

**GERECHTSHOF TE AMSTERDAM  
ONDERNEMINGSKAMER**

**BESCHIKKING** van 3 februari 2009 in de zaak met rekestnummer 200.011.309/1 OK van

1. de vereniging met volledige rechtsbevoegdheid  
**VERENIGING VAN EFFECTENBEZITTERS**,  
gevestigd te 's-Gravenhage,
  2. **A.L. SCHUTTEMA**,  
wonende te Diemen,
  3. **A.L. SCHUTTEMA IN HAAR HOEDANIGHEID VAN WETTELIJK  
VERTEGENWOORDIGER VAN E.W. SCHUTTEMA**,  
wonende te Baarn,
  4. **J.M.J. SCHUTTEMA**,  
wonende te Lochem,
  5. **R.M. GOOSKENS**,  
wonende te Amsterdam,
  6. **S.P.H. KALLENBACH**,  
wonende te Parijs, Frankrijk,
  7. **C. SIEBELS**,  
wonende te Willemstad, Curaçao, Nederlandse Antillen,
  8. **L.P.H. VAN BEERS**,  
wonende te Amsterdam,
- VERZOEKERS**,  
advocaat: **MR. A.A.E. RIETVELD**,  
procureur: **MR. I.M.C.A. REINDERS FOLMER**,

tegen

de naamloze vennootschap  
**SCHUTTEMA N.V.**,  
gevestigd te Amersfoort,  
**VERWEERSTER**,  
advocaten: **MR. J.F. OUWEHAND** en **MR. L.D. BRUINING**,

en tegen

de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid  
**SKIPPER ACQUISITIONS B.V.**,  
gevestigd te Amersfoort,  
**BELANGHEBBENDE**,  
advocaten: **MR. J.F. OUWEHAND** en **MR. L.D. BRUINING**.

## 1. Het verloop van het geding

1.1 Voor het verloop van het geding verwijst de Ondernemingskamer in de eerste plaats naar haar beschikking in deze zaak van 23 oktober 2008. Bij die beschikking heeft de Ondernemingskamer, kort gezegd, een onderzoek bevolen door twee - bij de beschikking benoemde - deskundigen naar

- (i) de waarde per 22 april 2008 van de door Schuitema N.V. (hierna Schuitema te noemen) aan Koninklijke Ahold N.V. (hierna Ahold te noemen) per 30 juni 2008 overgedragen (circa 57) winkels en (een onbekend aantal) onroerende zaken, alle als bedoeld in 5.2.3 van het *Offer Memorandum* van 29 juli 2008, teneinde te verklaren of en in hoeverre in redelijkheid kan worden gezegd dat de waarde in het economische verkeer per 22 april 2008 overeenkwam met circa € 171 miljoen voor de winkels respectievelijk circa € 91 miljoen voor de onroerende zaken, althans met in totaal circa € 262 miljoen;
- (ii) de eventuele waarde per 22 april 2008 van het door Ahold als houdster van nominaal € 50 miljoen cumulatief preferente aandelen A in het geplaatste kapitaal van Skipper Investments B.V. (hierna Skipper Investments te noemen) verkregen vetorecht en het optierecht, beide als bedoeld in 3.21 van deze beschikking en in 5.2.4 van het *Offer Memorandum* van 29 juli 2008, teneinde te verklaren of en in hoeverre in redelijkheid kan worden gezegd dat aan dat vetorecht en aan dat optierecht per 22 april 2008 waarden in het economische verkeer van nihil toekwamen.

1.2 Het schriftelijke bericht van de deskundigen (hierna het deskundigenbericht te noemen) is op 8 december 2008 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen.

1.3 Schuitema en Skipper Acquisitions B.V. (hierna Skipper te noemen) hebben op 12 december 2008 een "*Schriftelijke reactie op deskundigenbericht*" ingezonden en producties in het geding gebracht.

1.4 Ter openbare terechtzitting van de Ondernemingskamer van 18 december 2008 hebben de advocaten van partijen aan de hand van - aan de Ondernemingskamer overgelegde - pleitaantekeningen (nader) op het deskundigenbericht gereageerd en hun standpunten mondeling nader toegelicht.

