidsaandeelhouder (Warzecha) die zichzelf heeft bevoordeeld ten koste van de minderheidsaandeelhouder (Paabumets) door uitholling van het vermogen van de vennootschap. In de door Warzecha gestarte uitkoopprocedure gelast de OK uiteindelijk een deskundigenonderzoek. Zij overweegt daarbij dat, vanwege de bijzondere omstandigheid dat Warzecha zich als bestuurder/meerderheidsaandeelhouder heeft bevoordeeld ten koste van de vennootschap en de minderheidsaandeelhouder, het naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn indien Paabumets zou worden veroordeeld tot levering van zijn aandelen tegen een prijs die uitgaat van een waardering die in sterke mate is beïnvloed door die benadelende handelingen van Warzecha. De deskundige moest daarom kortweg waarden alsof de negatieve handelingen van de bestuurder/meerderheidsaandeelhouder niet hadden plaatsgevonden. In zijn deskundigenbericht waardeert de deskundige de aandelen Sirowa op € 157,94 per aandeel (in vergelijking: de gevorderde prijs was € 21,15). De OK stelt de prijs uiteindelijk vast op € 142,10 per aandeel.

4. *Feiten en procesverloop Xeikon*. In Xeikon lopen een enquêteprocedure en de uitkoopprocedure door elkaar. De gedaagde minderheidsaandeelhouder in de uitkoopprocedure is tevens verzoeker in de enquêteprocedure. Bij tussenarrest van 28 juni 2016 houdt de OK de uitkoopprocedure aan, tot in ieder geval het onderzoeksverslag in de enquêteprocedure is gedeponereerd. In het tussenarrest van 21 februari 2017 overweegt de OK dat, hoewel de uitkoop- en enquêteprocedure verschillend van aard zijn, de onderliggende kwesties een grote mate van overlap hebben waardoor zij voldoende reden ziet om het verloop van de procedures op elkaar af stemmen. De OK houdt daarom iedere beslissing in de uitkoopprocedure aan totdat beslist wordt op het wanbeleid-verzoek. Bij beschikking van 6 februari 2018 («JOR» 2018/94, m.nt. Josephus Jitta) stelt de OK uiteindelijk wanbeleid vast, zij acht enkele bestuurders en commissarissen van Xeikon verantwoordelijk voor dat wanbeleid.

5. In de uitkoopprocedure beveelt de OK een onderzoek naar de waarde van de aandelen. De OK geeft de te benoemen deskundige een duidelijke opdracht mee: *“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”* (r.o. 2.28 Xeikon).

6. *Uitkoopprijs, afgeleide schade en billijke verhoging*. De centrale vraag in beide zaken is of en op welke wijze de OK bij het vaststellen van de uitkoopprijs rekening moet houden met vorderingen op derden en daarmee samenhangend met de mogelijke (afgeleide) schade geleden door de uit te kopen minderheidsaandeelhouders. Enerzijds is de uitkoopprocedure niet de procedure waarin aansprakelijkheid (tegenover de vennootschap) vastgesteld moet of kan worden, anderzijds hebben minderheidsaandeelhouders recht op een reële en redelijke vergoeding, die lastig los te zien is van deze vorderingen of benadelende handelingen zoals in Sirowa. De OK onderkent dit dilemma duidelijk. Zij licht het mooi toe in het Xeikon-arrest: *“(…) 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 degenen die de schade hebben toegebracht en van de omvang van de schade het bestek van de uitkoopprocedure te buiten” (r.o. 2.21 Xeikon).

7. In beide zaken betreft de OK de vorderingen op derden maar volgt zij verschillende routes. In Xeikon schat zij dat de desbetreffende vorderingen op derden die tot het vermogen van Xeikon behoorden ten minste een waarde van € 30 miljoen hebben en oordeelt zij dat de te benoemen deskundige deze waarde moet meenemen bij zijn waardering. In Sirowa dient de deskundige niet zozeer de vorderingen van de vennootschap op derden te waarderen, maar moet in zijn rapport het nadelig handelen van de grootaandeelhouder/bestuurder ten opzichte van de vennootschap Sirowa worden “weggedacht”.

8. De OK trekt zowel in Xeikon als in Sirowa een parallel met de ratio van de billijke verhoging in de geschillenregeling als bedoeld in art. 2:343 lid 4 BW. In geval van een vordering tot uittreding kan een billijke verhoging van de uittredingsprijs 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 (r.o. 2.22 Xeikon en, identiek, r.o. 2.17 Sirowa). De toepassing van het leerstuk van de billijke verhoging in de uitkoopprocedure is nieuw en creatief.

