

[fd.nl](https://fd.nl)

## Bij deal met dubbele petten gelden strengere regels

*Gert van der Have en Jeroen Piersma*

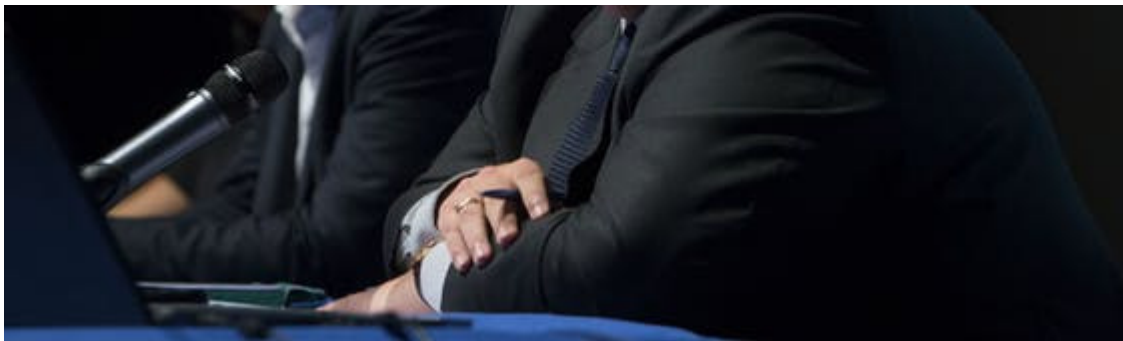
6-8 minuten

---

Advocaten twijfelen aan de verdediging van VVD-voorzitter Henry Keizer tegen de beschuldiging dat hij in 2012 voor te weinig geld een crematiebedrijf heeft gekocht. De twijfel richt zich vooral op de waarderingsrapporten waar Keizer afgelopen vrijdag mee schermde. Omdat het hier om een bijzondere transactie ging, waarbij de koper en de verkoper nauw met elkaar verweven zijn, gelden er speciale eisen voor die rapporten. Op basis van de informatie die Keizer tot nu toe heeft verstrekt valt niet vast te stellen of zijn aankoop van het crematiebedrijf wel aan die eisen heeft voldaan.

Dat zeggen Marnix Holtzer en Michiel Coenraads, advocaten bij DLA Piper, beiden gespecialiseerd in ondernemingsrechtzaken en corporate governance. 'We kunnen tot nu toe niet zien of de verkoop op de juiste manier is gegaan. Keizer schiet nog tekort in transparantie.'





*Partijvoorzitter VVD, Henry Keizer, bij een VVD-bijeenkomst. Foto: Merlin Daleman/HH*

## 'Gerelateerde partijen'

Publicaties op de website Follow the Money over de transactie hebben de afgelopen anderhalve week tot veel ophef geleid. Het gaat nog weken duren voordat de integriteitscommissie van de VVD met een uitspraak komt over de verkoop. Tot die tijd ligt de informatie die Keizer afgelopen vrijdag over de transactie heeft verstrekt onder de loep. Holtzer en Coenraads kijken vooral door de loep van de 'transactie tussen gerelateerde partijen'.

De verkoop van het crematiebedrijf was zeker zo'n geval: de verkopende partij, de Vereniging Koninklijke Facultatieve, onderhield nauwe banden met de koper, Henry Keizer. Keizer was niet alleen koper, maar ook bestuursvoorzitter van het bedrijf dat verkocht werd en adviseur van de Vereniging. In zo'n geval liggen de eisen die aan het verkoopproces worden gesteld hoger dan bij normale transacties, zeggen de advocaten. De belangrijkste eis is dat het verkoopproces zorgvuldig en transparant verloopt. Holtzer verduidelijkt: 'Alle betrokken partijen dienen vooraf over alle informatie te beschikken, en achteraf moet het proces precies te reconstrueren zijn.'