## 2. De vaststaande feiten

2.1 Voor de feiten verwijst de Ondernemingskamer in de eerste plaats naar haar eerdere beschikking in deze zaak van 23 oktober 2008. Daaraan kan worden toegevoegd dat uit het deskundigenbericht onder meer het volgende blijkt.

2.2 De deskundigen hebben waarden vastgesteld van de aan Ahold overgedragen winkels en onroerende zaken en van de door Ahold onder de *Shareholders Arrangements* (als gedefinieerd in 2.6 van de beschikking van 23 oktober 2008) verkregen veto- en optierechten. Daarnaast hebben de deskundigen de indirecte effecten van de CKK-transactie (eveneens als gedefinieerd in de eerdergenoemde beschikking) voor de ondernemingswaarde van Schuitema bepaald.

2.3 Blijkens het deskundigenbericht zijn aan de deskundigen lijsten overgelegd van de 57 door Schuitema aan Ahold overgedragen winkels, waarop onder meer per winkel is vermeld de vestigingsplaats, de jaaromzet, m<sup>2</sup> VVO, EBITDA en de aan de winkel (en, waar toepasselijk, de mede overgedragen onroerende zaak) toegekende waarde. In verband met het vertrouwelijke karakter van die informatie zijn deze lijsten niet in het bericht opgenomen of daaraan gehecht. De totale verkoopprijs van de 57 winkels bedroeg € 193.200.000. Daarop is een (neerwaartse) correctie aangebracht ter grootte van € 23.200.000, bestaande uit een correctie wegens *trapped cash* ("kasgeld bij sluiting van de winkels daarin aanwezig ter beschikking van de verkoper") en een correctie wegens *tax compensation* (het 50/50 delen van de, vanwege de vorm van de overdracht van de winkels, "verloren" fiscale afschrijvingsmogelijkheid) en een opwaartse correctie van per saldo € 1.000.000 wegens een vervanging van een goedkopere door een duurder winkel. Aldus resteert de in het *Offer Memorandum* genoemde waarde van € 171.000.000.

2.4 Voor hun waardering op basis van de weekomzet-*multiple* van de winkels hebben de deskundigen als uitgangspunt gekozen voor een *multiple* van 27,5 maal de weekomzet, zijnde de middenwaarde van de bovenste helft van de *multiple range* van 20 tot 30 voor Albert Heijn franchise winkels (overeenkomstig een boekbespreking opgenomen in het tijdschrift "Food Personality" van 8 oktober 2008). Die *multiple* is vervolgens gecorrigeerd voor een toeneming (van 20%) van de weekomzet na ombouw tot de Albert Heijn formule en voor een ombouwinvestering na belasting van € 1.100.000 en een eenmalige investering in werkkapitaal ad 1,5 maal de jaaromzet. Aldus komen de deskundigen tot een *multiple* van 26,2 ofwel, bij een weekomzet van € 10.638.000, een waarde van de 57 winkels van circa € 279.000.000. Een waardering op basis van de DCF-methode komt, uitgaande van een EBITA-marge van 4,5% (bij een "geschoonde" EBITA-marge van Albert Heijn van 6,5%), blijkens het deskundigenbericht op circa € 285.000.000. Een waardering op basis van *trading multiples*, uitkomend op € 274.000.000 tot € 298.000.000 met een gemiddelde van € 286.000.000, is, naar luid van het deskundigenbericht, minder betrouwbaar onder meer omdat te weinig informatie beschikbaar was omtrent (de waarde van) het in de transacties van de ondernemingen uit de *peer group* begrepen vastgoed. Het gemiddelde van de drie waarderingen komt uit op € 283.333.000.