9. In de literatuur is de nodige kritiek geuit op de billijke verhoging van art. 2:343 lid 4 BW (zie o.a. C.D.J. Bulten, *De geschillenregeling ten gronde* (diss.), Deventer: Kluwer 2011, p. 335; en J.H.M. Willems in *De nieuwe geschillenregeling*, Deventer: Kluwer 2011, p. 166). De critici vinden dat het meer voor de hand ligt dat aansluiting wordt gezocht bij de het leerstuk van afgeleide schade (zie HR 2 december 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1564, NJ 1995/288 (Poot/ABP) en recent HR 12 oktober 2018,

ECLI:NL:HR:2018:1899, JOR 2019/30, m.nt. De Bie Leuveling Tjeenk (*Potplantenkwekerij*). Voor afgeleide schade en toekenning daarvan heeft de Hoge Raad zorgvuldig enkele regels geformuleerd. Een dergelijk toetsingskader ontbreekt bij de toepassing van de billijke verhoging. Ook de eisen voor het toekennen van afgeleide schade zijn hoger dan die voor het toekennen van een billijke verhoging op grond van art. 2:343 lid 4 BW. Zo valt te denken aan de eisen van toerekenbaarheid en causaliteit en dat er sprake moet zijn van een schending van een specifieke zorgvuldigheidsnorm jegens de aandeelhouder. De OK vermijdt de discussie over toepassing van deze voorwaarden door de parallelle toepassing van de billijke verhoging in de uitkoopprocedure.

10. De wijze waarop de OK in *Xeikon* tot de schatting van de vorderingen van € 30 miljoen komt, is mijns inziens wel erg "losjes". De OK stelt – op basis van haar eigen oordeel "wanbeleid" – vast dat *Xeikon* € 42 miljoen heeft verloren en houdt voorts (terecht) rekening met kosten, procesrisico's en verhaalbaarheid (r.o. 2.27 *Xeikon*). Zij komt aldus uit op een geschatte waarde van (ten minste) € 30 miljoen. Hoe de OK nu precies op dit bedrag uitkomt, blijft onduidelijk. Enige substantiëring was naar mijn mening op zijn plaats geweest. Gelet op de omstandigheid dat een dergelijke schatting maar in één feitelijke aanleg aan de orde komt en voor casuïstiek vermoedelijk te feitelijk van aard is, mag een deugdelijke en begrijpelijke onderbouwing van de schatting worden verwacht.

11. *Samenloop enquête- en uitkoopprocedure*. De OK trekt de enquête- en uitkoopprocedure samen. Beide procedures behoren weliswaar tot de exclusieve bevoegdheid van de OK, maar hebben elk een geheel ander doel, andere waarborgen en andere betrokkenen (zie in dit kader r.o. 2.20 *Xeikon* en r.o. 2.17 *Sirowa*). De OK had al eerder in haar tussenarrest van 21 februari 2017 overwogen dat de onderliggende kwesties die aan de orde zijn in beide procedures een dermate grote mate van overlap vertonen dat de uitkomst van de enquêteprocedure van belang zou zijn voor de uitkoopprocedure en voor de daarin door de te benoemen deskundige. Ook de nadelige gedragingen van de bestuurder/groootaandeelhouder en de klachten daarover van de minderheidsaandeelhouder worden bij de vaststelling van de uitkoopprijs betrokken.

Dit om te voorkomen dat de minderheidsaandeelhouder wordt gedwongen zijn aandelen te leveren tegen een prijs die in overwegende mate bepaald wordt door de benadelende handelingen van de bestuurder en tevens meerheidsaandeelhouder van *Sirowa*, aldus de OK. 12. Beide arresten zetten dus de deur open voor minderheidsaandeelhouders in een uitkoopprocedure om – via de band van de billijke prijsverhoging – aanspraak te maken op de facto (afgeleide) schade. Dit is een aantrekkelijke optie voor minderheidsaandeelhouders om zo in een uitkoopprocedure ook klachten over de uitkoper die wellicht ook bestuurder is aan te voeren om zo een hogere uitkoopprijs te bewerkstelligen, zonder dat daar een aparte procedure voor nodig is waarin de minderheidsaandeelhouder wellicht haar vorderingen ziet stranden op het leerstuk van afgeleide schade of andere hordes zoals verjaringskwesties en causaliteit. Uiteraard moet de minderheidsaandeelhouder dan wel wachten op een uitkoopprocedure, tenzij er sprake zou zijn van een openbaar bod en de aandeelhouder op basis van art. 2:359d BW zelf een uitkoop kan afdwingen (zie eerder mijn noot in *Ondernemingsrecht* 2017/30).