## Waarderingsrapporten

De verdediging van Keizer was afgelopen vrijdag tijdens een persbijeenkomst dat het verkoopproces objectief en onpartijdig

zou zijn verlopen, omdat er drie verschillende accountantsbureaus ingehuurd waren die onafhankelijk van elkaar tot een prijsadvies kwamen, één namens de koper, een namens de verkoper en een die door beiden was aangesteld. Hun waarderingen varieerden van € 6 mln tot € 19 mln. De prijs werd uiteindelijk afgemaakt op een soort rekenkundig gemiddelde van € 12,5 mln. Keizer heeft overigens wel de conclusies geopenbaard, maar niet de onderliggende rapporten.

De twijfels van de advocaten beginnen bij de gegevens waarop deze experts hun waarderingen baseerden. Die waren afkomstig uit een en dezelfde koker - voor zover valt vast te stellen op basis van de huidige informatie - namelijk die van koper Henry Keizer zelf in zijn rol van ceo van het te verkopen bedrijf.

Coenraads wijst op een nieuwe Europese richtlijn die binnenkort in Nederland in wetgeving moet worden omgezet. Deze Aandeelhouders Richtlijn bepaalt dat alleen een waarderingsrapport in opdracht van de betrokken partijen niet voldoende is om vast te stellen of de transactie 'eerlijk en redelijk' is. Een onafhankelijke derde partij, bijvoorbeeld commissarissen of toezichthouders, moet de opdracht verstrekken voor zo'n waarderingsrapport. Die onafhankelijke partij dient ook toezicht te houden op de aangeleverde cijfers, en de conclusies van het rapport moeten achteraf verifieerbaar zijn.

## **Onafhankelijk of niet**

Van de rapporten waarmee Keizer schermt, is niet duidelijk hoe onafhankelijk die tot stand zijn gekomen. De waardering van de accountants stoelt op verwachtingen ten aanzien van de toekomstige winsten en kasstromen. Die verwachtingen - hoogst waarschijnlijk uit de koker van Keizer - kunnen zeer subjectief zijn. Coenraads: 'Je kan met deze methode ook aan "reversed

engineering” doen: dat er precies uit komt wat je wilt dat eruit komt.’

Dat aan een waarderingsrapport bij transacties van gerelateerde partijen andere eisen worden gesteld dan bij een normale transactie blijkt volgens de DLA-advocaten ook uit een zeer recente uitspraak van de Ondernemingskamer in de zaak tegen het gokbedrijf Fortuna, dat vooral in Oost-Europa actief is. Fortuna staat op het punt om van zijn grootaandeelhouder Fortbet vier Roemeense gokbedrijven over te nemen. Fortuna heeft een waardering laten maken door Deloitte. Minderheidsaandeelhouder Templeton vertrouwt die waardering niet en is naar de Ondernemingskamer gestapt.

## Ondernemingskamer

‘Wij kunnen niet zien of de verkoop op de juiste manier is gegaan’

• *DLA-advocaten*

Die oordeelt dat het rapport van Deloitte niet door kan gaan voor een 'onafhankelijke evaluatie', zoals het management van Fortuna beweert. De reden is dat de waardering van Deloitte vooral berust op de door Fortuna verstrekte strategische en financiële aannames. 'Dit klemt des te meer nu het in dit geval gaat om een transactie tussen “related parties” en de aandeelhouders redelijkerwijs mochten verwachten dat Fortuna een daadwerkelijke (onafhankelijke) waardering van de overnameprijs had laten uitvoeren', schrijft de Ondernemingskamer, 'terwijl dit niet het geval is'.

Wat in het geval van de Facultatieve ten slotte ook ontbreekt is een markttest, zeggen de DLA-advocaten. De normale gang van zaken is dat uitkomsten van de waarderingmethode die de

accountantskantoren hebben gebruikt nog eens wordt getoetst bij een andere potentiële koper. En als dat niet mogelijk is, kan gewerkt worden met de prijzen van vergelijkbare transacties in de branche. Dat is hier niet gebeurd. 'Wij kunnen daarom niet zien of de verkoop op de juiste manier is gegaan. Keizer zal daarom meer informatie moeten verschaffen.'