2.5 Ten behoeve van het drietal vastgoedtransacties dat tussen Schuitema en Ahold heeft plaatsgevonden is door DIZ een waarderinganalyse opgemaakt van alle objecten die deel

uitmaakten van de vastgoedtransacties. De deskundigen onderschrijven in hun bericht de door DTZ gehanteerde waarderingsmethodieken, uitgangspunten en waarderungen, waarbij zij tevens melding maken van verschillen die zij hebben aangetroffen tussen de waarderungen van DTZ en de door Schuitema en Ahold uiteindelijk overeengekomen koop-verkooprijzen. Zo is de verkoop van negen eigen panden van Schuitema aan Ahold geschied tegen een waarde van € 40.000.000 terwijl DTZ deze panden had gewaardeerd op € 42.300.000, is de verkoop aan Ahold van zeventien panden van derden via Schuitema geschied voor een bedrag van € 48.300.000 terwijl DTZ deze panden had gewaardeerd op € 52.700.000 en heeft Ahold twee panden aan Schuitema verkocht voor € 13.600.000 terwijl DTZ de waarde van deze panden had vastgesteld op € 16.300.000. Het deskundigenbericht vermeldt dat Ahold in de drie vastgoedtransacties aldus per saldo voor circa € 4.000.000 is bevoordeeld ten opzichte van de waardering door DTZ.

2.6 De waarde van de optie- en vetorechten verbonden aan de door Ahold verkregen preferente aandelen in Skipper Investments is door de deskundigen berekend op € 20.405.000. In het deskundigenbericht is vermeld dat daarbij in aanmerking is genomen dat sprake is van mogelijke "opportunity profits", dit is "de mogelijkheid dat (...) de 36 winkels (...) die [op grond van het optierecht; Ondernemingskamer] misschien aan Ahold zullen toevloeden wellicht een hogere waarde hebben dan de daarvoor door Schuitema "in redelijkheid" gevraagde uitoefenprijs volgens Schedule 4 [bij de Subscription and Shareholders Agreement (hierna SSA te noemen); Ondernemingskamer], zodat de ondernemingswaarde die Ahold (...) ontvangt wellicht hoger uitvalt dan uitgaande van de totale ondernemingswaarde van Schuitema van € 950 miljoen (waarin de speciale rechten immers voor nihil zijn opgenomen) was berekend". Voorts valt in het deskundigenbericht te lezen dat, door de optie- en vetorechten te bedingen, Ahold zich ervan heeft verzekerd nog tot 2011 bij Schuitema aan de (bestuurs)tafel te zitten, terwijl het gezien het verleden aannemelijk lijkt dat Schuitema daarvan af zal willen en dit kan bereiken door eigen supermarkten aan derden aan te bieden en op die manier Ahold "te prikkelen" van haar "right of first refusal" ingevolge de SSA gebruik te maken. De deskundigen menen daarom dat aangenomen mag worden dat Schuitema ernaar zal streven om in elk geval minimaal twintig winkels aan Ahold te verkopen omdat indien dat aantal wordt bereikt het vetorecht van Ahold vervalt (behoudens ter zake van één bepaalde mogelijke fusiepartner van Schuitema). Op grond van dit een en ander hebben de deskundigen de (contante) waarde van de optie- en vetorechten berekend op € 20.405.000.

2.7 Ter zake van de indirecte effecten van de CKK-transactie op de hoogte van de ondernemingswaarde van Schuitema ná realisatie van de Ahold- en de CKK-transacties merken de deskundigen in hun bericht op dat het verschil tussen de oude CKK-structuur en de nieuwe CV-structuur alleen is dat onder de CV-structuur de geldmiddelen aanzienlijk ruimer (zullen) zijn doordat de door de CV te genieten jaarlijkse rentebaten op de aan Skipper Investments en aan franchisenemers en senior management uitgeleende gelden (door de deskundigen becijferd op 5,3% van € 176.503.200 = € 9.354.670) hoger zullen zijn dan de voorheen door CKK van