13. *Alternatieve route*. De OK had er ook voor kunnen kiezen om de minderheidsaandeelhouders – na voltooiing van de uitkoopprocedure – een aparte schadevergoedingsprocedure te laten starten. Denk aan een schadevergoedingsvordering op grond van onrechtmatige daad tegen de (voormalige) bestuurders, commissarissen, of groootaandeelhouder of bijvoorbeeld een vordering op grond van ongerechtvaardigde verrijking door de uitkoper. De schadevergoeding wordt zelfstandig vastgesteld door de bevoegde rechter (in twee feitelijke instanties), waarbij deze uitvoerig stil kan staan bij complexe vragen over causaliteit (zie in dit kader ook r.o. 2.20 *Xeikon*). Voor de uitkoper is een bijkomend voordeel dat hij sneller 100% van de aandelen verwerft en "door" kan met de onderneming; over mogelijke schade wordt immers separaat geïncasseerd. 14. De oplossing van de OK is praktisch. Zij beoogt slechts bij de vaststelling van de uitkoopprijs de "benadelende handelingen" (r.o. 2.19 *Sirowa*) in zodanige mate te betrekken dat de uitkoopprijs redelijk is. De OK overweegt vergelijkbaar in *Xeikon* dat "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" (r.o. 2.26 Xeikon).

15. In beide arresten wordt expliciet overwogen dat deze op de geschillenregeling geïnspireerde prijsvaststelling de deur open houdt voor de minderheidsaandeelhouders om door te procederen om geleden schade te verhalen: *"De wijze waarop de Ondernemingskamer bij de vaststelling van de billijke uitkoop prijs rekening houdt met de benadelende handelingen, strekt niet tot (volledige) vergoeding van mogelijk door [B] geleden schade als gevolg van de benadelende handelingen"* (r.o. 2.19 Sirowa) en *"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"* (r.o. 2.26 Xeikon).

16. Kortom, na de "parallele toepassing" van de billijke prijsverhoging is de kous dus niet per definitie af voor de uitkoper. Hij kan alsnog geconfronteerd worden met nieuwe procedures van de minderheidsaandeelhouder, terwijl laatstgenoemde zijn extra "vergoeding" binnen heeft. De vraag rijst of zo niet een nadelig precedent wordt geschapen voor de uitkopende partij. De minderheidsaandeelhouder krijgt van de OK de mogelijkheid om in een uitkoopprocedure een hogere prijs te ontvangen via de band van billijke verhoging, waarvan het maar de vraag is of die in een civiele procedure tot een(zelfde) vergoeding zou leiden. De OK houdt daarnaast ook nog de optie open om aanvullende procedures te voeren.

17. *All in all* ben ik toch kritisch over de parallele toepassing van de billijke verhoging in een uitkoopprocedure omdat de wet hier geen aanknopingspunt voor biedt. De schade wordt of door de OK (Xeikon) of door een deskundige (Sirowa) geschat terwijl het maar zeer de vraag is of die aansprakelijkheid en schade daadwerkelijk vastgesteld zou kunnen worden in een civiele procedure (denk aan significante hobbels als verjaring, causaliteit en afgeleide schade). Dit in samenhang met de nadelen voor de uitkoper, zou ik het ook billijk vinden om de uitkoopprocedure te doorlopen zonder het meenemen van vorderingen op derden, zodat de uitkoopprocedure sneller doorlopen kan worden, de uitkoper spoediger 100% van de aandelen heeft en "door" kan met de vennootschap. De minder-

heidsaandeelhouder kan dan separaat procederen over de mogelijk geleden schade en dan kan dat in twee feitelijke instanties met alle waarborgen civielrechtelijk worden uitgeprocedeerd.

18. Tot slot een korte procesrechtelijke opmerking die van belang is voor de praktijk. De OK concludeert dat "een eiser in een uitkoopprocedure in beginsel zijn vordering kan beperken door duidelijk te maken dat de vordering slechts strekt tegen uitkoop tegen een bepaalde (maximum) uitkoop prijs, met als gevolg dat indien de OK oordeelt dat de billijke prijs hoger is dan dat maximum, de uitkoopvordering wordt afgewezen" (Sirowa r.o. 2.7). Dat is relevant indien de uitkoper alleen een maximumbedrag wil betalen (tenzij de een verschenen minderheidsaandeelhouder in reconventie een bepaalde uitkoop prijs vordert uiteraard). In dat geval doet men er verstandig aan de vordering ook zo in te steken en de standaardstrofe "op een zodanig bedrag en per zodanige datum als door de Ondernemingskamer in goede justitie te bepalen" niet op te nemen om zo te vermijden dat de uitkoper meer moet betalen dan hem lief is, zoals in Sirowa het geval lijkt.

