

Uitkoopprocedure: het beleid van de OK in de prijsbepaling van de over te dragen aandelen

OK 29 juni 2000, rolnr. 275/98, JOR 2000, 170 m.nt. Josephus Jitta

De feiten

Begin 1997 bracht de Italiaanse vennootschap Pirelli S.p.A. (hierna: Pirelli) een openbaar bod uit op alle geplaatste aandelen in het kapitaal van het destijds aan de AEX genoteerde Pirelli Tyre Holding N.V. (hierna: PTH), waarbij voor elk aandeel PTH een bedrag van NLG 19,50 werd geboden. Na verwerving door Pirelli van de naar aanleiding van het openbaar bod aangeboden aandelen PTH, verschaft Pirelli meer dan 95% van het geplaatste kapitaal van PTH. Eind 1997 startte Pirelli bij de Ondernemingskamer (OK) een uitkoopprocedure waarbij Pirelli, gesteund door een rapport van registeraccountant prof. dr J. Klaassen en de in het biedingsbericht opgenomen 'fairness opinion', voor elk aandeel PTH een bedrag van NLG 23,25 bood. De OK bepaalde in haar tussenarrest van 24 juni 1999 (OK 24 juni 1999, NJ 1999, 724) dat – gezien de omstandigheid dat een 'fairness opinion' van de bankier en een waarderingsrapport van een registeraccountant afkomstig zijn van de door Pirelli ingeschakelde deskundigen, en gezien de gemotiveerde betwisting van de daarin genoemde prijs door gedaagden – er een onafhankelijke deskundige diende te worden benoemd om de aandelen te waarderen. De OK bepaalde tevens dat de onafhankelijke deskundige daarbij acht diende te slaan op alle omstandigheden die de waarde van de aandelen bepalen, zoals de gegevens van de balans, de eventuele tussentijdse cijfers, de winstvooruitzichten, de aard van de onderneming en dergelijke. De onafhankelijke deskundige heeft in zijn waardering gebruik gemaakt van de discounted cash flow-methode, uitgaande van in de toekomst te verwachten kasstromen ('DCF-methode') en de markt-comparablesmethode, en deze voor twee derde, respectievelijk één derde laten meewegen. De waarde van een aandeel PTH werd vastgesteld op NLG 24,85 per 1 november 1999. De uit te kopen aandeelhouders PTH voerden tegen een aantal uitgangspunten waarvan de onafhankelijke deskundige bij de waardering van de aandelen is uitgegaan, (geparafraseerd) het verweer (1) dat door het tijdstip van de waardering van de waarde van de aandelen (de peildatum), 1 november 1999, een aantal omstandigheden die zich hebben

voorgedaan na gestanddoening van het openbaar bod maar vóór het tijdstip van waardering door de deskundige, een negatief effect heeft gehad op de uiteindelijke door de deskundige vastgestelde waarde; (2) dat de deskundige ten onrechte noch een strategische premie, noch een controlpremie heeft toegepast; (3) dat de deskundige ten onrechte de waarde van de aandelen niet heeft afgeleid uit de beurswaarde van de aandelen Pirelli; en (4) dat de resultaatprognoses van de deskundige over de periode 2000 tot en met 2002 te negatief zijn in het licht van een relatief gunstig resultaat van PTH over de eerste helft van 1999, als gevolg waarvan de door de deskundige vastgestelde waarde van de aandelen ten onrechte wordt gedrukt.

Beslissing

De OK verwierp in haar eindarrest alle opgeworpen verweren. Ten eerste overwoog zij met betrekking tot het verweer tegen de peildatum, in overeenstemming met haar vaste rechtspraak daaromtrent, 'dat het in procedures als de onderhavige kort gezegd gaat om de (vaststelling van de) werkelijke waarde van de uit te kopen aandelen met inachtneming van alle van belang zijnde omstandigheden per de datum van de eigendomsovergang van de aandelen, althans per een datum die zo dicht mogelijk ligt bij de datum waarop de aandelen in eigendom overgaan'.

Eveneens in lijn met haar vaste rechtspraak terzake verwierp de OK de toepassing van een strategische premie of controlpremie. Omtrent het verweer van gedaagden dat de deskundige ten onrechte de waarde van de aandelen niet heeft afgeleid uit de beurswaarde van de aandelen Pirelli, merkte de OK op dat dit in het onderhavige geval niet mogelijk is, aangezien in het geval van PTH uitsluitend de waarde moet worden bepaald van de bandendivisie en zulks niet kan geschieden door een (winst)evenredig deel te nemen van de beurswaarde van Pirelli, waarin zowel de kabeldivisie als de bandendivisie is opgenomen. Voor de waardebepaling dient de bandendivisie op haar eigen winstperspectieven te worden beoordeeld, hetgeen de deskundige in zijn calculaties expliciet heeft gedaan.

Ten slotte, de vrees dat de prognoses van de deskundige te pessimistisch zouden zijn in het licht van een relatief gunstig resultaat van PTH over de eerste helft van 1999, deed de OK af als onterecht nu dit relatief gunstig resultaat kan worden verklaard door een incidenteel laag niveau van de olieprijs en de deskundige overigens reeds is uitgegaan van een belangrijke toename van de resultaten over 1999 tot en met 2002.

Conclusie

Aangezien de wetgever noch in de wet, noch in de wetsgeschiedenis richtlijnen heeft gegeven voor de prijsbepaling van de over te dragen aandelen in de uitkoopprocedure anders dan dat deze redelijk en reëel moet zijn, is de OK geheel vrij in de wijze van prijsbepaling en de keuze van factoren die daarbij een rol spelen. De OK beoordeelt daarbij ieder geval op zijn eigen merites. Het hiervoor besproken arrest is een illustratief voorbeeld van de wijze waarop de OK in uitkoopprocedures tot een prijs en waardebepaling van de over te dragen aandelen komt en met name welke rol bepaalde (in de rechtspraak van de OK steeds terugkerende) factoren daarbij kunnen spelen. De OK benadrukte opnieuw dat het in de uitkoopprocedure steeds gaat om de werkelijke waarde van de over te dragen aandelen met inachtneming van alle van belang zijnde omstandigheden per de datum van de eigendomsovergang van de aandelen, althans per een zo recent mogelijke datum. Voorts werd nog eens bevestigd dat bij de vaststelling van de prijs van de over te dragen aandelen in uitkoopprocedures een controlpremie geen enkele rol speelt.

*Mr. M. van Valen
Stibbe Simont Monahan Duhot*