Schuitema genoten jaarlijkse dividenden (door de deskundigen gesteld op € 3.496.928), dat de aard van de dienstverlening aan Schuitema en haar franchisenemers onder de nieuwe structuur ongeveer gelijk zal zijn aan die onder de oude structuur en dat de betrokken partijen overigens gezamenlijk over die dienstverlening zullen beslissen. Volgens de deskundigen vindt de hier aan de orde zijnde dienstverlening weliswaar op globaal dezelfde wijze en tot globaal dezelfde omvang plaats als bij andere supermarkketens die met franchisenemers werken, doch heeft Schuitema via de (CKK- dan wel) CV-structuur het voordeel dat zij de aan haar franchisenemers verstrekte faciliteiten niet, geheel of gedeeltelijk, zelf hoeft te financieren. Dit voordeel - feitelijk dus een kostenbesparing - is in de nieuwe CV-structuur door de stijging van de beschikbaar komende middelen hoger dan in de oude structuur, aldus de deskundigen, en heeft tot gevolg dat de ondernemingswaarde van Schuitema toeneemt met de contante waarde van deze "perpetuele geldstroom" (door hen becijferd op € 49.034.000).

2.8 In het hoofdstuk "Het totale effect van de vier besproken onderdelen" komen de deskundigen tot de conclusie dat de door Ahold voor haar 73,2%-belang in Schuitema ontvangen tegenprestatie € 5,34 per aandeel hoger ligt dan de door Skipper onder het op 29 juli 2008 uitgebrachte openbare bod geboden prijs per aandeel van € 20,11. Die meerwaarde is blijkens het deskundigenbericht verkregen wegens een hogere waardering van de 57 winkels (€ 112.333.000), een hogere waardering van het onroerend goed (€ 4.000.000) en een aan de optie- en vetorechten toegekende waarde van € 20.405.000. Voorts zijn de deskundigen van mening dat de totale waarde van Schuitema door de CKK-transactie is toegenomen met een bedrag van € 49.034.000, hetgeen zich vertaalt in een waardestijging per aandeel van € 1,40.

### 3. De gronden van de beslissing

3.1 Bij hun waarderingen hebben de deskundigen blijkens hun bericht tot uitgangspunt genomen dat de waarde in het economische verkeer een fractie hoger ligt dan de "second best" prijs die in de markt haalbaar is omdat de koper die het goed uiteindelijk verkrijgt, juist een fractie meer zal moeten bieden dan de "second best" gegadigde. Dat wil dus, volgens de deskundigen, niet zeggen dat in een competitieve markt de uiteindelijke koper altijd een prijs zal moeten betalen gelijk aan de hoogste prijs die deze koper nog juist voor het betreffende goed over heeft. Dat zal uitsluitend het geval zijn als er andere gegadigden zijn die met hun biedprijs (bijna) even ver willen en kunnen gaan als de uiteindelijke koper.

3.2 De Ondernemingskamer kan dit uitgangspunt onderschrijven en zij stelt vast dat blijkens dier "Schriftelijke reactie op deskundigenbericht" en uitspraken ter terechtzitting van 18 december 2008 ook Skipper en Schuitema (hierna tezamen Skipper c.s. te noemen) - overigens evenals verzoekers (hierna VEB c.s. te noemen) - zich met dit uitgangspunt kunnen verenigen.