D.-J.F.F.M. Duynstee,
advocaat bij Clifford Chance LLP te Amsterdam

106

Gerechtshof Amsterdam
(Ondernemingskamer)
28 januari 2019, nr. 200.245.197/01 OK,
ECLI:NL:GHAMS:2019:310
(mr. Broekhuijsen-Molenaar, mr. Den Boer, mr.
Tillema, prof. dr. Hoogendoorn RA, drs.
Scheltema)
Noot prof. mr. J.B.S. Hijink

Jaarrekeningprocedure. Inrichtingsvoorschriften. Verplichtingen die voortvloeien uit vermogensrecht dienen te worden verantwoord als onderdeel van vreemd vermogen. Vereiste inzicht in (enkelvoudige en geconsolideerde) jaarrekening 2017 schiet tekort. Bevel tot herinrichting en vernietiging besluit ava tot vaststelling jaarrekening. Verband met en verwijzing naar OK 28 juni 2018, «JOR» 2018/304, m.nt. Hijink.

[BW art. 2:362, 2:447, 2:451]

Op verzoek van [A] heeft de OK in haar beschikking van 28 juni 2018, «JOR» 2018/304, m.nt. Hijink, inzake de (enkelvoudige) jaarrekening 2016 van [E] reeds overwogen dat, gelet op de functie van de jaarrekening als financieel verantwoordingsinstrument ten behoeve van het maatschappelijk verkeer, het begrip “de juridische vorm” in die zin dient te worden uitgelegd dat uit het vermogensrecht voortvloeiende verplichtingen worden verantwoord als onderdelen van het vreemd vermogen van de rechtspersoon. De OK oordeelt thans dat gelet op de essentiële functie van de afbakening van het eigen vermogen en vreemd vermogen alleen op die wijze recht wordt gedaan aan het door art. 2:362 BW vereiste inzicht in het vermogen en het resultaat. De zuiver goederenrechtelijke uitleg die [D] voorstaat, voldoet hieraan niet.

Dit leidt tot de slotsom dat de enkelvoudige jaarrekening 2017 tekortschiet in het door art. 2:362 BW vereiste inzicht. Het verzoek is toewijsbaar voor zover het een aanwijzing aan [D] betreft om in de enkelvoudige balans een verplichting op te nemen voor hetgeen [D] uit hoofde van de Participantenovereenkomst en de met uittredeers gemaakte afspraken (indirect, via de desbetreffende regionale houdstervennootschap) aan de uittredeers verschuldigd is. Daarbij is het aan [D] om – binnen de grenzen van de redelijkheid – te bepalen welke gevolgen voor de (toelichting op) de jaarrekening

zij verbindt aan de met onderscheiden uittredeers gemaakte afspraken en aan (haar standpunten in) juridische geschillen terzake. [D] dient bij deze balanspost een toelichting te verstrekken die recht doet aan de Participantenovereenkomst en de met uittredeers gemaakte afspraken. Dienovereenkomstig dient [D] het eigen vermogen in haar balans aan te passen door een vermindering van de agioreserve (de in de beschikking van 28 juni 2018 aan [E] gegeven aanwijzing om ook het nominaal kapitaal te verminderen was in zoverre onjuist). Met betrekking tot de geconsolideerde jaarrekening staat ter discussie of het verschil met de classificatie als eigen vermogen in de geconsolideerde balans van het jaar 2016 in de toelichting mocht worden geduid als (voortkomend uit) “voortschrijdend inzicht”. Naar het oordeel van de OK kan daarmee in termen van de relevante regelgeving inhoudelijk niets anders zijn bedoeld dan “furtherstel”. Dit dient alsnog in de toelichting tot uitdrukking te worden gebracht. Van een wezenlijke tekortkoming is echter geen sprake omdat de gegeven toelichting inhoudelijk adequaat is.

De OK zal het besluit tot vaststelling van de jaarrekening 2017 vernietigen. Weliswaar geeft de jaarrekening, in haar geheel gezien, met name door (de toelichting op) de geconsolideerde balans, voldoende inzicht in de rechtspositie van de uittredeers en van de vermogenspositie van [D] op balansdatum, maar ook de geconsolideerde jaarrekening schiet tekort waar het de verantwoording van rente(verplichtingen) jegens en (de toelichting op) “a conto” betalingen aan uittredeers betreft.

[A] BV,
verzoekster,
advocaten: mr. J.P.P. Latour en mr. M.M.N.C. Schellekens,
tegen
[D] BV,
verweerster,
advocaten: mr. D.A. van der Kooij en mr. A. Stortelder.

(...; red.)

2. De feiten

De Ondernemingskamer gaat uit van de volgende feiten:

2.1. [C] is enig aandeelhouder in [B], die op haar beurt alle aandelen houdt in [A]. [C] is bestuurder van [B] en [A].