3.3 Mede naar aanleiding van de behandeling op de hiervoor genoemde terechtzitting van 18 december 2008 echter, heeft de Ondernemingskamer in dit licht behoefte aan een nadere toelichting door de deskundigen ter zake van, met name, de waardebepaling van de 57 winkels. Het is de Ondernemingskamer namelijk niet (volledig) duidelijk geworden in hoeverre de deskundigen bij hun waardering op basis van de *weekomzet-multiple* van de winkels in feite zijn uitgegaan van het in 3.1 bedoelde "*second best plus*" principe. De door hen gekozen *multiple* is afgeleid van de voor Albert Heijn franchise winkels geldende *multiple* (van 20 tot 30 maal de weekomzet) en niet van de *multiple* (van 10 tot 12 maal de weekomzet, zoals eveneens vermeld in het eerdergenoemde tijdschrift "*Food Personality*" van 8 oktober 2008) voor supermarktvestigingen die worden geëxploiteerd volgens een andere winkelformule. Gelet op de omstandigheid dat de 57 winkels ten tijde van de aankoop door Ahold werden gedreven als C1000 winkels - en niet als Albert Heijn winkels - valt op voorhand, uitgaande van het "*second best plus*" principe, zonder nadere toelichting niet goed in te zien waarom Ahold in beginsel bereid zou zijn de - aanzienlijk hogere - "*Albert Heijn prijs*" te betalen. Weliswaar is die "*Albert Heijn prijs*" nog gecorrigeerd voor bepaalde toekomstveronderstellingen en investeringen, doch daarmee ligt die prijs, naar moet worden aangenomen, nog altijd ruimschoots boven de "*second best plus*" prijs indien bijvoorbeeld C1000, Super de Boer of Jumbo als "*second best*" gegadigde wordt genomen. Voorts valt uit niets af te leiden dat zou moeten worden aangenomen dat er andere gegadigden zouden (kunnen) zijn die met hun biedprijs (bijna) even ver zouden willen en kunnen gaan als Ahold. De in het deskundigenbericht gegeven toelichting, dat de 57 Schuitema winkels zijn uitgekozen door Ahold en door haar zijn geaccepteerd als toekomstige Albert Heijn winkels, verklaart op dit punt onvoldoende, althans geeft onvoldoende inzicht in, de gedachtegang van de deskundigen. De Ondernemingskamer overweegt in dit verband voorts dat zij in zoverre blijft bij haar in de beschikking van 23 oktober 2008 gegeven oordeel, dat de omstandigheid dat Ahold in de toekomst met de winkels wellicht een hogere winstmarge kan behalen dan Schuitema, niet een factor is die in de verkoopprijs ten bate van Schuitema tot uitdrukking behoort te komen.

3.4 Bij het voorgaande komt nog dat Skipper c.s. ter zake van de *weekomzet-multiple* nog hebben aangevoerd dat het in casu om "*eigen*" Schuitema winkels ging en (juist) niet om C1000 franchise winkels, dat in het algemeen franchise winkels beter presteren en dus een hogere waarde hebben dan eigen winkels, dat bovendien de Albert Heijn franchisenemers doorgaans de vestigingspunten in handen hebben hetgeen tot een (nog weer) hogere waarde leidt, dat de aan Ahold verkochte winkels de minder renderende (individueel verlieslatende) eigen winkels van Schuitema waren en dat het soort en aantal aan Ahold aangeboden winkels beperkt was. Tot slot hebben zij erop gewezen dat de deskundigen bij de correctie van de initiële *weekomzet-multiple* uitsluitend de "*kale*" ombouwkosten als kostenpost voor Ahold in aanmerking hebben genomen en niet ook de kosten die ermee zijn gemoeid om de 57 winkels in de Albert Heijn keten te integreren (zoals extra logistiek, transport en beleving, capaciteit distributiecentrum, *overhead*, etcetera).

De Ondernemingskamer acht deze door Skipper c.s. naar voren gebrachte argumenten, die alle leiden tot een verdergaande neerwaartse correctie van de in aanmerking te nemen weekomzet-*multiple*, niet bij voorbaat invalide en acht het geboden dat de deskundigen zich mede daarover uitlaten.

3.5 Tot slot hebben Skipper c.s. ter zake van de drie door de deskundigen bepaalde ondernemingswaarden van Schuitema (op basis van weekomzet-*multiple*, van de DCF-methode en van *trading multiples*) gesteld dat die waarderingen alle leiden tot de bruto ondernemingswaarde van de winkeltransactie en dat is verzuimd om vervolgens correcties aan te brengen om te komen tot de netto waarde of *equity value* van die transactie. Aldus vergelijken de deskundigen volgens Skipper c.s. een bruto ondernemingswaarde van circa € 279.000.000 met een netto ondernemingswaarde van circa € 171.000.000. Die laatste waarde is echter gelijk aan € 255.700.000 bruto, aldus Skipper c.s., namelijk na bijtelling van de door Ahold van Schuitema overgenomen financiële leaseverplichtingen (ad € 61.500.000, zoals toegelicht in bijlage 2 bij haar "*Schriftelijke reactie op deskundigenbericht*") en voor de *trapped cash*, de *tax compensation* en, naar de Ondernemingskamer begrijpt, de vervangen goedkopere winkel (*vide* 2.3, ad - per saldo - € 23.200.000). De Ondernemingskamer acht het geraden dat de deskundigen haar mede voorlichten omtrent deze stellingen van Skipper c.s., alsook omtrent de stelling van Skipper c.s. dat bij de hier bedoelde bruto/netto waardeberekening de (resterende) financiële leaseverplichting ad € 19.400.000 in mindering moet worden gebracht op de ondernemingswaarde van Schuitema (zoals blijktens de evengenoemde bijlage 2 is gebeurd).

3.6 Betreffende de CKK-transactie en de (indirecte) effecten daarvan op de waarde van de onderneming van Schuitema ná uitvoering van de Ahold- en de CKK-transacties overweegt de Ondernemingskamer dat volgens Skipper c.s. de deskundigen bij hun vergelijking van de oude CKK-structuur en de nieuwe CV-structuur ten onrechte de door de CV te ontvangen jaarlijkse rentebaten hebben vergeleken met het door CKK vóór de CKK-transactie jaarlijks ontvangen bedrag aan dividend (circa € 3.500.000) omdat volgens haar vergeleken zou moeten worden met het bedrag dat in het verleden jaarlijks door CKK aan Schuitema ter beschikking is gesteld voor gezamenlijke projecten met de franchisenemers (te weten, in 2006 en 2007 circa € 6.000.000 en in 2008 circa € 15.700.000). Aldus gezien is in de nieuwe structuur voor Schuitema geen sprake van enig extra voordeel (in de vorm van kostenbesparingen) ten opzichte van de oude structuur, aldus Skipper c.s. De Ondernemingskamer heeft weliswaar nota genomen van de omstandigheid dat de deskundigen te kennen hebben gegeven op dit punt niet over alle daarvoor relevante (cijfermatige) informatie te hebben beschikt, doch heeft er behoefte aan hen ook over de - mogelijk nitsluitend hypothetisch blijkende - merites van deze stelling van Skipper c.s. te horen.

3.7 Bij deze stand van zaken acht de Ondernemingskamer het geraden om zich nader door de deskundigen te doen voorlichten, in elk geval ter zake van de hiervoor omschreven kwesties, en wel

op een nader te bepalen terechtzitting. Partijen zullen in de gelegenheid worden gesteld daarbij aanwezig te zijn. De Ondernemingskamer zal hen en partijen daartoe te zijner tijd voor de nadere terechtzitting oproepen. Iedere verdere beslissing zal worden aangehouden.

#### 4. De beslissing

De Ondernemingskamer:

bepaalt dat de griffier van de Ondernemingskamer de deskundigen prof. dr. L. Traas te Blaricum en drs. H. Haanappel te Vleuten zal oproepen te verschijnen ter een nader te bepalen openbare terechtzitting van de Ondernemingskamer voor het geven van een toelichting op het deskundigenbericht, in het bijzonder op de in rechtsoverwegingen 3.3 tot en met 3.6 omschreven punten;

bepaalt dat de griffier van de Ondernemingskamer tegelijk met die oproeping een afschrift van de "*Schriftelijke reactie op deskundigenbericht*", van de in 1.4 genoemde pleitaantekeningen, alsmede van deze beschikking aan de deskundigen zal doen toekomen;

bepaalt dat de griffier tegelijk met die oproeping partijen zal oproepen te verschijnen ter genoemde terechtzitting;

houdt iedere verdere beslissing aan.

Deze beschikking is gegeven door mr. Willems, voorzitter, mr. Faase en mr. Van Loon, raadsheren, prof. dr. Van Hoepen RA en prof. dr. Klaassen RA, raden, in tegenwoordigheid van mr. Verheggen, griffier, en uitgesproken ter openbare terechtzitting van de Ondernemingskamer van 3 februari 2009.

coll.:

