

# Xeikon N.V.

## Onderzoeksverslag

Enquêteonderzoek ex art. 2:345 lid 1 BW  
krachtens beschikking van de Ondernemingskamer  
van 22 juli 2014 (200.144.351/01 OK)

Mr. J.M. Blanco Fernández, onderzoeker

Amsterdam, 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon N.V. verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

# INHOUDSOPGAVE

<b>I</b>	<b>Het onderzoek</b>	<b>4</b>
1	Omvang van het onderzoek	4
2	Verloop van het onderzoek	7
3	Conventies	15
4	Betekenis van bevindingen en kwalificaties in het verslag	17
5	Opzet van het verslag en leeswijzer	17
<b>II</b>	<b>Xeikon: inleidende opmerkingen</b>	<b>19</b>
1	Xeikon in het kort	19
1.1	Historie	19
1.2	De onderneming. Enkele gegevens	21
2	Xeikon en Punch International	23
3	Bestuur en toezicht bij Xeikon	28
4	De positie van Cok	31
<b>III</b>	<b>De verkrijging van het Accentis Belang</b>	<b>41</b>
1	Samenvatting	41
2	Achtergrond van de verkrijging	43
3	Verloop van de verkrijging	44
3.1	Doel van de club deal: financiering van Xeikon of van Punch International?	45
3.2	Verder verloop van de club deal	53
4	Bevindingen van de onderzoeker	65
<b>IV</b>	<b>De Overname</b>	<b>72</b>
1	Samenvatting	73
2	Verloop van de Overname	76

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

2.1	Gilde	76
2.2	Openbare mededeling / AFM	79
2.3	Bencis	80
2.4	Goss	91
2.5	Opnieuw Bencis: actieve betrokkenheid van Xeikon of aan de zijlijn blijven?	93
2.6	De opinies Petercam	100
2.7	Communicatie aan de markt	107
2.8	Verder verloop tot de overname	110
2.9	Slot	119
3	Rationale van de Overname en perspectief van de onderzoeker	119
4	Tegenstrijdige belangen tijdens de Overname	121
4.1	Vlasblom	123
4.2	Cok	128
4.3	olde Bolhaar	137
4.4	Algemene conclusie over tegenstrijdig belang	139
5	De notulen van de vergadering van de rvc in de periode juni - augustus 2013	139
6	De structuur van de transactie: Xeikon aan de zijlijn gebleven?	142
7	De carve out	160
8	De inkoop van eigen aandelen bij gelegenheid van de Overname	172
<b>V</b>	<b>Beleid inzake dividend en inkoop van eigen aandelen</b>	<b>176</b>
1	Dividendbeleid	177
2	Beleid inzake inkoop van eigen aandelen	179
3	Bevindingen over het beleid inzake dividend en inkoop van eigen aandelen	187
<b>VI</b>	<b>Conclusies</b>	<b>191</b>

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

### Bijlagen

1. Schematisch overzicht van de aandeelhoudersverhoudingen tussen Punch International, Xeikon en Accentis in verschillende stadia
2. Lijst van afkortingen
3. Belangrijkste geraadpleegde documentatie
4. Geïnterviewde personen
5. Chronologie
6. Namen en functies van de in het verslag meest voorkomende personen
7. Schema van functies bij Xeikon en evt. in andere groepsvennootschappen
8. Memorandum Xeikon van 7 juli 2016 met reactie op het tweede conceptonderzoeksrapport
9. Bencis Brief (overeenkomst van 19 augustus 2013 tussen Bencis en Xeikon)
10. Conceptpersbericht Xeikon van 23 augustus 2013
11. Vergelijkingstabel notulen rvc Xeikon in juli-augustus 2013

### Vertrouwelijke bijlagen

- B-1.a Transcriptie verklaring olde Bolhaar tijdens een gesprek op 15 januari 2015
- B-1.b Transcriptie verklaring Cok een gesprek op 4 november 2014
- B-2 Brief van Dexia van 10 juli 2008 i.v.m. verval van pandrecht op effecten van Creacorp/Dumarey
- B-3 Document inzake herfinanciering en strategie, zonder datum, Punch International per e-mail verzonden op 3 oktober 2009
- B-4.a Waardering Xeikon door management (mei 2012)
- B-4.b Term Sheet in verband met de overname van Xeikon door Bencis (januari 2013)
- B-5 De door Flint Group betaalde prijs per aandeel

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

## **I Het onderzoek**

### **1 Omvang van het onderzoek**

1. Bij beschikking van 22 juli 2014 heeft de OK een onderzoek gelast naar het beleid en de gang van zaken van Xeikon over de periode vanaf 2008. Bij beschikking van 24 juli 2014 is Mr. J.M. Blanco Fernández, advocaat te Amsterdam, als onderzoeker benoemd.
2. Het dictum van de onderzoekbeschikking noemt geen einddatum voor de onderzoeksperiode. De onderzoeker heeft het onderzoek beperkt tot oktober 2013. Dit is het moment waarop, kort gezegd, de Overname formeel was afgerond. De onderzoeker heeft geen aanleiding gezien om feiten die zich nadien hebben voorgedaan te onderzoeken. Het verslag gaat op een enkele plaats nader in op feiten die zich na oktober 2013 hebben voorgedaan omdat dat nuttig bleek voor een goed begrip van feiten vóór die datum, die wel zijn onderzocht.
3. Het dictum van de onderzoekbeschikking bevat ook geen beperking in de omvang van het onderzoek. Na bestudering van het onderzoekdossier heeft de onderzoeker aan partijen op 19 augustus 2014 laten weten dat het onderzoek zich vooralsnog zou richten op de volgende onderwerpen, die in het lichaam van de onderzoeksbeschikking aangewezen worden als onderwerpen die onderzocht moeten worden:
  - a) de verwerving door Xeikon van het Accentis Belang in 2008;
  - b) de vervreemding door Xeikon van het Accentis Belang in 2013;
  - c) de inkoop van eigen aandelen Xeikon in het kader van de Overname;
  - d) het dividendbeleid van Xeikon vanaf 2008.
4. De omvang van het onderzoek is met enige regelmaat onderwerp van discussie geweest tussen betrokkenen en de onderzoeker. De onderzoeker zet hieronder de verschillende visies kort uiteen.
5. Xeikon heeft zich meermaals op het standpunt gesteld dat de onderzoeker de grenzen van het onderzoek overschreed, bijvoorbeeld bij het vragen naar documentatie of het stellen van vragen tijdens interviews. Op drie momenten heeft

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

de onderzoeker zich tot de raadsheer-commissaris moeten wenden opdat hij Xeikon zou gelasten inzage te geven in stukken. De raadsheer-commissaris heeft deze verzoeken bij beschikkingen van 10 november 2014, 23 april 2015 en 31 maart 2016 toegewezen. De onderzoeker verwijst naar deze beschikkingen voor een nadere uitleg van het verschil van inzicht. De onderzoeker is van oordeel dat deze beschikkingen bevestigen dat het standpunt van Xeikon over de omvang van het onderzoek te beperkt was. Er hebben ook discussies plaatsgevonden over de legitimiteit van vragen tijdens interviews<sup>1</sup>, over nut of noodzaak van de verschaffing van documenten en over de selectie van de te raadplegen e-mails. Deze discussies hebben de duur van het onderzoek naar het oordeel van de onderzoeker onnodig verlengd. De onderzoeker merkt daarbij op dat Xeikon, buiten deze gevallen, snel en adequaat aan het onderzoek heeft meegewerkt.

6. Met verzoekers heeft de onderzoeker geen verschil van inzicht gehad over de omvang van het onderzoek, in zoverre dat zij hem op geen enkele manier hebben aangestuurd in de uitvoering ervan. Dit neemt niet weg dat de onderzoeker de indruk heeft dat verzoekers een tamelijk ruime opvatting hadden van de omvang van het onderzoek. Zo hebben verzoekers aan de onderzoeker gevraagd de rol van de accountant van Xeikon in het onderzoek te betrekken, zich door een financieel deskundige te laten bijstaan bij de beoordeling van de prijsbepaling van het aandeel Xeikon bij gelegenheid van de Overname, aandacht gevraagd voor de verwerking van het Accentis Belang in de jaarrekening van Xeikon, onderzoek te doen naar de totstandkoming van de prijs per aandeel die Flint Group heeft betaald (nr. 16) en naar de vraag of bestuur en commissarissen van Xeikon adequate maatregelen hebben getroffen om verjaring van potentiële vorderingen van de vennootschap tegen oud bestuurders en commissarissen te stuiten. De houding van verzoekers op dit punt kan een zekere rechtvaardiging vinden in het feit dat zij, net als Xeikon, door de onderzoeker uitdrukkelijk en op verschillende momenten zijn uitgenodigd om al datgene onder de aandacht van de onderzoeker te brengen dat zij nodig achtten voor de uitvoering van het onderzoek. De onderzoeker is echter van mening dat, wat betreft de zojuist genoemde onderwerpen, de opvatting van verzoekers over de omvang van het onderzoek te ruim is. De onderwerpen zien op vermogensrechtelijke uitwerkingen van het beleid van Xeikon ten aanzien van minderheidsaandeelhouders, en niet zozeer op het beleid van Xeikon als zodaig,

---

<sup>1</sup> De onderzoeker heeft een interview afgebroken omdat de geïnterviewde persoon, op advies van zijn raadvrouw, van mening was dat het thema waarover de onderzoeker vragen stelde geen onderzoeksobject was.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

welk beleid het onderwerp van het onderzoek is. Dit verschil van inzicht is ook zichtbaar in het verzoek dat verzoekers aan de raadsheer commissaris op 13 juli 2016 hebben gericht en dat, kort gezegd, ertoe strekt dat de onderzoeker een aanwijzing wordt gegeven om de zakelijkheid van de prijs te onderzoeken die Punch International heeft betaald voor de verkrijging van het Accentis Belang (zie over deze verkrijging hoofdstuk IV7). De raadsheer commissaris heeft bij beschikking van 1 augustus 2016 dit verzoek afgewezen.

7. Cok, tot slot, was van oordeel dat de onderzoeker meer aandacht had moeten besteden aan wat hij noemt “de relevante context van de onderzoeksperiode”.<sup>2</sup> Deze context wordt gevoerd door een drietal omstandigheden: de noodzaak gedurende de gehele onderzoeksperiode om tot een transactie te komen die Xeikon uit zijn benarde financiële positie zou bevrijden; de positieve uitkomst van de Overname juist voor de minderheidsaandeelhouders van Xeikon; en de oneigenlijke motieven die ten grondslag liggen aan het enquêteverzoek. De onderzoeker is echter van oordeel dat deze omstandigheden niet de geponeerde context verschaffen. Zoals hierna zal blijken (nr. 304), stelt het verslag voorop dat de Overname zakelijk gerechtvaardigd is. Het is voor de onderzoeker daarom niet goed in te zien welke context een uiteenzetting over de noodzaak van de Overname zou kunnen verschaffen. De tweede omstandigheid vooronderstelt dat de prijs die de minderheidsaandeelhouders voor hun aandelen hebben ontvangen een correcte prijs is. De onderzoeker heeft echter geoordeeld dat een inhoudelijke beoordeling van deze prijs de onderzoeksopdracht te buiten gaat (nr. 306) en overigens blijkt uit het verslag dat er twijfels rijzen over de fairheid van de prijs. Wat betreft de derde omstandigheid, acht de onderzoeker, mede gelet op de overwegingen van de OK in de onderzoeksbeschikking over de ontvankelijkheid van verzoekers, dat de aard van de motieven van verzoekers bij het instellen van het verzoek het onderzoek niet van een voldoende relevante context voorzien.
8. De onderwerpen die uiteindelijk voorwerp zijn geworden van het onderzoek zijn niet wezenlijk veranderd ten opzichte van de hiervoor genoemde oorspronkelijke opzet (nr. 3). Wel hebben de onderwerpen in de loop van het onderzoek nadere accenten gekregen die hebben geleid tot een zekere uitbreiding van de onderwerpen. Zo zijn de vervreemding van het Accentis Belang en de inkoop van eigen aandelen door Xeikon in de tweede helft van 2013 alleen te begrijpen in de context waarin zij

---

<sup>2</sup> Notitie 15 februari 2016, p. 15.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

hebben plaatsgevonden, nl. de Overname. Daarom zullen die onderwerpen worden voorafgegaan door een beschrijving van de feitelijke gang van zaken rond de Overname. Daarnaast zijn er onderzoeksthema's, bijvoorbeeld de omgang met tegenstijdige belangen of de inachtneming van de belangen van minderheidsaandeelhouders, die raken aan verschillende onderzochte onderwerpen. Ook kan het zijn dat een thema naar het oordeel van de onderzoeker zodanig nauw verband houdt met een onderwerp, dat voor een goed beeld van het onderwerp het wenselijk werd geacht om ook aan het thema aandacht te schenken, ook al wordt in de onderzoekbeschikking niet met zoveel woorden over het thema als zodanig gesproken. Bijvoorbeeld, de onderzoekbeschikking noemt het dividendbeleid vanaf 2008 als onderwerp van het onderzoek. De onderzoeker is van oordeel dat inkoop van eigen aandelen in diezelfde periode ook onderzocht moet worden omdat dividend en inkoop een vergelijkbare praktische betekenis kunnen hebben en de beperking van het onderzoek tot het dividendbeleid een verkeerd beeld zou kunnen geven van het punt waar het om gaat, nl. de overheveling van vermogen van de vennootschap naar (een deel van) de aandeelhouders. Om deze reden is de inkoop van eigen aandelen over de periode vanaf 2008 onderzocht, ook al noemde de onderzoekbeschikking dit onderwerp alleen in de context van de Overname. Xeikon en Cok hebben bezwaar gemaakt tegen deze keus, die zij een niet gerechtvaardigde uitbreiding van het onderzoek achten.

## 2 Verloop van het onderzoek

9. Het verloop van het onderzoek is gedurende het onderzoek op vier momenten<sup>3</sup> ten behoeve van de OK en van partijen door middel van voortgangsrapportages beschreven. Hieronder worden enkele aspecten van het verloop van het onderzoek besproken die de onderzoeker voor dit verslag van belang acht.

### *Plan van aanpak; interviews*

10. Het onderzoek is in september 2014 begonnen. De onderzoeker heeft aan partijen een plan van aanpak gestuurd met een voorlopig opzet van het onderzoek en een lijst van personen die de onderzoeker zich voornam te interviewen. Partijen werden uitgenodigd om voorstellen te doen over onder meer te bestuderen documenten en

---

<sup>3</sup> 24 december 2014, 7 juli 2015, 19 augustus 2015 en 23 december 2015.



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

te interviewen personen.

11. In de daarop volgende maanden hebben 20 interviews plaatsgevonden. Daarnaast heeft de onderzoeker de op dat moment beschikbare, tamelijk omvangrijke documentatie bestudeerd. Een lijst met geïnterviewde personen en een lijst met de belangrijkste documentatie zijn bijgevoegd als **Bijlagen 4 en 3**.
12. Bestudering van de documentatie gaf aanleiding om te denken dat inzage in de e-mailcorrespondentie tussen de betrokken personen meer inzicht kon bieden in de onderzoeksthema's en in de feitelijke gang van zaken. De onderzoeker heeft Xeikon deze inzage gevraagd, maar Xeikon achtte zich niet vrij die te geven. De onderzoeker heeft de OK verzocht Xeikon te gebieden deze inzage te verschaffen. Het verzoek is bij beschikking van 23 april 2015 toegewezen. De betekenis van de e-mailcorrespondentie voor het onderzoek komt hierna aan de orde (nrs. 19 e.v.).

#### *Voorlopige bevindingen en nadere interviews*

13. Op 19 augustus 2015 heeft de onderzoeker een relaas van voorlopige bevindingen over de gang van zaken rondom de Overname aan Xeikon gestuurd. De bevindingen waren mede bestemd voor personen die in verschillende hoedanigheden betrokken waren bij de Overname en die in deze procedure allemaal door Mr. Soerjatin worden bijgestaan. Aan Xeikon en aan deze personen is de mogelijkheid geboden om op de bevindingen te reageren. Xeikon en deze personen hebben – nadat de onderzoeker de termijn om te reageren desgevraagd had verlengd – op 26 oktober 2015 met een Memorandum gereageerd.<sup>4</sup> De onderzoeker zal in dit verslag op het memorandum ingaan waar hij dat opportuun acht.
14. Het relaas van voorlopige bevindingen is enige tijd later, op 18 september 2015, aan Cok, via zijn raadsman, gestuurd nadat hij gevraagd had daarop te mogen reageren en Xeikon en de overige personen bedoeld in de vorige alinea aan de onderzoeker hadden bevestigd geen bezwaar te hebben tegen verstrekking van de bevindingen aan Cok. Cok heeft de onderzoeker meermaals om verlenging van de termijn om te reageren gevraagd en gekregen, maar heeft van de gelegenheid om te reageren geen gebruik gemaakt.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Het memorandum bestaat uit 43 pagina's tekst en 23 bijlagen.

<sup>5</sup> (De raadsman van) Cok heeft opgemerkt dat de weergave van de feiten in dit nummer niet accuraat is, naar de onderzoeker begrijpt omdat in de ogen van Cok hij niet bedacht hoefde te zijn

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

15. Na 19 augustus 2015 hebben nog twee interviews plaatsgevonden. De onderzoeker heeft ook geprobeerd een gesprek met Petercam te voeren over twee opinies die Petercam in verband met de Overname heeft opgesteld (nrs. 251 e.v.), maar Petercam heeft niet op het verzoek gereageerd.
16. Op 20 november 2015 hebben Bencis en Gimv-XL aangekondigd dat er een akkoord is bereikt over de verkoop van XBC B.V., de vennootschap die een controlebelang aanhoudt in Xeikon, aan Flint Group. Het lijkt de onderzoeker dat de prijs die Flint Group betaalde perspectief kan geven aan het beleid van Xeikon ten aanzien van de fairheid van het bod van Bencis nu drie jaar geleden. De onderzoeker heeft daarom Xeikon gevraagd hem te zeggen wat de prijs is geweest. Xeikon heeft de onderzoeker onder aanvoering van diverse argumenten bericht dat het Xeikon niet vrijstond om de gevraagde informatie met de onderzoeker te delen. De raadsheer-commissaris heeft bij beschikking van 31 maart 2016 op verzoek van de onderzoeker Xeikon bevolen, kort gezegd, de prijs bekend te maken. Xeikon heeft aan het verzoek voldaan, onder toezending van een memorandum met de strekking dat deze informatie voor het onderzoek irrelevant is. De onderzoeker komt nog op deze kwestie in de vertrouwelijke **Bijlage B-5** terug.
17. Op 11 december 2015 heeft de onderzoeker een conceptverslag aan partijen voor commentaar toegezonden. Het concept is daarnaast in zijn geheel of gedeeltelijk toegezonden aan alle personen die tijdens de onderzoeksperiode bestuurder of commissaris van Xeikon zijn geweest. Enkele passages zijn ook aan BDO, voormalige accountant van Xeikon, gestuurd. De laatste reactie is op 15 april 2016 ontvangen, nadat de termijn om te reageren op verzoek van vrijwel alle partijen was verlengd. Verzoekers, Xeikon, Cok en Dumarrey hebben een uitgebreide reactie gestuurd. Deblauwe, Tytgadt, Vanhoutte en BDO hebben een (zeer) korte reactie gestuurd. Ghekiere, Van Assche en Deschuytere hebben geen reactie gestuurd. Op het commentaar van deze partijen en personen zal hierna worden ingegaan waar

---

op het feit dat het conceptverslag medio december 2015 gereed zou zijn. De onderzoeker heeft echter meermaals een termijn voor reactie gegeven. Op 9 november heeft de raadsman van Cok geschreven: "Wegens omstandigheden laat onze reactie nog op zich wachten. Ik zeg u thans als harde deadline toe dat u het stuk uiterlijk vrijdag 20 november 2015 heeft." Daarop heeft de onderzoeker op 10 november geantwoord: "Ik streef ernaar aan het einde van deze maand het conceptrapport af te ronden. Als het commentaar van uw cliënt de afronding naar mijn oordeel te lang zou ophouden, kan ik u niet toezeggen dat ik rekening met het commentaar kan houden. Zoals besproken zal uw cliënt in ieder geval de gelegenheid hebben om ook op het concept te reageren."

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

de onderzoeker dat relevant acht. Partijen en een enkele betrokkene hebben de onderzoeker gevraagd hen een nieuwe gelegenheid te bieden om commentaar op een nieuw concept te geven.

18. De onderzoeker heeft aan dit verzoek gehoor gegeven en op 10 juni 2016 een tweede concept voor commentaar voorgelegd. Xeikon heeft de reactie ingediend die als **Bijlage 8** is bijgevoegd. Cok heeft een soortgelijke reactie ingediend. Verzoekers en Dumarey hebben een beperkte reactie ingediend. Het verslag zal daarop ingaan waar de onderzoeker dat nodig acht.

### *De e-mailcorrespondentie*

19. De onderzoeker heeft, nadat de raadsheer-commissaris Xeikon daartoe bij beschikking van 23 april 2015 een bevel had gegeven, inzage gekregen in de e-mailcorrespondentie van drie oud bestuurders van Xeikon: Deblauwe, Vlasblom en Deschuytere. Kennisneming van de e-mailcorrespondentie van met name Deblauwe en Vlasblom is van doorslaggevende betekenis geweest voor de vaststelling van de feitelijke bevindingen van het onderzoek. Het is duidelijk gebleken dat deze correspondentie een zekerheid, objectiviteit en accuratesse over de feiten verschaft die naar alle waarschijnlijkheid zonder die correspondentie niet zou zijn verkregen.
20. De correspondentie heeft ook menig onderwerp van een context voorzien die de onderzoeker niet kon verkrijgen op basis van bestudering van de documentatie of de interviews. Ter toelichting mogen twee voorbeelden dienen.
21. Het eerste voorbeeld betreft sommige notulen van de vergaderingen van de rvc van Xeikon. Alle notulen zijn op eerste verzoek van de onderzoeker door Xeikon aan hen ter beschikking gesteld. Deze notulen zijn gebruikt tijdens de meeste interviews met betrokkenen. Bij de bestudering van de e-mailcorrespondentie is echter gebleken dat van een aantal notulen in een cruciale periode van de Overname een andere, eerdere (concept) versie bestaat die op wezenlijke punten verschilt met de notulen waarop de onderzoeker zich in eerste instantie baseerde. Op de betekenis van deze notulen wordt in hoofdstuk IV5 ingegaan.
22. Het tweede voorbeeld betreft de feitelijke gang van zaken met betrekking tot de Overname. De onderzoeker heeft moeite gedaan om tijdens de interviews deze gang van zaken zo helder mogelijk te krijgen, maar het beeld dat hij op grond van

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

de interviews kon krijgen is alleen een vage afspiegeling van het beeld dat uit de e-mailcorrespondentie ontstaat. De interviews kenden, zeker in de beginfase, toen de onderzoeker zich nog überhaupt een beeld moest vormen van de gebeurtenissen, een aantal beperkingen dat inherent is aan deze vorm van waarheidsvinding: informatieachterstand van de interviewer, falend geheugen van de geïnterviewde (in het bijzonder bij gebeurtenissen die al enkele jaren geleden hebben plaatsgevonden), etc. De e-mailcorrespondentie kent deze beperkingen niet.

23. Xeikon heeft in haar reactie het volgende over de e-maildocumentatie gesteld. Xeikon heeft honderden documenten, samen een paar duizend bladzijden, aan de onderzoeker verstrekt. Daarnaast is toegang verschaft tot een back-up website van Xeikon en zijn vele gesprekken gevoerd. Het verslag legt onevenredige nadruk op de e-mailcorrespondentie. De onderzoeker negeert de omvangrijke informatieverstrekking en uitgebreide toelichtingen van de geïnterviewde personen en Xeikon (ook over de context van e-mails). De onderzoeker geeft zich bovendien geen enkele rekenschap van de zeer hectische omstandigheden waarin het transaction committee van Xeikon in 2013 moest opereren, waardoor mogelijk wat minder aandacht is uitgegaan naar de zorgvuldigheid van de formulering van onderlinge e-mailuitwisseling. In het verslag gaan de genoemde e-mails een eigen leven leiden en worden zij uit hun verband getrokken. Uit het verslag blijkt inderdaad – aldus Xeikon – dat e-mails nagenoeg de enige basis zijn voor de onderzoeksbevindingen. Gezien de verwijzingen in het verslag baseert de onderzoeker zijn bevindingen op ongeveer 170 e-mails; dat is 0,19% van het totale aantal beschikbaar gestelde e-mails. Het is Xeikon een raadsel hoe de onderzoeker kan menen dat een door hem gemaakte zeer beperkte selectie van e-mails over los van elkaar staande omstandigheden, en bovendien met uitsluiting van de vele mondelinge en schriftelijke toelichtingen van Xeikon en haar (voormalig) leidinggevend en andere documenten, een representatief beeld geeft van het beleid en de gang van zaken van Xeikon. Alleen al het voorgaande toont de onjuistheid en zwakte van de gehanteerde onderzoeksmethode aan, wat gevolgen heeft voor de bereikte conclusies. Aldus steeds Xeikon.
24. Hierover merkt de onderzoeker het volgende op. Voorop staat dat dit verslag “de uitkomst van het onderzoek” bevat, zoals art. 2:353 lid 1 BW. Niet alle onderzochte documentatie is in het verslag verwerkt. Het is juist dat Xeikon de onderzoeker honderden documenten heeft verschaft en dat veel gesprekken zijn gevoerd. Sommige documenten, zoals bankleningen of huurovereenkomsten, hebben

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

inhoudelijk beperkte betekenis gehad voor het onderzoek. Andere onderwerpen, documenten en gesprekken hebben onderzoektijd in beslag genomen zonder dat dat uiteindelijk weerslag in het verslag heeft gehad, bijvoorbeeld de verantwoording van het Accentis Belang in de jaarrekening. Ten aanzien van weer andere onderwerpen, zoals de verschillende versies van de notulen of de zin van de verkrijging van het Accentis Belang (strategische beslissing of noodgedwongen gebeurtenis), heeft de e-mailcorrespondentie een context gegeven die de documenten niet boden. Wat betreft de hoeveelheid e-mailcorrespondentie is het juist dat de geselecteerde e-mails alleen een klein deel zijn van het totaal aantal e-mails, maar dat laat de relevantie van de geselecteerde e-mails naar het oordeel van de onderzoeker onverlet. Het overgrote deel van de correspondentie betrof overigens aangelegenheden over de dagelijkse gang van zaken van de onderneming. Deze correspondentie was voor het onderzoek niet van belang en is in zoverre buiten beschouwing gelaten.

25. Cok heeft soortgelijke bezwaren tegen de e-mailcorrespondentie geuit. Hij heeft samengevat het volgende aangevoerd. Cok is van mening dat deze wijze van onderzoek riskant en onzorgvuldig is. Naar hun aard schetsen e-mails nagenoeg geen breder perspectief. E-mail is een vluchtige manier van communicatie. Voor het opstellen van een e-mail neemt een verzender (zeker een verzender die niet in een juridische omgeving werkt) doorgaans slechts enkele ogenblikken (hooguit een paar minuten) de tijd. Ook de lezer neemt het bericht vaak vluchtig tot zich, op een telefoon terwijl hij andere dingen aan het doen is. De reactie is vaak impulsief, en volgt binnen enkele minuten. Een bepaalde aanzienlijke mate van onzorgvuldigheid en impulsiviteit is daarmee eigen aan e-mailcorrespondentie, zeker in drukke en hectische periodes. Dat nemen gebruikers van e-mail – zeker wanneer het gaat om interne correspondentie, tussen personen die elkaar goed kennen – voor lief: er komt immers snelheid voor in de plaats. Mededelingen in e-mails zijn ook snel achterhaald. E-mails geven alleen de waan van de dag weer. Een suggestie of mededeling die wordt gedaan op de ene dag, is de volgende dag vaak al weer achterhaald. Niet iedereen leest ook een e-mail, en bovendien wordt op een e-mail dikwijls gereageerd met een (telefoon)gesprek, dat dan weer geen onderdeel uitmaakt van de correspondentie. De onderzoeker heeft geen enkele e-mail heeft opgenomen die een ander beeld geeft en een ander beeld werpt op de aannames van onderzoeker. Er is sprake van een selectie van e-mails waarmee een eenzijdig beeld wordt neergezet. onderzoeker heeft ook niet vermeld hoe hij de e-mails heeft doorzocht, zoals welke zoektermen en techniek hij heeft gebruikt.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

26. De onderzoeker merkt daarover het volgende op. De onderzoeker is van oordeel dat voorgaand standpunt de betekenis van e-mails als communicatievorm in het algemeen te zeer relativeert. Daarnaast acht de onderzoeker deze relativeringen onvoldoende geadstrueerd ten aanzien van de in dit verslag gebruikte correspondentie. Wat betreft de selectie van de e-mails, deze heeft plaatsgevonden mede met behulp van een ICT bedrijf, dat alle e-mails in een digitale omgeving heeft geplaatst en voor de onderzoeker toegankelijk heeft gemaakt in allerlei combinaties, aan de hand van de datum, verzender, ontvanger, onderwerp, in de tekst voorkomende woorden, 'families' (d.w.z. alle e-mails die gevolgd zijn op een bepaalde e-mail, ook wanneer dat alleen tussen sommige deelnemers aan de conversatie gebeurde, of wanneer een e-mail aan een derde werd doorgestuurd die niet onder de ontvangers figureerde ). De correspondentie is doorzocht aan de hand van verschillende zoekcombinaties: auteur, datum, onderwerp, steekwoorden...

### *De interviews*

27. De onderzoeker heeft 23 interviews afgenomen. Een lijst van de geïnterviewde personen is als **Bijlage 4** bijgevoegd.
28. De meeste geïnterviewde personen hebben naar de waarneming van de onderzoeker naar best vermogen aan het interview meegewerkt. In een enkel geval is de onderzoeker van mening dat de geïnterviewde onjuiste informatie heeft verstrekt. Waar dat relevant is, zal dat in het verslag worden vermeld.
29. Een groot aantal geïnterviewde personen heeft de Belgische nationaliteit en is beroepsmatig actief in een Belgische omgeving. Xeikon is weliswaar een Nederlandse vennootschap en haar hoofdkantoor is in Nederland gevestigd, maar de onderneming is als organisatie in België gevestigd, is gedurende de onderzoeksperiode door Belgische CEO's geleid en heeft een rvc gehad die doorgaans in (grote) meerderheid uit Belgische commissarissen bestond, de controlerende aandeelhouder was een Belgische vennootschap die aan de Brusselse beurs genoteerd is. De onderzoeker heeft de indruk dat voor deze personen de enquête niet zelden confronterend overkwam en dat dit deels geresulteerd heeft in een zekere gereserveerdheid tijdens de interviews.

### *Buitenlandse vennootschappen*

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

30. Het onderzoek kende een inherente beperking in het feit dat twee belangrijke actoren buitenlandse vennootschappen zijn. Zowel Punch International als Accentis zijn vennootschappen naar Belgisch recht en vallen als zodanig buiten het toepassingsbereik van het enquêterecht. Het onderzoek had waarschijnlijk efficiënter kunnen verlopen indien deze vennootschappen ten volle onder het bereik van het enquêterecht zouden vallen. Zo had het beeld van de transacties die in de tweede helft van 2008 tussen Xeikon en Punch International plaatsvonden, of de rol die Punch International in de Overname heeft gespeeld, completer kunnen zijn indien deze vennootschap bij het onderzoek was betrokken.<sup>6</sup>
31. Deze beperkingen doen er echter niet aan af dat, mede dankzij de e-mailcorrespondentie, het beeld van Xeikon dat de documentatie geeft volgens de onderzoeker voldoende compleet is voor het onderhavige onderzoek.

### *Uitvoering van het onderzoek*

32. De onderzoeker heeft het onderzoek hoofdzakelijk alleen uitgevoerd. Hij heeft secretariële ondersteuning gehad, onder andere bij het notuleren en uitwerken van interviews. In de eindfase is de onderzoeker door een jurist bijgestaan, in het bijzonder bij het verzamelen en controleren van gegevens. De onderzoeker heeft met deze personen vertrouwelijkheidsovereenkomsten gesloten om de vertrouwelijkheid van het onderzoek te waarborgen.
33. De onderzoeker heeft op 26 mei 2015 een bezoek gebracht aan de productiefaciliteit van Xeikon in Lier. Hij is door Maes in de fabriek rondgeleid en heeft na afloop van hem een presentatie over de onderneming ontvangen.

---

<sup>6</sup> Dumarey heeft aan de onderzoeker bericht dat "de uiterst relevante achtergrond ten aanzien van lep [Punch International] en Accentis (besluitvorming, zeggenschap) niet of niet voldoende [is] onderzocht. Dit dient (...) verder onderzocht [te] worden, teneinde aldus een correct beeld te krijgen over de feitelijke controle en het management in de loop van 2008, en de ware achtergrond van de upstream in 2008, en de rol van de daadwerkelijk betrokkenen en de daadwerkelijke beslissers daarbij." (Memo van 4 april 2016, p. 9)

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

*Hoor- en wederhoor*

34. Partijen zijn aan het begin van het onderzoek, in het plan van aanpak, erop gewezen dat het hen vrij stond de onderzoeker alle informatie te verschaffen die zij van belang voor het onderzoek achtten. Partijen hebben van deze gelegenheid gebruik gemaakt door gevraagd en ongevraagd stukken te sturen en de onderzoeker te wijzen op informatie die zij relevant vonden.
35. Nagenoeg alle interviews zijn op band opgenomen en aan de geïnterviewde persoon is een transcriptie van de band gestuurd. Van sommige gesprekken vonden de onderzoeker en de geïnterviewde personen het niet nodig het gesprek op te nemen. Steeds is aan de geïnterviewde persoon de gelegenheid geboden om aanvullingen of correcties over het gesprek of de transcriptie te maken. Van deze mogelijkheid is praktisch geen gebruik gemaakt.
36. Hiervoor is al gewezen op de ter beschikkingstelling van twee concepten van het verslag aan partijen en aan een aantal betrokkenen (nrs. 17-18). Daaraan voorafgaand is een document met voorlopige bevindingen aan Xeikon en aan Cok voor commentaar gestuurd (nrs. 13-14). Waar de onderzoeker dat relevant acht, zal hij in het verslag ingaan op het ontvangen commentaar.

### **3 Conventies**

*Terminologie*

37. Xeikon heette tot 15 november 2011 Punch Graphix. In dit verslag wordt de naam Xeikon gebezigd ook voor de periode vóór de naamwijziging, tenzij het om citaten gaat waarin de naam Punch Graphix werd gebezigd.
38. Personen worden doorgaans met hun achternaam genoemd. Een lijst van personen met geslacht, volledige naam en belangrijkste functie binnen Xeikon is bijgevoegd als **Bijlage 6**. Ook de voornaam wordt toegevoegd, omdat dit behulpzaam kan zijn bij citaten uit de e-mailcorrespondentie.
39. Omwille van de leesbaarheid zullen partijen die in enige mate vereenzelvigd kunnen worden met een gemeenschappelijke naam worden genoemd. 'Bencis' wordt



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

bijvoorbeeld gebruikt om zowel de vennootschap te duiden die de aandelen Xeikon heeft verkregen als één van de aandeelhouders in die vennootschap. Zo ook wordt de naam 'Cok' soms gebruikt om Summa te duiden. Er is naar gestreefd dat uit de context voldoende duidelijk blijkt over welke (rechts)persoon wordt gesproken. De onderzoeker benadrukt dat dit een terminologische conventie is waaraan buiten dit verslag geen juridische betekenis moet worden toegekend.

40. De raad van bestuur wordt op verschillende wijzen geduid: directie, rvb, bestuur.
41. Verwijzingen naar de jaarrekening of het jaarverslag zijn verwijzingen naar de op papier gepubliceerde jaarrekening.
42. Verwijzingen naar de documentatie, zonder nadere specificatie, zijn verwijzingen naar de verschillende bronnen op basis waarvan het onderzoek is verricht: e-mailcorrespondentie, documenten, gesprekken, etc.<sup>7</sup>
43. Voor sommige begrippen wordt een afkorting gebruikt. Een lijst met afkortingen is bijgevoegd als **Bijlage 2**.
44. Bij data wordt het jaartal soms weggelaten als de tekst daardoor beter leesbaar is en er geen onduidelijkheid ontstaat over de datum.

### *Citaten*

45. Citaten uit e-mailcorrespondentie zijn gekopieerde teksten uit de betreffende e-mail. Spel- en andere taalfouten of gebrek aan interpunctie zijn niet gecorrigeerd, tenzij dat voor de leesbaarheid nodig werd geacht.

### *Mededelingen*

46. De berichten waarnaar in dit verslag wordt verwezen betreffen e-mailberichten, tenzij

---

<sup>7</sup> Cok heeft in zijn reactie geschreven dat hij zich "niet [kan] vinden in deze wijze van verslaggeving, die niet controleerbaar is, te meer nu juist vaak verregaande generaliserende oordelen en conclusies van onderzoeker op dit vage begrip zijn gebaseerd" (Notitie 15 februari 2016, p. 8). Voor zover Cok zijn bezwaar concreet maakt ten aanzien van specifieke punten (bijv. de vraag of Cok een actieve rol heeft gespeeld in de Overname en of hij belangrijke invloed had binnen Xeikon), komt de onderzoeker op het bezwaar terug wanneer het punt in kwestie behandeld wordt.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

anders blijkt.

#### **4 Betekenis van bevindingen en kwalificaties in het verslag**

47. Dit verslag is geschreven binnen de context van het enquêterecht en moet voor een juist begrip ervan binnen die context worden verstaan. De feitelijke bevindingen en de kwalificaties in het verslag dienen het doel waarvoor het verslag is geschreven, nl. het verschaffen van inzicht in het beleid en de gang van zaken van Xeikon met betrekking tot de onderzochte onderwerpen in de onderzoeksperiode. De middelen die voor het onderzoek zijn gebruikt, zoals bijvoorbeeld de verklaringen van betrokkenen, zijn ook gekozen voor dat doel en ontlene hun betekenis aan het specifieke karakter van de onderhavige procedure. De bevindingen en kwalificaties in het verslag, tot slot, beogen niet betekenis buiten deze procedure te hebben, bijvoorbeeld in de context van een aansprakelijkheidsprocedure.

#### **5 Opzet van het verslag en leeswijzer**

48. Het verslag is als volgt ingedeeld. Hoofdstuk II geeft achtergrondinformatie over Xeikon en gaat in op twee preliminaire kwesties van het onderzoek: de verhouding tussen Xeikon en Punch International en het bestuur en toezicht daarop bij Xeikon. Hoofdstuk III behandelt de verkrijging van het Accentis Belang in 2008. Hoofdstuk IV gaat over de Overname. In hoofdstuk V wordt tot slot het dividendbeleid en de inkoop van eigen aandelen in de periode 2008-2012 behandeld. Het verslag wordt afgesloten met de conclusies in hoofdstuk VI.
49. Er is getracht de feitelijke vaststellingen enerzijds en de kwalificaties van de onderzoeker anderzijds zoveel mogelijk te scheiden. Dat geldt vooral voor hoofdstukken III-V, waar eerst de feitelijke gang van zaken met betrekking tot het onderzochte onderwerp is weergegeven en vervolgens de conclusies.
50. Aan het begin van hoofdstukken III en IV is een samenvatting opgenomen van de feiten die later in het betreffende hoofdstuk in detail worden besproken. De samenvatting is bedoeld om de lezer in het onderwerp in te leiden en de lezing van de rest van het hoofdstuk te vergemakkelijken.

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

51. Als **Bijlage 5** is een beknopte chronologie toegevoegd die kan helpen om de gebeurtenissen in tijdelijk perspectief te plaatsen en de belangrijkste feiten snel te vinden. De chronologie verwijst naar de plaatsen in het verslag waar het betreffende feit wordt behandeld.
52. Aan het verslag zijn bijlagen toegevoegd die concrete punten in het verslag nader toelichten. Sommige bijlagen bevatten informatie die naar het oordeel van de onderzoeker niet openbaar behoort te worden gemaakt, bijvoorbeeld omdat een derde die geen partij is bij deze enquêteprocedure daar een legitiem belang bij heeft. Voor zover de OK bepaalt dat het verslag ter inzage van een ieder ligt, geeft de onderzoeker de OK in overweging deze bijlagen uit te zonderen. De bijlagen waar het om gaat worden in de nummering voorafgegaan van de letter B.

## II Xeikon: inleidende opmerkingen

53. Dit hoofdstuk schetst enkele achtergronden die van belang zijn voor een goed begrip van de onderzochte thema's. Eerst wordt de geschiedenis van Xeikon kort weergegeven (1.1) en worden enkele kengegevens vermeld (1.2). Vervolgens wordt ingegaan op de verhouding tussen Xeikon en haar meerderheidsaandeelhouder Punch International. Punch International heeft grote invloed gehad op het beleid van Xeikon, meer in het bijzonder ter zake van de verkrijging van het Accentis Belang in 2008 en de Overname in 2013. Op haar beurt hadden Dumarey en Cok beslissende invloed in Punch International in respectievelijk 2008 en 2013. Deze zeggenschapsverhoudingen worden onder 2 uiteengezet. Daarnaast wordt ingegaan (3) op de problematiek van het bestuur en toezicht bij Xeikon, vooral op de samenstelling van bestuur en rvc en de functies die bestuurders en commissarissen hadden in meerderheidsaandeelhouder Punch International en de voor dit onderzoek belangrijke deelneming Accentis. Tot slot wordt aandacht besteed aan de positie van Cok (4). Dit laatste onderdeel is opgenomen omdat Cok naar het oordeel van de onderzoeker belangrijke invloed binnen Xeikon heeft gehad, terwijl Cok zich op het standpunt heeft gesteld dat hij die invloed niet had.
54. De aandeelhoudersverhoudingen tussen Punch International, Xeikon en Accentis in de verschillende stadia, alsmede de belangrijkste aandeelhouders in deze vennootschappen, worden in **Bijlage 1** schematisch weergegeven.

### 1 Xeikon in het kort

#### 1.1 Historie

55. Xeikon is als onderneming in 1988 gestart.<sup>8</sup> De onderneming werd gedreven door een Belgische vennootschap. Xeikon was actief in de grafische sector. Zij bood nieuwe alternatieven voor het zogenoemde pre-press proces, dat is het proces dat voorafgaat aan het eigenlijke drukken. Drukken met een conventionele drukpers

---

<sup>8</sup> De hierna volgende historische gegevens zijn hoofdzakelijk ontleend aan jaarrekeningen van Xeikon en aan het rapport van Petercam: "Punch Graphix. An undiscovered gem!", van December 5, 2007 en het rapport van SNS Securities: "Value is in the eye of the beholder", van 9 January 2009.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

vereist dat een plaat gemaakt wordt. Bij digitaal drukken zou deze pre-press activiteit kunnen worden overgeslagen, omdat het drukwerk rechtstreeks vanaf de computer kan gebeuren.

56. Het bedrijf heeft een relatief snelle groei doorgemaakt, maar is in 2002 failliet gegaan. In dat jaar heeft Xeikon onder Punch International met ca. 200 werknemers en een aantal activa uit de boedel, waaronder het pand in Lier, een doorstart gemaakt. Dumarey was, via Punch International, de initiator van die doorstart.
57. In 2005 heeft Punch International alle vennootschappen van de groep in de grafische sector ingebracht in Punch Graphix Plc, een Engelse vennootschap met een beursnotering aan de Londense AIM. Na de notering bedroeg het belang van Punch International in Punch Graphix Plc 49%. De beursintroductie is succesvol verlopen. De introductiekoers van 98 GBp per aandeel kende gaandeweg een koersstijging van meer dan 40%. De stijging werd gevolgd door een significante daling als gevolg van teleurstellende resultaten in de tweede helft van 2005 en van het feit dat door de markt verwachte acquisities achterbleven.
58. In 2007 heeft Punch International door middel van een openbaar bod opnieuw de controle over Punch Graphix Plc verworven. De verkrijgingprijs bedroeg GBp 128. Na het bod bedroeg het belang van Punch International 97,3% van het kapitaal van Punch Graphix Plc.
59. Punch International had in 2007 eveneens een substantieel belang (63%) in een andere aan de Amsterdamse beurs genoteerde onderneming, Punch Technix NV. Punch Technix was de opvolger van een onderneming die in geautomatiseerde melkrobots gespecialiseerd was. In de loop van 2007 is Punch Technix gereorganiseerd, met als gevolg dat de vennootschap alleen de productie van de robots behield en de andere activiteiten en assets werden overgedragen.
60. Op 18 juli 2007 verkocht Punch International haar belang in dochter Punch Graphix Plc aan dochter Punch Technix. Volgens Petercam lagen er vier redenen aan deze transactie ten grondslag:
  - de Belgische wortels van Punch Graphix, die ook haar belangrijkste faciliteiten in België had;
  - de wens om de structuur van Punch International te vereenvoudigen;

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

- de beschikbaarheid van compensabele fiscale verliezen;
- de mogelijkheid om synergieën te realiseren.

61. Het verkochte belang van Punch Graphix Plc (97,3%) had op dat moment een marktwaarde van € 195,1 miljoen. Punch Technix heeft de verkrijging van dit belang gefinancierd door middel van een kapitaalverhoging en met een rekening courant verhouding met Punch International, dit laatste voor een bedrag van € 119,6 miljoen. De notering in Londen werd later beëindigd.
62. Na de transactie heeft Punch Technix de naam Punch Graphix overgenomen. Dit is het huidige Xeikon.

### 1.2 De onderneming. Enkele gegevens

63. Hieronder worden enkele kengegevens van Xeikon weergegeven.<sup>9</sup> De gegevens hebben betrekking op de periode 2008-2015.

---

<sup>9</sup> De gegevens zijn ontleend aan de jaarrekeningen van Xeikon. De bedragen zijn in € 1.000.

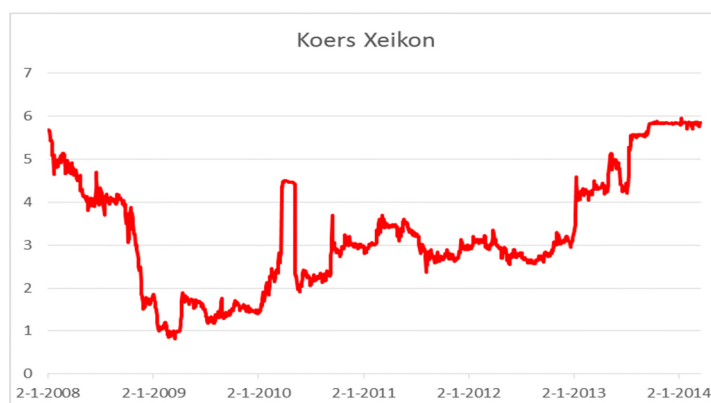
## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

	<b>Eigen vermogen</b>	<b>Netto- schuld</b>	<b>EBITDA</b>	<b>Nettoschuld als % Eigen vermogen</b>	<b>Personeels- leden</b>
<b>2008</b>	184.013	43.218	44.174	23%	636
<b>2009</b>	166.964	28.014	18.029	17%	461
<b>2010</b>	170.867	35.271	31.324	21%	437
<b>2011</b>	177.236	29.012	30.468	16%	420
<b>2012</b>	185.682	10.789	32.044	6%	391
<b>2013</b>	147.981	17.712	21.642	12%	425
<b>2014</b>	151.664	4.232	22.622	3%	445
<b>2015</b>	172.578	-25.844	29.179	-15%	477

	<b>Omzet</b>	<b>EBITDA</b>	<b>Netto resultaat</b>	<b>Resultaat als % van de omzet</b>
<b>2008</b>	163.356	44.174	15.904	10%
<b>2009</b>	118.390	18.029	-15.931	-13%
<b>2010</b>	139.268	31.324	4.656	3%
<b>2011</b>	129.780	30.468	6.958	5%
<b>2012</b>	130.227	32.044	8.929	7%
<b>2013</b>	115.528	21.642	-6.479	-6%
<b>2014</b>	116.441	22.622	2.916	3%
<b>2015</b>	130.360	29.179	19.732	15%

64. Het verloop van de koers van het aandeel Xeikon gedurende de periode 2008-2014 is als volgt geweest:



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

## 2 Xeikon en Punch International

65. De gang van zaken van Xeikon gedurende de onderzoeksperiode is nauw verbonden geweest met de lotgevallen van haar controlerende aandeelhouder, Punch International. Op haar beurt zijn de lotgevallen van Punch International nauw verbonden geweest met de persoon van de referentieaandeelhouders van deze vennootschap, Dumarey en Cok. Dumarey was tot oktober 2009 commissaris bij Xeikon. Cok was dat vanaf mei 2011. Daarnaast is Dumarey bestuurder van Punch International geweest en Cok van Accentis.<sup>10</sup> Zowel Dumarey als Cok hebben belangrijke invloed gehad op de transacties van Xeikon die onderwerp zijn van dit onderzoek. Deze invloed wordt later in het verslag geëxpliciteerd wanneer de onderzochte transacties aan de orde komen. Op deze plaats wordt nader ingegaan op het verloop van de aandeelhouderschapverhoudingen en op de verhouding tussen Punch International, althans haar meerderheidsaandeelhouders, en Xeikon.<sup>11</sup>
66. Xeikon was tot haar overname door Bencis een dochtervennootschap van Punch International. Het aandelenbelang van Punch International in Xeikon was in de periode 2008-2013 als volgt.<sup>12</sup>

2008:	71,40%
2009:	72,26%
2010:	72,23%
2011:	73,43%
2012:	73,78%
2013: <sup>13</sup>	73,04%

67. Punch International is een aan Brussels Euronext genoteerde Belgische naamloze vennootschap. Enigszins vereenvoudigd gesteld werd Punch International tot het najaar van 2009 gecontroleerd door Dumarey. Vanaf deze periode werd Punch

---

<sup>10</sup> Zie het schema van functies in Bijlage 7.

<sup>11</sup> Zie ook het schema van de groepsverhoudingen in Bijlage 1.

<sup>12</sup> Bron: jaarrekeningen Punch International. Percentages zijn inclusief de eigen aandelen van Xeikon. De opgegeven percentages verschillen in de jaren 2008 en 2009 enigszins van de door Xeikon in haar jaarrekening opgegeven percentages. De verschillen zijn voor dit verslag niet significant. Het verslag gaat daaraan voorbij.

<sup>13</sup> Tot 20 september 2013, datum van de overdracht van het belang aan Bencis.



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

International door Cok gecontroleerd. De wisseling van controlerende aandeelhouder hing samen met een zakelijk geschil tussen de twee betrokkenen. Dumarey heeft zich op het standpunt gesteld dat Cok al in 2008 Punch International controleerde.<sup>14</sup> De onderzoeker heeft voor dit standpunt geen onderbouwing in de documentatie kunnen vinden.

68. De aandeelhouderstructuur van Punch International gedurende de onderzoeksperiode was als volgt.<sup>15</sup>

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Creacorp N.V. e.a.	30,68			10,26	13,70			
Summa N.V.		20,28	20,28	24,89	24,89	29,88	29,98	29,98
Mohist B.V.	10,41	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	15,14	15,14
Yoshi S.A.						12,26	12,26	12,26
Eigen aandelen	1,35	0,00	0,00	0,11	0,11	15,73	15,73	15,76
Publiek	53,56	45,55	42,85	36,33	33,97	23,02	26,89	26,85
<b>Totaal %</b>	<b>96</b>	<b>76,08</b>	<b>73,38</b>	<b>81,84</b>	<b>82,92</b>	<b>91,14</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

69. Creacorp is een aan (familieleden van) Dumarey gelieerde vennootschap.<sup>16</sup> Summa en Mohist zijn aan (familieleden van) Cok gelieerde vennootschappen.<sup>17</sup> Yoshi is een aan Jan Hamelink gelieerde vennootschap.<sup>18</sup> Dumarey en Cok, althans aan hen gelieerde vennootschappen onderhielden zakelijke relaties met elkaar. Cok en Hamelink, althans aan hen gelieerde vennootschappen, onderhouden zakelijke relaties met elkaar.

<sup>14</sup> Memo van 4 april 2016, p. 6.

<sup>15</sup> Bron: jaarrekeningen Punch International. Alleen gemelde belangen hoger dan 10% en eigen aandelen worden vermeld.

<sup>16</sup> Creacorp werd tijdens de onderzoeksperiode door Guido Dumarey en Brigitte Dumolyn gecontroleerd. Bron: diverse transparantiemeldingen van Punch International, o.m. van 6 juni 2011. Naast Creacorp hadden Dumarey en/of familieleden van hem belangen in Punch International. Al deze belangen zijn in de tabel bij elkaar opgeteld.

<sup>17</sup> Summa werd tijdens de onderzoeksperiode door Cornelia Cok en Erwin Cok gecontroleerd. Mohist B.V. werd tijdens de onderzoeksperiode gecontroleerd door Cornelia Cok, Erwin Cok (via Summa NV en Summa Finance B.V.), Dave Engelsma en Shena Engelsma. Bron: diverse transparantiemeldingen o.m. van 3 juli 2014.

<sup>18</sup> Yoshi SA werd tijdens de onderzoeksperiode door Jan Hamelink gecontroleerd. Bron: transparantiemelding van Punch International van 3 januari 2014.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

70. Dumarey en Cok hadden verschillende visies op Xeikon. Het voor dit verslag belangrijkste verschil was dat Dumarey Xeikon zag als één van de onderdelen van de groep aan het hoofd waarvan Punch International stond en dat hij een voorkeur had voor een groep met gediversifieerde activiteiten die in de loop der tijd konden variëren<sup>19</sup>, terwijl Cok in beginsel meer voelde voor een concentratie op bepaalde activiteiten, waarbij de twee voor dit verslag belangrijkste onderdelen – Xeikon en Accentis – met een relatieve zelfstandigheid opereerden.
71. Dumarey noch Cok zijn gedurende de onderzoeksperiode bestuurders van Xeikon geweest, maar beiden hebben beslissende invloed gehad op het bestuur. Die invloed heeft zich, voor zover van belang voor dit onderzoek, in het bijzonder gemanifesteerd in de verkrijging van het Accentis Belang (Dumarey) en de Overname (Cok). Gedurende de periode dat Dumarey referentieaandeelhouder van Punch International was, werd het bestuur gevormd door Deblauwe (CEO) en Tytgadt (CFO). Gedurende de periode dat Cok referentieaandeelhouder was, werd het bestuur gevormd door (CEO's) Maes (oktober 2009 - december 2012) en Deschuytere (januari - september 2013)<sup>20</sup> en CFO Vlasblom (november 2009 - oktober 2013). Gesteld kan worden dat Deblauwe en Tytgadt meer de visie van Dumarey aanhingen wat betreft de positie van Xeikon binnen de groep, althans bereid waren aan de vormgeving van die visie mee te werken, en Maes, Vlasblom en Deschuytere de visie van Cok steunden. Maes heeft tijdens een van de interviews verklaard dat hij in 2009 de benoeming als CEO aanvaard heeft onder de voorwaarde dat Dumarey geen bemoeiing zou hebben met het beleid van Xeikon. Hij vond dat Xeikon een lange termijn strategie nodig had die hij met Dumarey niet realiseerbaar achtte.
72. Cok heeft de onderzoeker bericht dat “de verwijzing naar de ‘visie Cok’ [hem ontgaat]. Kennelijk neemt Onderzoeker aan dat Cok een visie zou hebben gehad, die hij dan heeft opgelegd. Cok herkent zich ook daarin geheel niet. Cok zal als commissaris van Accentis en later Xeikon ongetwijfeld een bijdrage hebben geleverd

---

<sup>19</sup> Dit beeld wordt bevestigd in de jaarrekening 2008: “Punch is in het verleden gegroeid door een weloverwogen beleid van acquisities, integraties en desinvesteringen. Een dergelijke groeistrategie impliceert dat de structuur van de groep een dynamisch gegeven is. Zoals die structuur zich in het verleden steeds aanpaste aan de wisselende behoeften, zo zal zij zich ook in de toekomst schikken naar de noden van het moment.” (p. 21)

<sup>20</sup> Deschuytere is formeel CEO benoemd in de avo van 28 mei 2013, maar feitelijk vervulde hij de functie per 1 januari van dat jaar.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

aan het debat over het beleid. De RvC notulen van 17 mei 2011 vermelden de achtergrond van de benoeming van Cok, die was gelegen in zijn kennis en ervaring. Het beleid werd gemaakt door de directie, onder toezicht van de RvC, en de typering van het beleid van Xeikon als de "visie Cok" ontbeert enige grondslag."<sup>21</sup>

73. De onderzoeker meent echter dat er wel over een visie van Cok zoals zojuist beschreven kan worden gesproken. Tijdens een interview op 4 november 2014 heeft Cok verklaard:

O: wat was uw perceptie van Xeikon, was het meer, even in mijn woorden gezegd, een stand alone bedrijf of zag u het meer als onderdeel van Punch International samen met Accentis?

GC: wij hebben getracht om de bedrijven los te krijgen deels omdat op het moment van de kapitaalstorting, dan spreek ik over 2009, december 2009...

O: sorry dat ik u onderbreek, u zegt: wé hebben getracht. Wie bedoelt u met we?

GC: ja ikzelf dus.

(...)

O: Hebt u enig verschil in beleid waargenomen toen u deze besprekingen voerde over de strategie en het loswijken van Xeikon met de Raad van Commissarissen en de Raad van Bestuur, hebt u enig verschil van inzicht gepercipieerd ten op zichte van het verleden?

GC: dan moeten we van twee dingen spreken: het beleid wat gevoerd is door Vlasblom en Maes noem ik het dan maar even, was natuurlijk totaal anders dan het beleid wat voordien gevoerd werd van Dumarey en Deblauwe. Ik bedoel, wat ik zei, hun, hun bedoelen we dan Deblauwe en Dumarey dat was één business en wirwar van maatschappijtjes. En Vlasblom en Maes waren gefocust op één ding en dat was Xeikon."<sup>22</sup>

74. De onderzoeker heeft niet specifiek onderzocht of en in hoeverre de strategie van Punch International erop gericht was het aandelenbelang in Xeikon te vervreemden. In de jaarrekeningen van Punch International in de periode 2008-2012 wordt de deelneming in Xeikon integraal geconsolideerd en wordt zij niet als een voor verkoop

---

<sup>21</sup> Notitie 16 februari 2016, p. 14.

<sup>22</sup> Zie ook nr. 99 en het citaat uit het gesprek van 18 september 2015 in Bijlage B-1.b, regels 46 e.v.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

aangehouden activum aangemerkt. Daartegenover staat dat de rvb van Punch International bij gelegenheid van de Overname verklaard heeft:

“Sinds 2010, het jaar van de mislukte verkoop van Xeikon aan NPM en de verkoop van andere belangen, is het idee van een mogelijke verkoop van het belang in Xeikon nooit veraf geweest.”<sup>23</sup>

De mogelijkheid van delisting en/of verkoop van Xeikon is voorts meerdere malen onder ogen gezien. In oktober 2009 hebben de referentieaandeelhouders van Punch International een strategisch document over de herfinanciering en de strategie van Punch International besproken. Het document wordt als **Bijlage B-3** bijgevoegd. Onderdeel 4 van het document luidt “Delisting Punch Graphix”.<sup>24</sup> In dat kader is ook tussen die aandeelhouders een aandeelhoudersovereenkomst besproken waarin een mogelijke delisting van Xeikon deel uitmaakt van de bij de overeenkomst voorziene gemeenschappelijke strategie van partijen. In 2010 heeft Punch International een voorwaardelijke overeenkomst met NPM gesloten die tot doel had de verkrijging van alle aandelen Xeikon door NPM te bewerkstelligen. In 2011 heeft de directie met Cok gesproken over een bod en heeft zij in verband daarmee de vennootschap eigen aandelen laten inkopen.<sup>25</sup> In de Position Statement wordt “the strong wish of Xeikon’s majority shareholder, Punch, to divest its 65.68% Share interest” als één van de omstandigheden genoemd die ervoor pleiten het bod te steunen. Ook uit sommige interviews rijst op dit punt het beeld dat de vervreemding van het belang in Xeikon voor Punch International steeds een reële optie is geweest. Al met al is de indruk van de onderzoeker, dat, voor zover in de onderzoeksperiode een concreet beleid van Punch International ten aanzien van de deelneming in Xeikon bestond, dat beleid gericht was op vervreemding bij een geschikte gelegenheid.

---

<sup>23</sup> Jaarrekening Punch International 2013, p. 30, verklaring van de raad van bestuur in verband met het besluit van 18 juli 2013 tot vervreemding van het aandelenbelang in Xeikon.

<sup>24</sup> Het punt is als volgt uitgewerkt:

“• Alle betrokken partijen weerhouden zich er van om zelf aandelen Punch Graphix te kopen, teneinde beurskoers Punch Graphix zo laag mogelijk te houden;  
• 300.000 warranten van Summa worden door Punch International gekocht voor 1 miljoen euro;  
• Op lange termijn delisting van Punch Graphix door middel van inkoop eigen aandelen door Punch Graphix en door middel van extra cash van Punch International;”

<sup>25</sup> Zie hierna nrs. 454 e.v.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

### 3 Bestuur en toezicht bij Xeikon

75. Er is al op gewezen dat de gang van zaken bij Xeikon gedurende de onderzoeksperiode nauw verbonden was met haar meerderheidsaandeelhouder Punch International. Punch International had beslissende invloed op de samenstelling van de rvb en rvc van Xeikon en kon via die organen het beleid van Xeikon ten aanzien van de hier ondezochte aangelegenheid in belangrijke mate bepalen. De verbondenheid tussen Punch International, Xeikon en Accentis blijkt ook uit de combinatie van bestuursfuncties die verschillende personen in deze vennootschappen hadden.
76. Aan de zojuist genoemde kwesties wordt hierna aandacht besteed. Voordat daarop wordt ingegaan, wordt iets opgemerkt over de verdeling van bestuur- en toezichthoudende taak bij Xeikon.
77. Tytgadt, en in mindere mate Deblauwe, hebben tijdens de interviews te kennen gegeven dat de belangrijke beslissingen van Xeikon niet door de directie maar door de rvc werden genomen. Met name Tytgadt had het idee dat de rvc van Xeikon functioneerde als de raad van bestuur in een Belgische vennootschap, en dat de directie meer de taak had van een directiecomité, dat de door de rvc uitgezette hoofdlijnen uitvoerde. Bij deze opmerking wordt in herinnering gebracht dat een groot deel van de betrokken bestuurders en commissarissen Belgen waren in een weliswaar Nederlandse vennootschap, maar een vennootschap waarvan de onderneming in België was geworteld. Tegen deze achtergrond kan de onderzoeker een zeker begrip opbrengen voor de vergelijking Belgisch directiecomité-Nederlandse rvb enerzijds en Belgisch rvb-Nederlandse rvc anderzijds. Niettemin deed deze mogelijke perceptie van Deblauwe en Tytgadt niet af aan het feit dat van hen als bestuurders verwacht had mogen worden dat zij zich goed op de hoogte stelden van hun eigen positie en van de taakverdeling tussen directie en rvc, juist vanwege het feit dat het Nederlandse recht hen enigszins vreemd was. Iets anders is dat de rol van deze bestuurders enigszins overschaduwde werd door de feitelijke invloed die Dumarey had op de gang van zaken binnen Xeikon. Deze invloed is zeker aanwezig geweest, vooral, wat betreft dit onderzoek, bij de verkrijging van het Accentis Belang. Maar ook op dit punt geldt dat het op de weg van de bestuurders had gelegen aan die invloed weerstand te bieden. De onderzoeker zal dit nader toelichten bij de bespreking van de verkrijging van het Accentis Belang.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

78. Overgaande nu naar de verwevenheid tussen Punch International, Xeikon en Accentis is deze verwevenheid in de combinatie van functies bij verschillende personen in verschillende periodes. De volgende personen hebben gedurende de onderzoeksperiode dubbele functies vervuld:

	Xeikon	Punch International	Accentis
Cok	X		X
Dumarey	X	X	
Deblauwe	X	X	X
Maes	X	X	
Vlasblom	X	X	
Vanhoutte	X	X	

79. Als **Bijlage 7** is bijgevoegd een overzicht van de functies van alle bestuurders en commissarissen van Xeikon gedurende de onderzoeksperiode, met vermelding van eventuele dubbele functies.
80. De samenstelling van de leidinggevende organen van deze vennootschappen werd beïnvloed door de controle over Punch International. In de periode dat Dumarey referentieaandeelhouder van Punch International was – tot het najaar van 2009 –, controleerde hij de samenstelling van bestuur en rvc van Xeikon. Toen Cok referentieaandeelhouder van Punch International werd, heeft hij deze controle overgenomen. De wisseling van de directie van Xeikon in 2009 valt goeddeels samen met de wisseling van het referentieaandeelhouderschap op het niveau van Punch International.
81. Wat betreft de samenstelling van de rvc, hebben Xeikon en Cok bestreden dat Cok daarop invloed heeft gehad. De onderzoeker staat wat langer stil bij deze bestrijding vanwege de stelligheid waarmee zij is aangevoerd en vanwege het feit dat de besproken problematiek licht werpt op de positie van Cok.
82. Xeikon schrijft: “Van controle door Cok op de samenstelling van de RvC van Xeikon is evenmin sprake geweest, laat staan dat dit gestaafd kan worden met het enige voorbeeld dat de Onderzoeker daaraan ten grondslag legt, namelijk een *veronderstelling* van Van Assche over de aanleiding van zijn terugtreden in februari

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

2011 uit de RvC van Xeikon (nr. 55 Concept Rapport). Ook hieruit blijkt dat de Onderzoeker té graag naar een conclusie toe wil redeneren, maar hij negeert de verklaring van oude Bolhaar tijdens het interview van 15 januari 2015 op de vraag van de Onderzoeker wat de achtergrond was van het terugtreden van Van Assche.”<sup>26</sup>

83. Cok schrijft: “de stelling (...) dat Cok controle zou hebben uitgeoefend over de samenstelling van de RvC van Xeikon, kan Cok niet plaatsen. Onderzoeker schrijft in [nr. 85] over de vervanging van commissaris Van Assche. Cok weet niet beter dan dat er was besloten om de samenstelling van de RvC te veranderen per 17 mei 2011, toen Vanhoutte toetrad ter vervanging van Van Assche, om daarmee vakinhoudelijke kennis toe te voegen aan de RvC. [\*] Ook dit wordt uit het verband getrokken. Opvallend is overigens dat Onderzoeker een dergelijke stelling niet vooraf heeft getoetst bij Cok (of anderen) – waardoor dit simpelweg had kunnen worden toegelicht – en in plaats daarvan dit direct in de door hem aangenomen context plaatst.”<sup>27</sup>

84. De onderzoeker merkt hierover het volgende op.

85. Van Assche heeft tijdens een gesprek met de onderzoeker verklaard:

“Ik ben als commissaris van Xeikon afgetreden omdat oude Bolhaar mij benaderde en me zei dat Cok de samenstelling van de rvc wilde veranderen. Ik ben ingegaan op het verzoek tot aftreden.”<sup>28</sup>

86. Deze weergave van Van Assche vindt naar het oordeel van de onderzoeker bevestiging in wat oude Bolhaar tijdens een gesprek aan de onderzoeker heeft verklaard. Een gedeeltelijke transcriptie is bijgevoegd als **Bijlage B-1.a**. Zie in het bijzonder regels 62-83.

87. De onderzoeker wijst voorts op een e-mail van 16 juli 2010 14:45 van Steve Theunissen (indertijd legal counsel van Xeikon) aan de Belgisch en Nederlands juridisch adviseurs van Xeikon waarin Theunissen advies vraagt over de governance implicaties van een mogelijke benoeming van Cok als commissaris van Xeikon:

---

<sup>26</sup> Memorandum 15 februari 2016, p. 38; cursief in het origineel.

<sup>27</sup> Notitie 16 februari 2016, p. 15; [\*] in een voetnoot verwijst de notitie naar p. 48 van de jaarrekening 2011 van Xeikon.

<sup>28</sup> De verklaring is bevestigd bij e-mail van 8 december 2014.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

*“Gerard Cok wil ook bestuurder worden bij PGX NV in vervanging van Ben Van Assche (nog niet beslist, hangt af van uw advies)”.*<sup>29</sup>

88. Xeikon stelt dat het aftreden van Van Assche het enige voorbeeld is dat de onderzoeker aanvoert over de gestelde invloed van Cok op de samenstelling van de rvc van Xeikon. De onderzoeker wijst er echter op dat dit aftreden, samen met de gelijktijdige toetreding van Cok en Vanhoutte (deze laatste tevens lid van de rvc van Punch International), de enige wijziging in de samenstelling van de rvc tijdens de onderzoeksperiode is geweest. De enige uitzonderingen hierop betreffen het aftreden van Dumarey in oktober 2009 en het aftreden van Deblauwe in oktober 2012. Het eerste aftreden is een rechtstreeks gevolg van de toegenomen betrokkenheid van Cok bij Punch International. Het tweede aftreden is veroorzaakt doordat de rvc van Xeikon Deblauwe ervan verdacht te nauwe zakelijke contacten te onderhouden met Dumarey, zo heeft Cok aan de onderzoeker bericht tijdens een gesprek op 17 september 2015.

#### **4 De positie van Cok**

89. Het eerste concept van dit verslag sprak op diverse plaatsen over de positie van Cok en de invloed die hij binnen Xeikon – en meer in het algemeen binnen de Punch groep – en op de Overname heeft gehad. Die positie en invloed overstegen naar het oordeel van de onderzoeker de invloed die eigen zou moeten zijn aan een commissaris. Het conceptverslag schreef dit toe aan het feit dat Summa – samen met Mohist – vanaf het najaar van 2009 Punch International controleerde en dat Summa en Mohist aan (familieleden van) Cok gelieerde vennootschappen zijn.<sup>30</sup> In dit verband sprak het conceptverslag af en toe over Cok, net als over Dumarey in de

---

<sup>29</sup> Cursief toegevoegd; met “bestuurder” is kennelijk bedoeld commissaris. PGX (Punch Graphix) is Xeikon

<sup>30</sup> Zie over Summa en Mohist nr. 69. De twee vennootschappen zijn nauw met elkaar verbonden. Die verbondenheid had bijvoorbeeld tot gevolg dat zij niet gehouden waren een openbaar bod op alle aandelen Punch International uit te brengen toen de kapitaalverhoging in 2009 plaatsvond. In dit verslag zal slechts over Summa worden gesproken. Tenzij uit de context anders blijkt, wordt daarmee tevens Mohist bedoeld. Deze vereenzelviging vindt steun in de e-maildocumentatie, waarin doorgaans over Summa alleen wordt gesproken ook wanneer tevens Mohist kennelijk bedoeld is. Verderop in het verslag zullen enkele voorbeelden hiervan worden gegeven (nrs. 98-100).



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

periode vóór de tweede helft van 2009, als 'referentieaandeelhouder' van Punch International.

90. Cok heeft in zijn reactie met grote nadruk gevraagd deze weergave van zijn positie te corrigeren.<sup>31</sup> Naar aanleiding van deze reactie lijkt het de onderzoeker wenselijk nader in te gaan op de positie van Cok om die positie te verduidelijken. Met het oog daarop is dit subhoofdstuk aan het verslag toegevoegd.
91. Cok stelt in zijn reactie:

“Cok had gedurende de onderzoeksperiode, direct noch indirect, enig (aandelen)belang in Xeikon, Punch International en/of Summa. Dit heeft Cok ook toegelicht tijdens zijn eerste interview op 4 november 2014 en het is onbegrijpelijk dat Onderzoeker daaraan voorbij is gegaan. Afgezien van zijn rol als commissaris van Accentis (sinds mei 2010, waarover ook hierna) en zijn commissariaat bij Xeikon (vanaf mei 2011), heeft Cok gedurende de onderzoeksperiode uitsluitend betrokkenheid gehad als adviseur van Summa. Zoals is toegelicht tijdens het interview, is Summa een vennootschap van de beide kinderen van Cok. [voetnoot: Mevrouw C.R. (Miranda) Cok (46 jaar) en de heer E.B. (Erwin) Cok (44 jaar) studeerden Bouwkunde / Economie en Informatica.] Cok heeft hierin zelf geen belang, en is van deze vennootschappen ook geen bestuurder.

Zoals ook toegelicht tijdens het interview, was de achtergrond van Coks adviseurschap van Summa erin gelegen dat in oktober 2011 de schoonzoon van Cok (de heer Van de Klok), na een langdurig ziektebed, overleed. Van de Klok was werkzaam als directeur van Summa, en vervulde een belangrijke rol. Toen Van de Klok als gevolg van zijn (later fataal geworden) ziekte wegviel, heeft Summa gevraagd of Cok kon assisteren en is hij als adviseur aangetreden.

Het zijn uitsluitend deze hoedanigheden die Cok heeft gehad. Enige bevinding die hem verdere invloed toekent dan deze hoedanigheden, is daarmee ongegrond.

---

<sup>31</sup> Reactie 16 februari 2016, in het bijzonder p. 9-15.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Om dezelfde reden is onjuist de kwalificatie “referentieaandeelhouder” die Onderzoeker Cok toedicht. Cok was geen aandeelhouder, laat staan “referentieaandeelhouder”, wat daarmee verder ook mocht worden bedoeld.

Bedacht dient ook te worden dat Cok strikt genomen gold als een onafhankelijke commissaris. Zijn adviseurschap van Summa maakte hem op grond van de Corporate Governance Code (hierna: de “**Code**”) geen niet-onafhankelijke commissaris. Dit volgt overigens niet alleen uit de Code, maar is ook met zoveel woorden erkend binnen Xeikon. Verwezen wordt naar de notulen van de vergadering van de Raad van Commissarissen (hierna: de “**RvC**”) ter gelegenheid van de benoeming van Cok als commissaris van Xeikon: “**Gerard Cok bezit thans direct geen aandelen in Punch Graphix N.V. Volgens de strikte toepassing van de regels van corporate governance moet de heer Cok niet beschouwd worden als afhankelijk lid. Toch beschouwt de RvC de heer Cok als niet-onafhankelijk gezien zijn belangrijke positie binnen de groep.**”<sup>32</sup>

92. De onderzoeker acht deze weergave van de eigen positie door Cok niet juist.
93. Hij wijst in de eerste plaats op de net aangehaalde laatste zin uit de notulen van de rvc. Het is de “belangrijke positie binnen de groep” die kennelijk ‘de rvc’ ertoe brengt Cok als niet-onafhankelijk lid aan te merken. Die belangrijke positie kan niet het gevolg zijn van het adviseurschap van Summa. Daarbij verdient opmerking dat ‘de rvc’ op het moment van benoeming van Cok uit Deblauwe en olde Bolhaar bestond.<sup>33</sup> Cok was volgens olde Bolhaar “eigenlijk als de vertegenwoordiger van Punch International daar [in de rvc van Xeikon, onderzoeker] neergezet”.<sup>34</sup> Ook deze positie overstijgt het enkele adviseurschap van Summa. olde Bolhaar heeft voorts, naar aanleiding van een memorandum van de Belgische en Nederlandse juridisch adviseurs van Xeikon over de voorgenomen wijzigingen in de rvc ten gevolge van de benoemingen van Cok en Vanhoutte, aan de toenmalige legal counsel van Xeikon geschreven:

---

<sup>32</sup> Notitie 16 april 2016, p. 10-11. Cursief en vetgedrukt in het origineel.

<sup>33</sup> Vanhoutte werd tegelijk met Cok benoemd en was op het moment van benoeming lid van de rvc van Punch International. Van Assche trad bij die gelegenheid af (zie daarover nr. 85).

<sup>34</sup> Bijlage B-1.a, regel 32.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

“Steve

De positie van Gerard begrijp ik niet 100%

Indien er een conflict of interest met PI bestaat is het duidelijk dat Wim [Deblauwe, onderzoeker] als afhankelijk wordt gezien

Mbt tot PI geldt dit voor Gerard ook . *Hij is aandeelhouder voor meer dan 30 %*

Mbt Accentis zie ik in deze juridisch ook nauwelijks verschil tussen Gerard en Wim

Eigenlijk lees ik in het memo: Het wordt ,gezien de regelgeving , ten sterkste ontraden om een extra afhankelijke commissaris toe te voegen

Ik begrijp ook dat het eventueel toegestaan zou zijn als er goede redenen zijn en het wordt het wordt uitgelegd

Het document geeft echter geen goede redenen nog heb ik die anderszins ontvangen

Gaarne hier eens over nadenken”<sup>35</sup>

94. Uit de documentatie blijkt niet dat Cok aandeelhouder is van Summa of Punch International. In zoverre is zijn standpunt juist dat hij niet als aandeelhouder van deze vennootschappen kan worden aangemerkt, noch met deze vennootschappen kan worden vereenzelvigd.<sup>36</sup> Maar de documentatie laat er geen twijfel over bestaan dat Cok zowel binnen als buiten Xeikon met Summa werd vereenzelvigd en feitelijk als aandeelhouder van Punch International werd gezien en gepresenteerd. In de zojuist aangehaalde e-mail van olde Bolhaar noemt de president commissaris van Xeikon Cok aandeelhouder in Punch International voor meer dan 30%, en dat in verband met de benoeming van Cok als commissaris. olde Bolhaar was niet de enige

---

<sup>35</sup> Em 6 augustus 2011 (16:17) (cursief toegevoegd). In een toelichting op deze e-mail heeft de raadvrouw van olde Bolhaar aan de onderzoeker laten weten (e-mails van 27 en 31 mei 2016) dat de aarzelingen van olde Bolhaar niet de persoon van Cok betroffen maar het feit dat volgens de juridisch adviseurs door de benoeming sprake zou zijn van twee niet-onafhankelijke commissarissen. Na de e-mailwisseling is hierover doorgesproken tussen de commissarissen onderling, en de uitkomst van dat overleg was dat de commissarissen (inclusief de heer olde Bolhaar) de toevoegde waarde van de heer Cok doorslaggevend achtten om hem te benoemen en de (toegestane) afwijking van de Corporate Governance Code te aanvaarden. Deze afwijking is gemotiveerd onder meer in de rvc van 22 februari 2011.

<sup>36</sup> Dat is ook in dit verslag (en de vorige versies ervan) met zoveel woorden gezegd (nr. 39).

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

binnen<sup>37</sup> en buiten<sup>38</sup> Xeikon die Cok als de facto aandeelhouder van Punch International zag. Het besluit van de rvc van Xeikon van april 2013 waarin de tegenstrijdige belangen van bestuurders en commissarissen ter zake van de Overname formeel werden vastgesteld overweegt:

“The Supervisory Board has furthermore been informed by Messrs. A.F. Vanhoutte and G.P. Cok, members of the Supervisory Board about their (potential) conflicts of interest in respect of the Potential Transaction, which, *in case of (...) Mr. Cok, results from the fact that he is a (direct or indirect) majority shareholder of Punch International NV as well as a member of the board of directors of Accentis NV, approximately 44% of the outstanding share capital of which is held by the Company.*” (cursief toegevoegd)

95. Wat betreft de term ‘referentieaandeelhouder’, het is een term die bijzondere betrokkenheid van sommige aandeelhouders bij Punch International beoogt uit te drukken. De betrokkenheid ziet vooral op enige vorm van zeggenschap over het beleid. Dat deze betrokkenheid door Cok beoogd is blijkt onder meer uit zijn hierna aangehaalde verklaring<sup>39</sup> en uit een aandeelhoudersovereenkomst die Summa (en Mohist) met andere aandeelhouders van Punch International op 21 oktober 2009 hebben gesloten. In de derde considerans van deze overeenkomst wordt overwogen:

“De Underwriting Commitment werd gegeven door Mohist, Summa, Creacorp, WVL Beleggingen en WP Invest onder de veronderstelling dat Partijen een aandeelhoudersovereenkomst zouden sluiten met betrekking tot voornamelijk (i) de uitoefening van het stemrecht verbonden aan hun

---

<sup>37</sup> Deblauwe schrijft aan Tim Rottger (Accentis) onder Subject: Gerard Cok: “Tim, *Is aandeelhouder van Punch* en gespecialiseerd in vastgoed. Wil FLV zien en jou ontmoeten, is potentiële investeerder Accentis.” (em Em 9 oktober 2008 17:00 cursief toegevoegd). Aan Commerzbank, een van de financiers van Punch International, schrijft Deblauwe, met cc aan o.m. Cok: “Gentlemen, Hereby we want to update you on our latest actions to address the crisis: (...) If Commerzbank accepts our plan to repay 1,5 mio EUR quarterly, we are finished with the headlines of our credit restructuring plan and ready for an economic winter of 2 years. *One of our shareholders, Mr. Gerard Cok, is looking into the possibility to provide additional guarantee to support this plan. However we need your approval to go ahead.*” (em 27 maart 2009 19:19, cursief toegevoegd).

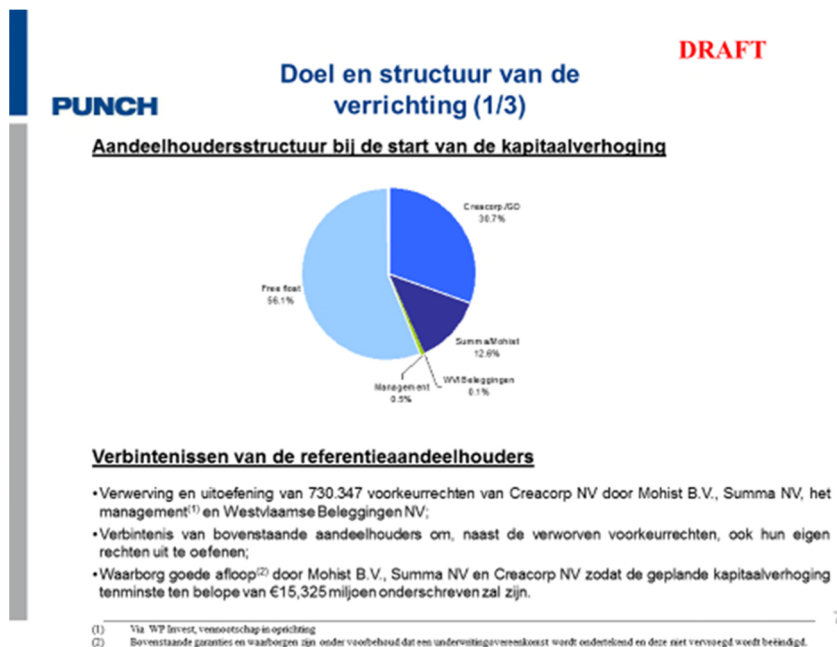
<sup>38</sup> Zie hierna de verklaring van Graulich (nr. 100 sub ii).

<sup>39</sup> Nr. 98.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

bestaande en toekomstige aandelen in de Vennootschap, (ii) het behouden van een evenwichtig aandeelhouderschap van de Vennootschap, en (iii) het bewerkstelligen van een stabiele managements- en besluitvormingsstructuur en toezicht op de goede werking van de Vennootschap.”

96. De term referentieaandeelhouder wordt ook door anderen gebruikt, zo bijvoorbeeld de bank die de emissie begeleidde bij gelegenheid van de kapitaalverhoging van Punch International in 2009<sup>40</sup>:



<sup>40</sup> Presentatie KBC (em 22-10-2009 10:59).

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

97. De onderzoeker heeft in de documentatie nauwelijks een uitlating van (vertegenwoordigers van) Cok aangetroffen waarin het beeld van het feitelijke aandeelhouderschap van Cok in Punch International wordt gecorrigeerd. Wanneer die correctie plaatsvindt, is het effect van de correctie, voor zover hier van belang, zeer beperkt.<sup>41</sup> De onderzoeker heeft in de correspondentie waarin Summa is betrokken ook nauwelijks verwijzingen naar de kinderen van Cok gevonden. Voor zover die verwijzingen er waren, bevestigden zij niet het beeld dat Cok uitsluitend adviseur van Summa was.
98. Wat betreft het verband tussen het aandeelhouderschap van Punch International en de controle van Xeikon, en meer in het bijzonder de vervanging van de controle over Punch International in 2009 waarbij Summa (Cok) de positie overneemt van Creacorp (Dumarey), wijst de onderzoeker op de verklaring van Cok tijdens een interview op 4 november 2014:

“op het moment dat Summa, laten we maar zeggen met meer dan 30% aandeelhouder geworden is heeft Guido [Dumarey, onderzoeker] nul invloed meer gehad... omdat dat ook een eis was. Omdat we wisten van ja als hij zich ermee bemoeit dan zitten we binnen de korst mogelijke tijd weer op problemen.”<sup>42</sup>

99. En oude Bolhaar heeft in dit verband verklaard:

“Bij de installatie van Wim Maes is ook heel duidelijk gezegd Guido Dumarey die willen we hier niet meer zien. Daar had hij heel veel moeite mee. Maar hij heeft zich er wel aangehouden. Ik denk dat, of ik denk... ik

---

<sup>41</sup> Een voorbeeld hiervan is de *expression of interest* van Bencis. Het concept van 25 januari 2013 bevatte een *exclusivity undertaking* gericht aan Cok waarin stond: “You currently own and/or control [●] of the issued and outstanding shares in PI, which is equivalent to approximately [●] % of the issued and outstanding share capital in PI.” De definitieve versie is gericht aan Cok, Summa en Mohist en luidt voor zover hier van belang: ““You” in this letter means Mr. Cok, Summa NV and Mohist B.V. (...) You currently own and/or control 4,746,791 of the issued and outstanding shares in PI.”

<sup>42</sup> In **Bijlage B-1.b** is de context van de verklaring opgenomen.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

weet wel zeker, dat ook Gerard Cok daar instrumenteel in is geweest, dat die druk heeft uitgeoefend op Dumarey.

(...)

O: Hebt u, of hebben de onafhankelijke commissarissen met Cok hierover gesproken [over het vertrek van Dumarey, onderzoeker]?

OB: ja.

O: wie heeft met hem ...?

OB: nou ik in ieder geval.

O: u hebt met hem gesproken?

OB: ja.

O: kunt u daar iets over ... Waarom hebt u met hem gesproken?

OB: omdat hij misschien niet rechtstreeks maar via Summa een belang had in Punch International. En Punch International kan een commissaris benoemen, heeft een recht om een commissaris te benoemen. Dus het was wel belangrijk om Punch International mee te hebben om dit te regelen.

(...)

O: wie heeft u gezegd, ga maar met Cok spreken?

OB: nou er komt in zo'n periode heel veel informatie naar je toe en één van de dingen die speelde was toch wel dat Punch International ook in een moeilijke situatie zat en dat Gerard Cok daar in gesprongen is, dat Summa daar in gesprongen is om dat financieel op te lossen... dus hij was gewoon een man die daar ja belangrijk was."<sup>43</sup>

100. De bijzondere positie van Cok in verband met de Overname – bijzonder in de zin dat hij een positie bezat voor het welslagen van de Overname die wezenlijk verschilt van die van een adviseur van Summa of van een commissaris van Xeikon – zal in Hoofdstuk IV meer in detail worden besproken. Op deze plaats wijst de onderzoeker op de volgende omstandigheden:

i. Gilde heeft de voorwaarden van haar niet bindend aanbod op Xeikon niet met Punch International onderhandeld, maar met Cok;

ii. Bencis heeft erop gestaan haar *expression of interest* met Cok te bespreken:

---

<sup>43</sup> Interview 14 december 2014.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

“Ik had geëist, geëist en dat was een moeilijke zaak maar ik had dat aan Guido Segers gezegd, Cok moet daar bij zijn. Want als Cok er niet bij is, *als controlerende aandeelhouder* dan doen wij niks, want anders is ons risico veel te groot. En iedereen zou dat op zo'n manier bekijken. Niemand gaat iets kopen, een bedrijf kopen als men het risico loopt dat de controlerende aandeelhouder daar zit.”<sup>44</sup>

Over dit gesprek (op 26 januari 2013) heeft Cok verklaard:

“daarna heb ik een gesprek gehad met Bencis en die hebben dan natuurlijk met strikte voorwaarden... min of meer he... die hebben dan gevraagd of eventueel Punch bereid zou zijn, en omdat wij als Summa, Summa de grootste aandeelhouder was, was dat eigenlijk een tweetrapspakket. *Want als Summa gezegd had, we voelen er niks voor dan had Punch waarschijnlijk afgehaakt. Ja dan had het geen zin gehad om de gesprekken verder te voeren.*

Evers [raadsman Cok, onderzoeker]: maar ik denk dat dat goed is om wel nog even zo op te nemen dat dat gesprek waar jij het nu over hebt met Bencis, was vanwege Summa.

GC: van? Vanwege Summa, ja ja natuurlijk. Want op dat moment ...

Evers: dus niet vanuit als commissaris of zo.

GC: Nee dat was echt ... is Summa bereid om dat te doen, staat Summa erachter. En dat is eigenlijk..., want nogmaals als Summa niet bereid geweest was, ja dan was het een vergeefse poging geweest. Dan was het een vijandelijke overname ... Dat was niet zo direct de bedoeling geweest denk ik.”<sup>45</sup>

iii. Toen de mogelijke overname door Goss speelde (nrs. 224 e.v.) rees onder meer een vraag over de positie van de verschillende partijen in verband met een door Goss geëiste *exclusivity agreement*. Rooryck schrijft in dat verband aan Calluy<sup>46</sup>:

“Essentieel zijn in elk geval de volgende principes:

1. Xeikon geeft geen exclusiviteit (cfr. het advies van Xeikon's Nederlandse advocaten), alleen toegang tot informatie;

---

<sup>44</sup> Interview Graulich 17 september 2015, cursief toegevoegd.

<sup>45</sup> Interview Cok 4 november 2014, cursief toegevoegd.

<sup>46</sup> Em 24 april 2013 21:55, cursief toegevoegd.



## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

2. Gerard & Co blijven hier buiten;
3. Punch kan een bepaalde vorm van exclusiviteit geven”

Over deze mededeling schrijft Deschuytere aan Calluy en Vlasblom, voor zover hier relevant<sup>47</sup>:

“Ik begrijp de rationale dat overeenkomst met Punch in zijn geheel wordt afgesloten en *niet met Gerard in bijzonder.*”

### *Conclusie*

101. De documentatie stelt buiten redelijke twijfel dat de positie van Cok binnen de Punch groep en zijn invloed op de Overname wezenlijk verschilt van die van een adviseur van de meerderheidsaandeelhouder van de meerderheidsaandeelhouder van Xeikon. Dat geldt ook wanneer die adviseur tevens commissaris van Xeikon en lid van de rvb Accentis is. Zowel binnen als buiten Xeikon werd hij na de kapitaalverhoging van Punch International eind 2009 gezien als de persoon die Punch International controleerde. Hij werd ook als een sleutelfiguur gezien voor het welslagen van de Overname. Cok heeft zich ook niet effectief ingespannen om deze perceptie te corrigeren.

---

<sup>47</sup> Em 25 april 2013 09:07, cursief toegevoegd.

### **III De verkrijging van het Accentis Belang**

102. De verkrijging van het Accentis Belang is een van de onderdelen van het beleid van Xeikon waarvoor de OK in de onderzoekbeschikking uitdrukkelijk aandacht heeft gevraagd (ro. 3.26-3.28). Het verslag besteedt eerst aandacht aan deze transactie. De transactie vormt immers het beginpunt van het beleid en de gang van zaken die ten grondslag liggen aan de onderhavige enquête. De transactie heeft daarnaast grote invloed gehad op het verdere bestaan van Xeikon en sommige kwesties die in dit onderzoek aan de orde komen, zoals de verhouding van Xeikon tot Punch International en tot Accentis, zijn beter inzichtelijk te maken nadat de omstandigheden rondom de verkrijging van het Accentis Belang uiteen zijn gezet.
103. Hierna worden eerst de gebeurtenissen van het jaar 2008 samengevat weergegeven (1). De samenvatting is bedoeld als een oriënterende inleiding op de gedetailleerde weergave later in het hoofdstuk. Onder 2 wordt de achtergrond geschetst waartegen de verkrijging van het Accentis Belang heeft plaatsgevonden. Vervolgens wordt de feitelijke gang van zaken bij de verkrijging in detail uiteengezet (3). Het hoofdstuk wordt afgesloten met de bevindingen van de onderzoeker over dit onderdeel van het onderzoek (4).

#### **1 Samenvatting**

104. Dit hoofdstuk beschrijft een financieringsoperatie van Punch International door Xeikon in 2008 die geresulteerd heeft in de verkrijging van het Accentis Belang door Xeikon.
105. Begin 2008 is de directie van Xeikon, met goedkeuring van de rvc, gesprekken met haar banken begonnen om een financieringsfaciliteit op te zetten. Het voornaamste doel van de faciliteit zou, in de perceptie van de onafhankelijke leden van de rvc, moeten zijn de financiering van de activiteiten en de groei van Xeikon. Daarnaast zou een deel van de faciliteit bestemd kunnen worden voor de aflossing van schulden van Punch International. De financieringsbehoefte van Punch International was bij de directie en rvc van Xeikon bekend. De rvc stemde in april in met overheveling (upstreaming) van overtollige kasmiddelen van Xeikon naar Punch

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

International, mits dat op zakelijke voorwaarden gebeurde en de bedrijfsvoering van Xeikon niet werd gehinderd.

106. In de aanloop naar de formalisering van de faciliteit, in de maanden mei-juni, is het primaire doel van de faciliteit (financiering van Xeikon of van Punch International?) onderwerp van gesprek tussen directie en rvc van Xeikon geweest. Het beeld van de gesprekken is niet helder. Enerzijds leken de onafhankelijke commissarissen een uitgesproken keus voor de financiering van Xeikon te hebben gemaakt. Anderzijds is tijdens een vergadering van de rvc in mei goedgekeurd dat 2/3 van de faciliteit naar Punch International zou worden geupstreamed.
107. De financieringsdocumentatie is op 22 juli getekend. De faciliteit werd door een consortium van drie banken ter beschikking gesteld en had een maximale omvang van € 75 miljoen. De overeenkomst bevatte een limiet aan de middelen die Xeikon naar Punch International mocht upstreamen. Dit bedrag mocht niet hoger zijn dan € 15 miljoen. De onderzoeker heeft niet kunnen vaststellen hoe deze beperking feitelijk in de overeenkomst is opgenomen.
108. Al snel is het limiet overschreden. Op 27 augustus heeft de directie tijdens een vergadering van de rvc gerapporteerd dat inmiddels € 22 miljoen – derhalve zeven miljoen boven het limiet – naar Punch International waren geupstreamed. De rvc heeft de overschrijding afgekeurd en terugbetaling voor het einde van het jaar geëist.
109. De financiering van Punch International is ondanks de afkeuring door de rvc doorgegaan. In een rvc op 20 oktober heeft de directie gerapporteerd dat € 45 miljoen waren geupstreamed. Uit het onderzoek blijkt dat, hoewel de upstreaming door de directie is geïmplementeerd, de eindverantwoordelijkheid daarvoor bij Dumarey ligt.
110. De overschrijding moest voor het einde van het jaar zijn opgelost, zodat Xeikon aan haar bankconvenanten kon voldoen. Gaandeweg is echter steeds duidelijker geworden dat Punch International niet in staat zou zijn het opgenomen bedrag terug te betalen. Punch International heeft uiteindelijk in de laatste dagen van december de lening gedeeltelijk afgelost door de Accentis Deelneming en de Accentis Vordering voor een bedrag van in totaal ca. € 38,5 miljoen aan Xeikon over te dragen en dat bedrag in mindering te brengen op het dan uitstaande saldo van de lening. De directie en Dumarey hebben tegen beter weten in getracht de verkrijging van het

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Accentis door Xeikon te rechtvaardigen als een strategische beslissing van Xeikon. De verkrijging was echter een uit nood geboren oplossing, waarbij het eigen belang van Punch International voorop stond. Zij heeft zeer negatieve gevolgen voor Xeikon gehad.

## 2 Achtergrond van de verkrijging

111. De verkrijging van het Accentis Belang hangt samen met de wijze waarop de Punch groep in 2008 werd geleid. Zoals hiervoor uiteen is gezet (nr. 70) zag Dumarey de Punch groep als één geheel. De verschillende onderdelen hadden een zekere autonomie, maar die was principieel bepaald door het belang van de groep. Het jaarrekening van Punch International 2008 stelt over de strategie:

- “Strategie: In de loop der jaren groeide Punch uit tot een gediversifieerde industriële holding. Organische groei en strategische acquisities vulden elkaar aan. Punch volgt een langetermijnstrategie gericht op duurzame, rendabele groei door middel van meerderheidsparticipaties in een gevarieerd portfolio van bedrijven waarvan het de impliciete waarde wil ontsluiten voor alle betrokkenen.” (p. 13)

“Punch is in het verleden gegroeid door een weloverwogen beleid van acquisities, integraties en desinvesteringen. Een dergelijke groeistrategie impliceert dat de structuur van de groep een dynamisch gegeven is. Zoals die structuur zich in het verleden steeds aanpaste aan de wisselende behoeften, zo zal zij zich ook in de toekomst schikken naar de noden van het moment.

Bepalend voor de groepsstructuur is een logische bundeling van activiteiten in zelfstandige divisies. Op die manier wordt operationele en financiële stroomlijning en focus gerealiseerd. Voor investeerders is een dergelijke transparante organisatie bovendien eenvoudiger te evalueren en te waarderen. De divisies krijgen de mogelijkheid om hun ambities te realiseren en te groeien; de nadruk ligt op waardecreatie.

Die ‘verzelfstandigingsstrategie’ heeft ertoe geleid dat Punch gaandeweg het aanzicht van een loutere holding heeft gekregen. Punch onderscheidt zich echter van een ‘normale’ holding. Daar waar holdings vaak uitsluitend

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

financiële criteria hanteren bij de beoordeling van hun participaties en geen actieve rol spelen in het operationele beleid, is Punch daadwerkelijk betrokken bij de diverse technische en commerciële keuzes van zijn dochtervennootschappen.

Vandaag heeft Punch de operationele activiteiten van de groep gebundeld in drie autonome divisies of segmenten, elk met een eigen focus: Graphix, Telematix en Motive. Punch Graphix nv en Punch Telematix nv zijn beursgenoteerd. Alle andere activiteiten zijn gebundeld onder de noemer 'Other'.

In de loop van 2008 verkocht Punch zijn vastgoedportfolio aan de beursgenoteerde vastgoedmaatschappij Accentis nv. Hierdoor werd de schuldpositie afgebouwd en de focus op de operationele activiteiten verscherpt." (p. 21)

112. De herschikking van Xeikon binnen de Punch groep in 2007 past in deze strategie. Zoals hiervoor is beschreven (nrs. 58-62) heeft Punch International in dat jaar de beursnotering in Londen van Punch Graphix Plc beëindigd en vervolgens de participatie ondergebracht in Punch Technix NV, die bij gelegenheid van de transactie Punch Graphix, het huidige Xeikon, is gaan heten. Een deel van de aandelen is door Punch International aan Punch Graphix (Xeikon) verkocht. Tussen de twee vennootschappen is een rekening courant aangegaan ten laste waarvan Punch Graphix (Xeikon) de koopprijs voor de aandelen voldeed. Per 31 december 2007 bedroeg de netto schuld van Punch Graphix (Xeikon) aan Punch International ca. € 25 miljoen.<sup>48</sup>

### **3 Verloop van de verkrijging**

113. De zojuist genoemde stand van de schuld van Xeikon aan Punch International valt samen met het begin van de onderzoeksperiode en luidt in zekere zin het begin in van het proces dat uiteindelijk zou resulteren in de verkrijging van het Accentis Belang in december 2008.
114. De data zonder jaar in dit subhoofdstuk betreffen het jaar 2008, tenzij anders blijkt.

---

<sup>48</sup> Jaarrekening Xeikon 2008, p. 168.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

115. De schuld is snel afgelost. Op de vergadering van de rvc van 18 februari informeert Tytgadt over de financiering als volgt:

“De lening van Punch International is volledig terugbetaald, omwille van de intrestlast, en op vraag van Punch International. De intrest kost was 5,75%. Het rendement van de cash was lager.”<sup>49</sup>

116. De aflossing heeft plaatsgevonden met de eigen middelen van Xeikon. In de vergadering van de rvc van 21 april rapporteert Tytgadt:

“De cash en cash equivalents zijn gedaald naar 15 Mio €, door afbouw van de schuld aan Punch International. Momenteel is er een vordering van 7 Mio € op Punch. In totaal is er voor 31,5 Mio € aan middelen geupstreamd.”<sup>50</sup>

117. Xeikon heeft in deze periode gesprekken met kredietinstellingen gevoerd om een financieringsarrangement te regelen.<sup>51</sup> Dit financieringsarrangement, dat uiteindelijk in juli geformaliseerd zou worden, is wat onder betrokkenen is gaan heten ‘de club deal’. In de documentatie wordt de term soms in een wat ruimere betekenis gebruikt, om naast het financieringsarrangement ook de transacties te duiden die met het arrangement samenhangen, in het bijzonder de verkrijging van het Accentis Belang. In dit verslag wordt de term in de beperktere betekenis van het arrangement gebruikt.

### 3.1 Doel van de club deal: financiering van Xeikon of van Punch International?

118. Het verslag zal nu met enig detail ingaan op de vraag met welk doel de club deal

---

<sup>49</sup> Notulen rvc 18 februari 2008.

<sup>50</sup> Per 31 december 2007 beschikte Xeikon over € 4,7 aan liquide middelen (Jaarrekening 2007, p. 151). De aflossing ten laste van deze middelen wordt bevestigd door het Audit Comité van de rvc in de rapportage aan de rvc van 28 augustus 2008.

<sup>51</sup> In de vergadering van de rvc van 18 februari 2008 rapporteert Tytgadt: “De directie heeft een nieuwe lening aangevraagd, ter financiering van een eventuele overname. Het betreft een lijn van EUR 60 Mio, afbouwbaar op 7 jaar, zonder reserveringsprovisie, en zonder verplichte opname, met een marge van 1,25%. De lening wordt aangevraagd bij verschillende banken met aparte lijnen. PTT [Tytgadt] denkt deze lening te kunnen afronden tegen eind maart. De RvC is akkoord met het voorstel. De betreffende lening kan alleen gebruikt worden voor de eerder genoemde doelstelling.”

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

was aangegaan. In deze kwestie is het boven aangestipte verschil van visie op de positie van Xeikon binnen de Punch groep duidelijk zichtbaar. Het verschil komt erop neer dat Dumarey en de directie meer oog hadden voor de gehele groep en de andere commissarissen dan Dumarey meer gericht waren op de eigen positie van Xeikon. Wat betreft de club deal kwam het verschil in visie erop neer dat de directie en Dumarey de club deal als een middel voor de financiering van de groep, terwijl de andere leden van rvc het als een middel voor de financiering van Xeikon zag, in het bijzonder voor de financiering van een overname. Zoals hierna zal blijken, zijn dit niet scherp gemarkeerde visies van twee tegengestelde groepen. Het was meer een kwestie van sterke voorkeur voor een globale – de gehele groep dienende – aanwending van de middelen tegenover een specifieke – Xeikon dienende – aanwending.

119. In de vergadering van de rvc van 18 februari is als volgt gerapporteerd en besloten:

“\* De directie heeft een nieuwe lening aangevraagd, ter financiering van een eventuele overname. Het betreft een lijn van EUR 60 Mio, afbouwbaar op 7 jaar, zonder reserveringsprovisie, en zonder verplichte opname, met een marge van 1,25%. De lening wordt aangevraagd bij verschillende banken met aparte lijnen.

\* PTT [Tytgadt] denkt deze lening te kunnen afronden tegen eind maart.

\* De RvC is akkoord met het voorstel. De betreffende lening kan alleen gebruikt worden voor de eerder genoemde doelstelling.”<sup>52</sup>

120. Op 14 maart vraagt Dexia Bank informatie aan Tytgadt over onder andere de aanwending van de club deal. Het antwoord van Tytgadt van dezelfde dag is verwerkt in de tekst van de vraagsteller. De vraagtekst van Dexia wordt hierna normaal gedrukt en de antwoorden van Tytgadt cursief:

“Geachte, In navolging op ons telefoongesprek van daarnet, kan u ons de aanzuivering van de R/C bij Punch International en schuldherschikking verder toelichten?

De openstaande rekening-courant werd afgebouwd tot 24,5 mio € per 31/12/07. Van de 65 mio die gevraagd wordt zal dus 24,5 mio naar Punch

---

<sup>52</sup> Het doel van de lening in de eerste zin (financiering van een eventuele overname) en de conditionering van het akkoord van de rvc aan dit doel zijn in de notulen opgenomen op uitdrukkelijk verzoek van olde Bolhaar, zo blijkt uit een e-mail van hem van 14 april over de concept notulen.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

International gaan ter aanzuivering ,en niet 44 mio zoals initieel in de kredietvraag werd doorgegeven.

*Klopt, Situatie op heden:*

*15,5 mio bestaande lijnen*

*66,0 mio nieuwe lijn (3 x 22 mio)*

*-15,5 mio schrapping bestaande lijnen*

*-24,5 mio terugbetaling Punch International 41,5 mio lijnen*

*Op vandaag is op de bestaande lijnen 7,5 mio (6 BBVA + 1,5 ABN) opgenomen (8 mio vrij), wat impliceert dat als bovenstaande op vandaag zou bestaan er 34,0 mio lijnen ongebruikt blijven.*

Ik had begrepen dat het verschil van ca 20 mio via de cashflow uit Punch Graphix terug betaald werd aan Punch International? Heeft Punch International deze fondsen al gebruikt?

*Denk ik wel: 12,5 mio terugbetaling Dexia, 7,5 mio op geblokkeerde rekening Fortis als garantie koop FLV Ieper Wim, correct (het lijkt me niet correct om in jou plaats te antwoorden)?*

Punch International zal via de schuldherschikking aan Dexia 12,5 mio en aan Commerzbank 30 mio vervroegd terugbetalen. Is er voldoende cashflow aanwezig bij Punch International om deze kredieten terug te betalen, naast de 24,5 die zij ontvangen van Punch Graphix?

*Ik meen dat PI in 2008 bij Commerz slechts een aflossingsschema heeft van 10 mio € en niet 30 mio zoals hierboven gesteld. Wim? Vul jij verder aan aub, het lijkt me niet correct om in jou plaats te antwoorden;*

Van de kredietvraag ad 65 mio zal 24,5 naar Punch gaan en ca 15 voor overname bestaande korte termijnlijnen bij de 3 bankiers .

*Zie boven.*

U sprak dat het verschil als buffer zal gehouden worden maar niet noodzakelijk zal worden opgenomen. Zijn er al verdere vooruitzichten of cashplanning waarmee wij het kredietbedrag kunnen motiveren naar ons comité toe?

*Neen, de 34 mio moet ter beschikking blijven voor eventuele overnames en eigen financiering click-contracten”*



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

121. Uit deze correspondentie blijkt dat de financiering van Punch International in de aanvankelijke perceptie van de banken een belangrijke doelstelling van de club deal was. Het is voor de onderzoeker niet duidelijk geworden waarom Tytgadt schrijft dat de situatie van de rekening courant met Punch International “op heden” (14 maart) een schuld van Xeikon van € 24,5 miljoen inhield. De schuld was immers al in ieder geval medio februari afgelost (nr. 115).
122. De upstreaming van middelen was aan de rvc bekend. Hiervoor (nr. 116) is al gewezen op de rapportage daarover door Tytgadt in de rvc van 21 april. In een e-mail van 18 april naar aanleiding van de toezending van de agenda voor de rvc, met o.m. als punt van bespreking “Bespreking upstream middelen van PGX naar moeder”, schrijft olde Bolhaar aan alle bestuurders en commissarissen:

“Upstreaming

Uitlenen van excess cash op armthlength condities lijkt mij geen probleem mits Peter aan kan tonen dat Graphics in de betreffende periode het geld niet nodig heeft cq weer over het geld kan beschikken wanneer nodig”

123. De upstreaming is in de vergadering van de rvc van 21 april besproken. De notulen vermelden daarover:

6. Bespreking van upstream middelen van PGX [Punch Graphix / Xeikon, onderzoeker] naar moeder

HoB [olde Bolhaar] belt in en neemt deel aan de vergadering.

- PGX overweegt om cash te upstreamen naar Punch. Punch zou mogelijks 8 Mio € vragen tegen juni 2008.
- De RvC beslist dat de eventuele upstreaming van middelen commercieel onderbouwd moet worden, met hogere rente dan wat PGX zou krijgen van de banken. De bedragen mogen enkel op korte termijn uitgeleend worden, en moeten onmiddellijk opeisbaar zijn door PGX, indien PGX de middelen zelf zou nodig hebben.
- WDE [Deblauwe] stelt voor dat PGX bij upstreaming de aandelen PGX die Punch eigendom heeft, in onderpand kan nemen, zodanig dat PGX worst case eigen aandelen inkoopt.
- De covenants zijn OK, op voorwaarde dat het Eigen Vermogen niet gecorrigeerd wordt.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

- HoB stelt dat er twee voorwaarden moeten verbonden worden aan upstreaming : (1) de toekomst van PGX mag niet in gevaar gebracht worden, hetgeen beschermd wordt door inkoop van eigen aandelen, en (2) overnames moeten nog steeds kunnen, waardoor de middelen op korte termijn opeisbaar moeten zijn.
- In een latere RvC zal er beslist worden of er al dan niet upstreaming gebeurt, rekening houdend met conflict of interests.”

124. De zorg van de onafhankelijke leden van de rvc in deze periode over de upstreaming van middelen manifesteerde zich ook buiten de context van de club deal. Naar aanleiding van de notulen van de algemene vergadering schrijft Ghekiere naar aanleiding van opmerkingen van oude Bolhaar<sup>53</sup> over de concept notulen van de vergadering:

“Ik heb de presentatie doorgnomen en die ziet er goed uit. Ik treed Herman bij wat betreft zijn opmerking over de groeistrategie. Er waren op de BAV in Amsterdam toch wat vragen over de aanwending van de middelen uit de kapitaalverhoging . De bezorgdheid die werd geuit is dat de middelen niet zouden dienen om de referentie aandeelhouder terug te betalen maar om te investeren in groei.”<sup>54</sup>

125. In de vergadering van de rvc van 27 mei is de club deal wederom besproken. De notulen zeggen daarover:

- Gebruik van de middelen: voor general corporate purposes, upstreaming en inkoop eigen aandelen, als volgt:
  - o EUR 16 Mio voor terugbetaling kredieten PGX
  - o EUR 9 Mio voor inkoop eigen aandelen
  - o EUR 19 Mio voor upstream naar Punch International voor terugbetaling krediet Dexia
  - o EUR 30 Mio voor upstream naar Punch International voor terugbetaling krediet Commerzbank

---

<sup>53</sup> Em 13-5-2008 15:12: “3. Als ik me goed herinner hebben we in de voorgaande AVA iets gezegd over groeistrategie , 60 mln en mogelijke acquisities Ik denk dat we daar iets over moeten terugkoppelen”.

<sup>54</sup> Em 13-5-2008.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

- Zekerheden vanwege Punch International:
  - o Pand op aandelen PGX ter waarde van EUR 80 Mio (EUR 4 per aandeel, en 68 % van marketcap), met inbezitstelling
  - o Bijkomende marge van 50bp p.a. voor PGX op uitstaand bedrag
  - o Afbouw door Punch International van kredieten overeenkomstig de afbouw van PGX, zijnde EUR 6 Mio per jaar, met bullit van EUR 20 Mio in 5de jaar.
- De RvC bepaalt tevens dat de upstreaming van middelen naar Punch International de groei, ontwikkeling en financiering van PGX niet mag belemmeren.
- (...)
- Bij eventuele overname kan Punch Graphix eigen aandelen gebruiken in plaats van cash.
- De Financial covenants zijn OK, ook met de opname van EUR 75 Mio. De General Undertakings moeten nog onderhandeld worden.
- Bedoeling is om de deal op 30 juni rond te hebben.
- De RvC gaat akkoord met deze constructie, voor financiering van general corporate purposes en herfinanciering huidige kredieten, mits de bijkomende marge op de lening en mits Punch International hetzelfde aflossingsschema volgt als PGX.

126. De notulen geven blijk van veranderd inzicht bij de rvc, in zoverre nu aanvaard wordt dat ca. 2/3 van het arrangement gebruikt wordt voor de financiering van Punch International en de terugbetaling van deze leningen niet gebeurt zodra Xeikon de middelen nodig heeft, maar volgens een schema van jaarlijkse deelbetalingen en een eindaflossing van € 20 miljoen in het vijfde jaar. Daarnaast zou een eventuele overname niet in geld worden betaald maar met eigen aandelen Xeikon.
127. De onderzoeker heeft in het bijzonder oude Bolhaar gevraagd naar het waarom van deze verandering van beleid. De onderzoeker heeft geen voor hem duidelijk antwoord gekregen.
128. De vermogenspositie van Xeikon was halverwege 2008 erg sterk. In een meeting van het management team op 30 juni rapporteert Tytgadt:

“Graphix [Xeikon, onderzoeker] is now debt free.”

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

129. Op 4 juli stuurt Marc Maes (toenmalige secretaris van de vennootschap) aan olde Bolhaar (met cc aan de twee bestuurders) een concept van de club deal overeenkomst, met het verzoek, indien akkoord, een uittreksel uit de notulen van de vergadering van de rvc van 27 mei ten behoeve van de banken te ondertekenen. Twee dagen later antwoordt olde Bolhaar:

“Ik vind dat alle leden vd de RVC (M.U.V. Guido i.v.m. mogerlijk conflict of interest) er even naar moeten kijken en gezien het belang een schriftelijk accoord moeten geven”.

130. Op 7 juli stuurt Marc Maes aan de commissarissen, met uitzondering van Dumarey, en met cc aan de twee bestuurders een e-mail met deze tekst:

“Beste leden van de RvC,  
in bijlage vinden jullie de voorlopige versie van de facility agreement. De modaliteiten zijn grotendeels zoals besproken tijdens de RvC van 27 mei 2008. Wel is er een beperking van 15 Mio € voor upstreaming van middelen naar Punch International.

De banken dienen ook een goedkeuring te hebben vanwege de RvC. De RvC heeft reeds haar akkoord gegeven tijdens de RvC van 27 mei.

In bijlage vinden jullie een extract van dit verslag, waarin de belangrijkste modaliteiten van de goedkeuring besproken staan. Dit extract dient ter voorlegging aan de banken.

Kunnen jullie akkoord gaan met dit extract en ondertekend terugmailen ?

Het extract wordt niet naar Guido gestuurd, wegens zijn conflict of interest.

In bijlage vinden jullie ook de draft minutes van de RvC van 27 mei 2008, voor jullie nazicht.”

131. De onderzoeker ziet een duidelijke tegenstrijdigheid tussen het standpunt van de rvc, mede zoals in de notulen verwoord, dat de middelen van de club deal voor 2/3 zullen worden aangewend ter financiering van Punch International en de in de concepttekst opgenomen beperking aan de upstreaming van € 15 miljoen. De onderzoeker heeft bestuurders en commissarissen gevraagd hoe deze tegenstrijdigheid is te verklaren en hoe de beperking in de overeenkomst terecht is gekomen, maar heeft geen duidelijk antwoord gekregen. Sommige van hen hebben geantwoord geen voldoende scherpe herinneringen aan de kwestie te hebben. Deblauwe kon zich herinneren dat de beperking door de banken is opgelegd, maar

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

dat de banken, in ieder geval Dexia, wisten dat de middelen deels voor de financiering van Punch International zouden worden gebruikt. Dumarey heeft grote nadruk gelegd op het feit dat hij in de overtuiging verkeerde dat de club deal voor een belangrijk deel tot doel had Punch International te financieren en dat hij pas in een later stadium – toen in de rvc gemeld werd dat de upstreamingen in strijd waren met de club deal – op de hoogte is geraakt van het feit dat de club deal een beperking inhield aan de mogelijkheid van upstreaming. Deze verklaring komt de onderzoeker echter niet geloofwaardig over reeds omdat Deblauwe de in de vorige alinea genoemde e-mail van Marc Maes, inclusief bijlagen, op dezelfde dag aan Dumarey heeft doorgestuurd.<sup>55</sup>

132. Tot slot van dit onderdeel over het doel van de club deal besteedt de onderzoeker aandacht aan de positie van één van de drie banken die het financieringsarrangement met Xeikon aangingen. De positie van deze bank is ook van belang omdat er een persoonlijk belang van Dumarey mee gemoeid is.
133. Dexia was, naast participant in het club deal consortium, financier van Punch International. Zij had op 1 februari twee kredieten toegekend van resp. € 12,5 miljoen en € 7 miljoen. Punch International had zich verplicht deze kredieten vervroegd terug te betalen op het moment dat de eerste opname onder de (op dat moment nog in onderhandeling zijnde) club deal zou plaatsvinden. Het was voor Dexia derhalve bekend – zoals Deblauwe tegen de onderzoeker tijdens een interview zei – dat een deel van de club deal bestemd zou worden voor de financiering van Punch International. Op 10 juli heeft Dexia aan Tytgadt een brief gestuurd waarin, kort gezegd, onder verwijzing naar de afspraak van 1 februari, Dexia Punch International herinnert aan de verplichting tot terugbetaling van de kredieten zodra de eerste opname onder de club deal heeft plaatsgevonden. De brief is door Deblauwe op 14 juli voor akkoord ondertekend geretourneerd.
134. De kredieten van Dexia aan Punch International waren gecureerd met een pandrecht op aandelen Punch International die Creacorp, een aan Dumarey gelieerde vennootschap, in pand had gegeven. Met de betaling van de kredieten verviel het pandrecht. De betaling had in zoverre en bevrijdend aspect voor Creacorp.<sup>56</sup>

---

<sup>55</sup> Dumarey heeft, via zijn raadsman, de onderzoeker bericht dat hij deze e-mail niet heeft hond gezien (em 13-07-2016).

<sup>56</sup> Dumarey heeft ontkend dat hij een dergelijk pand heeft gevestigd (em 13-07-2016). De

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

### 3.2 Verder verloop van de club deal

135. De overeenkomst inzake de club deal is op 22 juli getekend. Voor zover de onderzoeker kon nagaan, heeft Xeikon drie *utilization requests* gedaan: twee op 5 augustus voor resp. € 20 en 15 miljoen en één op 16 september voor € 20 miljoen.
136. Op 5 augustus zijn de hiervoor genoemde kredieten van Punch International bij Dexia terugbetaald (nr. 133).<sup>57</sup>
137. Op 25 augustus heeft een vergadering van de rvc plaatsgevonden. De notulen vermelden over de club deal:

“De totale lijn bedraagt EUR 75 Mio, waarvan EUR 40 Mio opgenomen. 22 Mio EUR werd geupstreamed naar Punch International. Maximum ligt op EUR 15 Mio. Overschrijdingen zijn niet acceptabel.<sup>58</sup> De overschrijding van EUR 7 Mio zal terugbetaald worden uiterlijk tegen kerstdag.”

138. De volgende vergadering van de rvc was op 20 oktober. Een eerste versie van de agenda bevatte als punt 7: Clubdeal en financing Punch International. olde Bolhaar reageerde op dit agendavoorstel:

“Financing International kan geen expliciet punt zijn op de agenda van Graphics. Dit is en blijft de primaire verantwoordelijkheid van International. Voor Graphics gelden de afspraken zoals vastgelegd in de clubdeal en eventuele andere zakelijke overwegingen vanuit het perspectief van Graphics eea wil niet zeggen dat er geen andere opties bespreekbaar zijn maar laten we de zaak (agenda) zuiver houden”<sup>59</sup>

---

onderzoeker heeft Dumarey en zijn raadsman kopie gestuurd van verschillende documenten, waaronder een brief van Dexia van 10 juli 2008 (**Bijlage B-2**) waaruit de verpanding blijkt en om een reactie op deze stukken gevraagd (em 15-07-2016). In verband met afwezigheid van Dumarey en zijn raadsman heeft de onderzoeker geen reactie ontvangen.

<sup>57</sup> Em I. Heyvaert (Dexia) 5-8-2008 17:05.

<sup>58</sup> Deze zin is ingevoegd op verzoek van olde Bolhaar (em Marc Maes 10-8-2008 11:47).

<sup>59</sup> Em 15 oktober 2008 23:44. Van Assche viel olde Bolhaar bij: “Herman, Terechte opmerkingen.” (em 16 oktober 2008 8:55).

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

139. Tijdens deze vergadering heeft de directie de rvc geïnformeerd dat de upstreaming van gelden naar Punch International door was gegaan. De notulen vermelden:

“• Op dit moment wordt EUR 60 Mio van de EUR 75 Mio opgenomen. 45 Mio EUR werd geupstreamed naar Punch International, zijnde in breach, op vraag van GDY. Maximum ligt op EUR 15 Mio. Overschrijdingen zijn niet acceptabel. De overschrijding van EUR 30 Mio zal ten spoedigste worden terugbetaald doch uiterlijk tegen het eind van het jaar.

- In de tussenliggende periode zal de lening worden geformaliseerd en zal PI zekerheden moeten verstrekken dat de lening terugbetaald zal worden binnen de gestelde termijn
- De RvC is van mening dat eventuele afwijkingen van het clubdeal contract vooraf met de lening verstrekker dienen te worden besproken
- De governance ratio van net debt to EBITDA = 2,75. Hier gaan we niet buiten.
- De RvC vraagt tevens om de governance ratio's van de club deal uit te rekenen voor de volgende kwartalen (dit kwartaal en de volgende 4 kwartalen), en dat voor de verschillende forecast scenario's.”

140. Tijdens zijn interview heeft Dumarey aan de onderzoeker gezegd dat hij degene is geweest die opgemerkt heeft dat de overschrijdingen onacceptabel waren. De onderzoeker acht deze verklaring onder andere om de volgende redenen ongeloofwaardig.

141. Deblauwe heeft in een e-mail aan de opsteller van de notulen naar aanleiding van een draft geschreven:

“Toevoegen in verslag upstream: breach op vraag van GDY.” (em 15-12-2008 10:30)

142. De andere deelnemers aan de vergadering hebben tijdens de interviews met verschillende stellingheid verklaard dat Dumarey verantwoordelijk was voor de overschrijdingen.

143. De betrokkenheid van Dumarey, zowel bij de overschrijdingen als bij het beleid van de dochters van Punch International, volgt ook uit correspondentie in deze periode over de mogelijkheid om twee percelen te kopen die aangrenzend zijn aan het

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

perceel waar de tonerfabriek van Xeikon in Heultje gelegen is. Op 14 oktober mailt Jos Verlinden, Facility Manager van Punch Graphix International NV, daarover aan Tim Röttger, toenmalige CEO van Accentis, met cc aan Deblauwe en Dumarey. Deblauwe stuurt dezelfde dag het bericht door aan Dumarey en Tytgadt met als tekst:

“Fyi, gaan we dit nog doen?”

Daarop antwoordt Tytgadt op dezelfde dag:

“Vanuit standpunt Accentis (dat de meest logische verwerper zou zijn...): Gelet op de huidige cash-situatie vind ik dit onverantwoord...upstreaming vanuit de grafische voor deze aankoop kan ik al helemaal niet meer verantwoorden, gelet op de huidige rc.

Vanuit standpunt Graphix: vooraleer de 45 mio vordering door PI is terugbetaald ben ik niet geïnteresseerd; we gaan de resterende lijn van 15 mio voor andere dingen kunnen gebruiken...

Guido zal er m.i. een andere mening op na houden...”<sup>60</sup>

144. olde Bolhaar schrijft ook naar aanleiding van de notulen van de vergadering:

“Het lijkt mij zinvol te notuleren dat de RvC niet heeft ingestemd met de overschrijding en dat de focus primair ligt op remediatie en voorkoming naar de toekomst”

145. Ghekiere, tot slot, schrijft aan olde Bolhaar en Van Assche:

“Ik was zeer verrast om vandaag op de RvC te moeten vernemen dat de directie blijkbaar in strijd met de bepalingen van de Term and Revolving Facilities Agreement<sup>61</sup> opnames heeft gedaan met het oog op het upstreamen van middelen naar Punch International voor bedragen die de

---

<sup>60</sup> Onderstreping ook in het origineel. Dumarey heeft de onderzoeker bericht: “Beslissingen over grond en percelen van de verschillende bedrijven werden inderdaad mede gecoördineerd door Guido Dumarey, teneinde synergiën te en kostenbesparingen te kunnen realiseren. Soms kon immers een bepaald bedrijf in de groep een bepaalde nood hebben aan ruimte en was het beter bepaalde onroerende goederen (nog) niet te vervreemden.” (Memo van 4 april 2016, p. 7)

<sup>61</sup> De Club Deal.



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

limiet voor dergelijke aanwending onder de Facilities Agreement overschrijden. Hierdoor is mogelijks een Event of Default ontstaan onder de voorwaarden van de Facilities Agreement. Ik meen dat dit een ernstige aangelegenheid is.”<sup>62</sup>

waarop olde Bolhaar onder meer reageert:

“Philip/Ben

Ik denk dat wij allen evenzeer onaangenaam verrast waren”<sup>63</sup>

146. De onderzoeker zal in het volgende subhoofdstuk nader ingaan op de positie van de verschillende actoren bij de upstreaming en volstaat hier met de vaststelling dat Dumarey daarvoor verantwoordelijk was en dat de overige commissarissen in oktober verrast zijn door de omvang van de overschrijdingen.
147. In de rvc vergadering van 20 oktober is over de operationele gang van zaken onder meer geconstateerd dat de kosten meer in de hand gehouden moesten worden. De rvc heeft Dumarey gevraagd om de directie bij te staan om maatregelen tot kostenreductie te implementeren.<sup>64</sup> Maar deze bijstand moet waarschijnlijk verstaan worden als een de facto op non actief stellen van met name Deblauwe. Dumarey heeft tijdens een gesprek met de onderzoeker gesteld dat hij gevraagd is om de leiding van Xeikon over te nemen, en Deblauwe schrijft in de e-mail van 15 december aan Marc Maes over de concept notulen van de vergadering van 20 oktober:

“Ook officieel toevoegen dat ik niet meer operationeel verantwoordelijk ben, enkel de titel nog draag wegens continuïteit naar de markt.”

148. De onafhankelijke commissarissen hebben naar eigen zeggen tijdens de vergadering van de rvc van 20 oktober hun ongenoegen geuit over de schending van de upstreambeperking. In de dagen erna hebben ze met elkaar overleg gevoerd over de situatie en hebben afgesproken te werken naar het ongedaan maken van de schending vóór het einde van het jaar. Op 26 oktober hebben zij de directie

---

<sup>62</sup> Em 21-10-2008 00:05.

<sup>63</sup> Em 21-10-2008 17:09.

<sup>64</sup> “Gezien zijn bijzondere expertise bij reorganisaties, zal GDY [Dumarey], als lid van de RvC, gevraagd worden om de directie bij te staan in het kader van het implementeren van een aantal maatregelen om het break even punt te verlagen.” (notulen, p. 3).

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

hierover geschreven. De volgende dag heeft Tytgadt op het bericht gereageerd. Zijn reactie is verwerkt in de tekst van het bericht van de commissarissen en wordt hierna cursief weergegeven:

“Wim en Peter

Tijdens de RvC van afgelopen maandag 20/10 is ons gebleken dat er een substantiële overschrijding heeft plaats gevonden mbt upstreaming van middelen boven de norm die hiervoor is gesteld in de Facilities Agreement van 14 juli jongstleden

De leden van de RvC hebben de verplichting om goed toezicht te houden en moeten bij vaststellen van problemen opvolging geven en indien nodig de directie aanmanen eventuele problemen op te lossen

Onze inschatting van de situatie is thans als volgt:

1. Er heeft upstreaming plaats gevonden boven het bedrag dat hiervoor toegestaan is conform het contract met ABN Amro N.V., Dexia bank NV en BBVA S.A.

*De Directie heeft de RvC inderdaad op de hoogte gesteld van het feit dat de upstream-covenant niet werd gerespecteerd en gewezen op de contractuele verplichting tot demelding hiervan aan de betrokken financiële instellingen. De directie heeft terzelfdertijd tevens gewezen op de mogelijke consequenties van deze melding.*

2. Uit hoofde van het contract is de directie verplicht om hier de banken onverwijld van in kennis te stellen. Wij verzoeken u dringend dit ook te doen

*Dhr. Dumarey heeft de directie uitdrukkelijk verzocht de banken niet in kennis te stellen voor 31 oktober 2008. De directie stelt dan ook voor om op vrijdag 31/10/2008 een nieuwe (desgevallend via concall) RvC te houden waarin een definitief éénduidig standpunt wordt ingenomen mbt het melden aan de betrokken financiële instellingen van de niet respectering van de betreffende upstream covenant.*

3. Defaults dienen ten snelste te worden gemedieerd. Uit de

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

discussie van hedenmorgen begrijpen wij dat het mogelijk is voor Punch International om een bedrag van 6-8 mln Euro op zeer korte termijn terug te betalen en dat het restant terug betaald zal worden uit opbrengsten van een contract met de Franse overheid /Ford Motor Company dat in de laatste fase van onderhandeling is en dat voldoende middelen zal genereren om de overschrijding teniet te doen voor einde November *Akkoord over de noodzaak<sup>65</sup> tot snelle remediëring.*

4. Hoewel alle lichten op groen lijken te staan voor deze transactie is er geen 100% zekerheid. Derhalve is het nodig dat Punch Graphics zich vergewist van de financiële positie van Punch International, De Hr Dumarey heeft bevestigd bereid te zijn zekerheden te verstrekken middels bv in onderpand geven van aandelen of anderszins. De directie zal de RvC schriftelijk informeren over de voortgang dienaangaande. *Zal gebeuren - Wim ik denk dat jij hiervoor het best geplaatst bent.*

5. De voortgang van bovenstaande zal wekelijks besproken worden tussen de Directie en de Raad van Commissarissen *Zal gebeuren.*

Er op vertrouwend dat de bestaande issues op korte termijn kunnen worden opgelost langs bovenvermelde lijnen

Hoogachtend

h.olde Bolhaar

Philip Ghekiere

Ben van Assche"

149. De onafhankelijke commissarissen hebben in de volgende weken inderdaad regelmatig geïnformeerd naar de stand van zaken en oplossingen met elkaar en met de directie besproken. Al spoedig bleek echter dat de remediëring waarschijnlijk niet zou verlopen zoals in de e-mailwisseling van 26-27 oktober besproken. Op 7 november rapporteert olde Bolhaar aan de overige commissarissen, met cc aan de directie, over een gesprek van die dag met Deblauwe:

"De situatie is thans als volgt (o.b.v. zijn input [van Deblauwe,

---

<sup>65</sup> Onderstreping ook in het origineel.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

onderzoeker])

1. De terugbetaling vd eerste 5 mln vd overschrijding zal conform afspraak einde november kunnen plaats vinden
  2. Het Automotive project Frankrijk ziet er vooralsnog niet goed uit en het is onwaarschijnlijk dat hieruit de benodigde gelden voor de terugbetaling kunnen worden verkregen
  3. De garantie stelling zoals eerder besproken zal as maandag worden geregeld : de draft vd zekerheidstelling is klaar maar moet nog worden bekeken
  4. Het voorstel is thans dat Graphics de onroerend goed portefeuille van International op zeer korte termijn aan koopt , uiteraard tegen markt prijzen en met een gedegen onderbouwing vd werkelijke waarde”
150. Het waarschijnlijke niet doorgaan van de transactie met de Franse overheid/Ford heeft betrokkenen gedwongen een alternatieve oplossing te zoeken. Al snel is het voorstel gedaan om aandelen Accentis in betaling te geven, omdat rekening werd gehouden dat Punch International niet over voldoende liquide middelen beschikte om vóór het einde van het jaar de lening van Xeikon terug te betalen. Over de rationale van de verkrijging schrijft olde Bolhaar aan Deblauwe op 11 november 2008:

“Wim

Het moge duidelijk zijn dat een eventuele aankoop van onroerend goed een goede motivatie vanuit Graphics benodigd  
Gaarne je input”

waarop Deblauwe de volgende dag antwoordt:

“Dag Herman,

Voorstel is als volgt:

“Na de omvorming van een verlieslatende melkrobotfabrikant naar een leverancier van totaaloplossingen voor de grafische sector, wenst PGX haar structuur verder te diversifiëren. De reden hiervoor is het gevaar voor monocultuur wat goed is als de economie goed gaat, en slecht als de economie minder gaat. Door te diversifiëren in vastgoed wordt een tweede poot gecreëerd die als doel heeft waarde te realiseren op lange termijn in combinatie met recurrente inkomsten (door de huren naar de

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

vastgoedpoot), vergelijkbaar met het model in de grafische (focus op recurrente inkomsten zoals toners). Het is dan ook niet uitgesloten dat PGX op termijn haar activiteiten verder gaat diversifiëren”  
Wat denk je?”

151. Op 15 november hebben de onafhankelijke commissarissen met Dumarey gesproken. Ghekiere vat in een e-mail aan de andere twee commissarissen het gesprek samen:

“Beste Herman en Ben:

In navolging van ons gesprek met Guido op zaterdagmorgen, vat ik hierna de punten samen die dienen geformaliseerd te worden teneinde de problematiek van de upstreaming van middelen van PG naar PI te remediëren:

1. Voor de in Rekening Courant opgenomen bedragen zal een kredietovereenkomst opgemaakt worden tussen PG en PI waarin de voorwaarden van de opname zullen worden vastgelegd.

Er zal daarin dienen gepreciseerd te worden wanneer de opgenomen bedragen zullen terugbetaald worden:

- Opname tot € 15m zal op verzoek van PG terugbetaald worden binnen een termijn van 30 dagen
- Opname boven € 15m zal voor 15 december 2008 terugbetaald worden met een eerste schijf van € 5m die zal terugbetaald worden op 30 november

De rente die zal aangerekend worden op de opnames zal een marge van 20 % bedragen bovenop de rentevoet die PG betaald op het opgenomen krediet

Tot zekerheid van alle opgenomen bedragen onder de kredietovereenkomst zal PI 130 m aandelen van Accentis in pand geven. Hiervoor zal een Aandelenpandovereenkomst opgemaakt worden.

2. Het opgenomen bedrag boven € 15 m zal terugbetaald worden uiterlijk op 15 december, hetzij in cash, hetzij in aandelen van Accentis. De aandelen Accentis zullen hierbij gewaardeerd worden tegen de gemiddelde beurskoers gedurende de 30 dagen voorafgaand aan de verkoop min een décote van 3%.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

De motivatie voor PG om deze aandelen in betaling te nemen is dat dit onder de huidige omstandigheden beste manier is om betaling te krijgen van de vordering, dat Accentis de eigenaar is van het vastgoed waarin de bedrijfsactiviteiten van PG gevestigd zijn en dat van strategisch belang is voor PG ( productiefaciliteiten voor toner in Heultjes) , en dat het om beursgenoteerde aandelen gaat die vrij kunnen verhandeld worden. Deze transactie zal ook moeten gedocumenteerd worden in een overeenkomst en in de notulen van een RvC van PG

3. De vennootschap zal een BAVA organiseren met het oog op het uitbreiden van de bevoegdheid tot inkoop van eigen aandelen en zal in functie van de opportuniteit verder eigen aandelen verwerven

4. Het Management zal met Petercam communiceren teneinde uitleg te verstrekken over de wijze waarop de opnames zullen afgebouwd worden.

5. Herman zal een gesprek hebben met het Management teneinde een herhaling van deze situatie te vermijden.”

152. In de volgende weken is gaandeweg duidelijk geworden dat Punch International niet in staat zou zijn de schuld aan Xeikon in geld terug te betalen. De overeenkomst die de lening tussen de twee partijen formaliseert bepaalt dat terugbetaling naar keuze van Punch International in geld of in aandelen Accentis kan plaatsvinden. In zijn vergadering van 18 december heeft de rvb van Punch International besloten met de aandelen te betalen.

153. De rvc van Xeikon heeft in de vergadering van 22 december ingestemd met verkrijging van het Accentis Belang. De notulen vermelden daarover:

- Per eind november staat er voor een bedrag van EUR 51 Mio open ten aanzien van Punch International EUR 46 Mio op RIC en 6,4 Mio door de verkoop van het gebouw te Boizenburg.
- Punch International biedt 125.487.176 aandelen Accentis aan ter aflossing ten bedrage van EUR 20.705.383 van de R/C, zijnde de volledige participatie die Punch International nog aanhoudt in Accentis. Op een totaal van 512.305.236 aandelen bedraagt dit een participatie van 24,49%. Op deze manier wordt PGX de grootste aandeelhouder van Accentis. Het

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

betreft hier beursgenoteerde aandelen, met een fair value van EUR 0,18, dewelke tegen EUR 0,165 oftewel een décote van 3% in betaling worden aangeboden aan PGX. Meer informatie over Accentis staat beschreven in het Prospectus van Accentis, dewelke ter beschikking werd gesteld van de leden van de RvC,

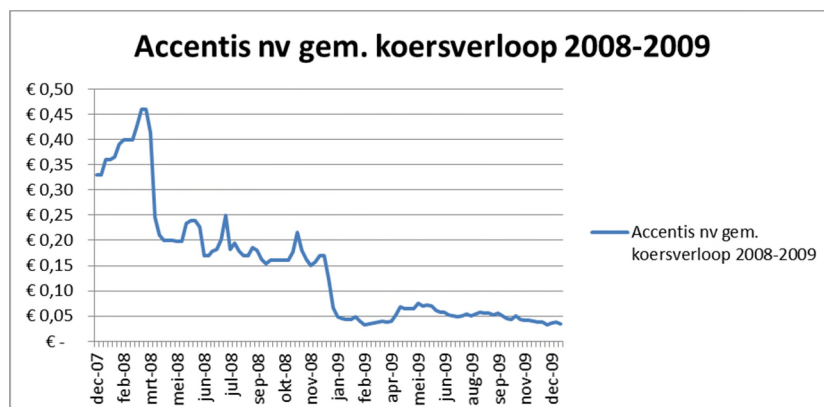
- Voor het saldo van de openstaande R/C (ongeveer EUR 30 Mio) biedt Punch International bovendien de overname aan van een lening van Punch International op Accentis. Deze vordering is rentedragend aan 6% per jaar en is bullit gefinancierd op 5 jaar (geen tussentijdse aflossingen door Accentis). Het betreft een gedeelte van een lening die Punch International heeft op Accentis voor een totaalbedrag van EUR 50 Mio Het betreffende gedeelte van deze lening kan overgenomen worden met een décote van 3%. In totaal zou er een lening worden overgenomen van EUR 30,4 Mio voor een bedrag van EUR 29,5 Mio,
- De RvC bespreekt deze transactie, met haar voor- en nadelen. Het betreft hier verhandelbare aandelen van een vennootschap met een belangrijke vastgoedportfolio, dat hoofdzakelijk bestaat uit semi-industriële gebouwen, nl. circa 1.461.000 m<sup>2</sup> terreinen en circa 373.000 m<sup>2</sup> gebouwen. Accentis heeft oa. 4 bedrijfsgebouwen in eigendom die door Punch Graphix gehuurd worden, en waarvan een strategisch belangrijk pand in Lier en Heultje.
- De RvC wenst de R/C op Punch International bovendien volledig op nul te zetten.
- Gezien er op korte termijn geen andere mogelijkheid bestaat voor PI om de RIO af te lossen, wordt na beraad besloten door de RvC om de aandelen van Accentis aan te kopen, en voor het saldo de lening over te nemen van Punch international op Accentis, ter aflossing van de volledige openstaande R/C.
- De RvC keurt deze transactie goed. GDY onthoudt zich bij de stemming wegens conflict of interest. De verrichting zal voor 31 december 2008 afgerond worden.
- De RvC beslist bovendien om op de markt bijkomende aandelen Accentis aan te kopen tot 25,1%, zodat een blokkeringsminderheid bekomen wordt.
- Na de transactie worden de modaliteiten van de clubdeal opnieuw gerespecteerd. Ten aanzien van Accentis geldt er geen upstreaming omdat er geen link meer is tussen Punch international en Accentis en omdat PGX geen controle heeft over Accentis.

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

- De RvC besluit om een persbericht op te stellen, met als boodschap dat PGX aandelen verworven heeft in Accentis, met een korting van 3% op de fair value, De transactie wordt dus at arms length goedgekeurd.”

154. In deze periode hebben Dumarey, Deblauwe, Tytgadt en Debusschere (allen gezamenlijk hierna: het management) aan de ene kant en Punch International aan de andere kant een overeenkomst gesloten waarbij het management ca. 20% van de aandelen Accentis aan Punch International verkoopt (ca. 117,7 miljoen aandelen). Punch International zou deze aandelen kopen om op haar beurt daarmee haar schuld aan Xeikon af te lossen. De aandelen zouden voor het overgrote deel afkomstig zijn van de door Dumarey gecontroleerde vennootschap Creacorp (ca. 115,5 miljoen van de ca. 117,7 miljoen). Creacorp zou, als aandeelhouder van Punch International, de aandelen ontvangen ten titel van de uitkering die Punch International op 28 december aan haar aandeelhouders zou doen. De verkoopprijs was € 0,126 per aandeel. Punch International zou de aandelen van Creacorp deels betalen door verrekening van een openstaande schuld van Creacorp aan Punch International van € 7,4 miljoen. Het resterende deel zou Punch International verschuldigd blijven in de vorm van een rentedragende lening. De koopprijs van de aandelen van de andere verkopers zou Punch International eveneens verschuldigd blijven in de vorm van een rentedragende lening. De overeenkomst was al op 18 december tot stand gekomen en in ieder geval op 26 december getekend, zo blijkt uit een e-mail van Tytgadt van 26 december (14:22 uur). De overeenkomst is namens Punch International door Dumarey getekend die ook namens de verkopende Creacorp tekent. Hoewel de overeenkomst tot stand gekomen is, is daaraan geen uitvoering gegeven, volgens informatie van Tytgadt omwille van de zeer sterke koersdaling van het aandeel Accentis enkele dagen na de ondertekening, waarna de partijen de mening waren toegedaan dat uitvoering van het contract (voor een substantieel hogere prijs) niet fair zou zijn geweest. De onderzoeker komt nog op deze overeenkomst terug (nr. 167.c)).
155. Op 31 december heeft Xeikon het Accentis Belang overgenomen. In de daarop volgende weken is de koers van het aandeel Accentis ingestort. Het verloop van de koers Accentis in de periode 2008-2009 kan schematisch als volgt worden weergegeven:





Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

156. Op 5 januari 2009 schreef Petercam over de verkrijging van het Accentis Belang:

**“Our view**

- We see this transaction as very unfavourable to Punch Graphix. The company will spend a total amount of EUR 50.7m in order to acquire the Accentis stake and a 5 year loan from Accentis.
- Clearly, we see no strategic benefit for Graphix in owning a real estate company and this was clearly not the expected cash use following the capital increase. Furthermore, the price paid for Accentis is significantly above market price (EUR 0.08 per share for Accentis on Friday's close). At EUR 0.165, the deal seems far from being a bargain.
- In fact, we believe that as feared, the main driver behind this transaction was the financial situation at Punch International. Through this transaction, Punch International has used its subsidiary to transform illiquid assets into cash.
- As a result, from a net cash position, Punch Graphix now has a net debt that we estimate at some EUR 45m. Though, the company's trading conditions still seem better than sector average, we believe that this strong deterioration in balance sheet significantly increases the company's risk profile and reduces its flexibility.

**Conclusion**

What we had warned for in our previous mail<sup>66</sup> has now materialized.

---

<sup>66</sup> Op 31 oktober 2008 schreef Petercam naar aanleiding van de trading update van Xeikon over het derde kwartaal 2008: “The release is disappointing as the strong Drupa was not yet visible in the numbers. This will lead us to review our figures downwards. We also see the deteriorating conditions at Punch International (on which we have reduce rating) as a potential risk to Punch Graphix. The problems faced at Punch Motive combined with the deteriorating automotive conditions and the significant net debt means that we fear that majority shareholder Punch International (69%) might use Punch Graphix for its own support, although nothing has been published on this so far. This might clearly not be at the advantage of the company's minority shareholders and might pose some corporate governance issues.” Op die dag schreef de analist van Petercam aan Tytgadt onder meer: “Petercam oppert vandaag de mogelijkheid dat jullie Punch International subsidiëren... ik hoop dat dit niet klopt en jullie je niet aan het verlagen zijn met een spelletje moeder-dochter ten koste van de minderheidsaandeelhouders... Gelieve indien daar niets van aan is, zo snel mogelijk de betreffende analist gerust te stellen.” Tytgadt heeft het bericht doorgestuurd aan Deblauwe met de vraag: “Ook concall doen?”, waarop Deblauwe antwoordde:

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Punch International with its strong exposure to the automotive sector and very weak balance sheet has found a way to upstream the cash from its subsidiary and reinforce its balance sheet. Clearly, we see this as negative for shareholders of Graphix. Furthermore, it raises corporate governance issues and makes us question the role of the independent members of the board. In the end, we believe this transaction is put in place to rescue Punch international at the expense of Punch Graphix.”

157. In een rapport van 9 januari 2009 schreef SNS Securities<sup>67</sup>:

“We regard the Accentis acquisition as value destructive. PI [Punch International, onderzoeker] has used the favourable credit facility of Punch Graphix to reduce its balance sheet exposure to real estate. This shows that PI is in control of Punch Graphix’s destiny and that it is made secondary to PI itself.”

#### **4 Bevindingen van de onderzoeker**

158. De verkrijging van het Accentis Belang is het gevolg van de wijze waarop de Punch groep in 2008 werd geleid. Bij de verkrijging stond niet het belang van Xeikon centraal, maar dat van Punch International.
159. De verkrijging kan niet als een strategische beslissing van Xeikon worden gezien. De door Xeikon aangevoerde rechtvaardiging, nl. dat met de verkrijging een strategisch belang van Xeikon werd gediend omdat Xeikon zeggenschap verkreeg over Accentis – de vennootschap die enkele strategische gebouwen van Xeikon in handen had – acht de onderzoeker niet overtuigend. Als de gebouwen zo strategisch waren, is het niet goed te begrijpen waarom Xeikon zonder aantoonbare nood de zeggenschap daarover een half jaar eerder uit handen gaf. Het argument is ook tegengesproken door verschillende bestuurders en commissarissen, die bevestigen dat de beslissing niet uit strategische overwegingen, maar uit de financiële nood van Punch International geboren was. Ook uit de documentatie blijkt dat de verkrijging

---

“nee, stuur gewoon een mail met antwoordje inzake Agfa en laat ons zwijgen van upstream: when you're in a hole, stop digging” [de analist had ook een vraag gesteld over een overeenkomst van Xeikon met Agfa, onderzoeker].

<sup>67</sup> Rapport 'Value is in the eye of the beholder', 9 January 2009, p. 1.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

tot doel had de wanprestatie van Xeikon onder de club deal vóór het einde van 2008 te remediëren, en niet een strategische acquisitie te verrichten. In dezelfde lijn heeft de markt de transactie duidelijk gepercipieerd als een vorm van financiële steun door Xeikon aan Punch International, en niet als een strategische beslissing van Xeikon.

160. Zo er al een strategie bestond ter zake van het onroerend goed van Xeikon, werd deze strategie door Punch International bepaald en niet door Xeikon zelf. In juni 2008 is het overgrote deel van het onroerend goed van de Punch groep overgedragen aan Punch Properties. Dumarey heeft aan de onderzoeker gezegd dat dit een sales and lease back betrof die op instigatie van het Amerikaanse investeringsfonds Blackrock plaatsvond. Een dergelijke concentratie kan binnen een groep een rationale hebben, in het geval van de Punch groep was dat in ieder geval een concentratie waarin Dumarey de leiding had<sup>68</sup> en waar, wat betreft het onroerend goed van Xeikon, de rvc van Xeikon geen zichtbare rol heeft gespeeld. Zo wordt in een e-mail van Jos Verlinden (facility manager van Xeikon) van 12 maart 2008 o.a. aan Deblauwe in de context van de voorbereidingen op de sales and lease back gesteld:

“Even ter informatie:

1. Guido [Dumarey, onderzoeker] vraagt om volgende sites niet te verkopen omdat ze strategisch belangrijk zijn:

- a. Ieper Campus
- b. Lier
- c. Heultje
- d. Ieper Oostkaai
- e. Eede (...)

161. De rvc is wel geïnformeerd over de voornemens van Punch International met betrekking tot het onroerend goed en had zich naar eigen zeggen het recht voorbehouden om de overdracht van de panden van Xeikon aan zijn voorafgaande goedkeuring te onderwerpen.<sup>69</sup> Maar van een dergelijke goedkeuring of beleidsmatige bemoeiing van de rvc is de onderzoeker niets gebleken.

---

<sup>68</sup> Zie zijn verklaring in de noot van nr. 116.

<sup>69</sup> De notulen van de rvc van 27 mei 2008 zeggen hierover: “Punch International overweegt om het onroerend goed onder te brengen in een andere vennootschap. De RvC is principieel akkoord, maar het voorstel zal ter goedkeuring worden voorgelegd.”

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

162. Uit de documentatie en de interviews is de onderzoeker niet gebleken dat de verkrijging met de nodige zorgvuldigheid is voorbereid. Nog in de maand november gingen de onafhankelijke commissarissen uit van althans een gedeeltelijke terugbetaling in geld van de schuld van Punch International. Daarnaast verplicht de leningsovereenkomst die Xeikon en Punch International op 5 december 2008 sloten Punch International tot terugbetaling van in ieder geval € 15 miljoen in geld. Maar op zijn laatst na de bespreking met Dumarey op 15 november 2008 (nr. 151) hielden de onafhankelijke commissarissen er serieus rekening mee dat de betaling in de vorm van de Accentis Deelneming zou plaatsvinden, en in de zojuist genoemde leningsovereenkomst wordt aan Punch International de keuze gelaten om in geld of in aandelen Accentis te betalen. Wat betreft de Accentis Vordering is het enige dat de onderzoeker daarover heeft kunnen vinden datgene dat wordt meegedeeld in de notulen van de rvc van 22 december 2008 (nr. 153). Deze vorm van betaling is niet door Xeikon, althans door haar onafhankelijke commissarissen, onderhandeld, maar het is Xeikon overkomen vanuit het handelen van Punch International, vooral in de persoon van Dumarey.
163. Mitigerende omstandigheden voor het gebrek aan voorbereiding zijn dat Accentis op het moment dat de transactie in beeld kwam deel uitmaakte van dezelfde groep als Xeikon en dat in het bijzonder Deblauwe, die in beide vennootschappen een bestuursfunctie vervulde, geacht kon worden voldoende kennis te hebben van de te verkrijgen vennootschap. Daarnaast had ook een zekere externe controle van de positie van Accentis plaatsgevonden in het kader van de betaling van dividend door Punch International aan haar aandeelhouders in december 2008. Deze omstandigheden nemen echter niet weg dat Xeikon een meer gedegen onderzoek had moeten verrichten naar de wenselijkheid van de verkrijging, onder meer gelet op de tegenstrijdig belang positie waarin Deblauwe verkeerde (bestuurder van Xeikon, Punch International en Accentis), het vermogensbelang dat gemoeid was met de transactie, de slechte ervaringen met Punch International en Dumarey in verband met de upstreaming van middelen en de impact die Accentis kon hebben op de toekomstige bedrijfsvoering van Xeikon (Accentis was een branchevreemde onderneming; zij verkeerde in een financieel precaire situatie; de verkrijging vergrootte de verknochtheid van Xeikon met Punch International en haar referentieaandeelhouders).
164. De verkrijging van het Accentis Belang heeft voor Xeikon tamelijk negatieve gevolgen gehad. Financieel is de spankracht van Xeikon in belangrijke mate

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

verminderd. Operationeel heeft de deelneming disproportioneel veel aandacht van het management gevraagd, die volgens het management zelf beter aan Xeikon had kunnen worden besteed. De onderzoeker deelt de constatering van de meeste bestuurders en commissarissen van Xeikon tijdens de interviews, dat het Accentis Belang een blok aan het been van Xeikon is geworden. Het feit dat geen van de betrokkenen in december 2008 uit overtuiging heeft ingestemd met de verkrijging vormt voor de onderzoeker een duidelijke indicatie van het feit dat betrokkenen er ernstig rekening mee hielden dat de verkrijging voor Xeikon negatief zou uitpakken. Ook de negatieve reacties van analisten daags na de verkrijging (nrs. 156 en 157) bevestigen de voorzienbaarheid van de slechte gevolgen van de verkrijging.<sup>70</sup>

165. De vraag dringt zich op of er een alternatief was voor de verkrijging van het Accentis Belang. De onderzoeker is van mening dat dat alternatief wel bestond. Punch International had in plaats van aandelen Accentis aandelen Xeikon in betaling kunnen geven. Dit alternatief was al enigszins geopperd door Deblauwe toen hij in de vergadering van de rvc van 22 april 2008 voorstelde om een pandrecht te vestigen op aandelen Xeikon als zekerheid voor de terugbetaling van de geupstreamde gelden “zodanig dat PGX [Punch Graphix/Xeikon] worst case eigen aandelen inkoopt.”<sup>71</sup> Dumarey heeft tijdens een interview met de onderzoeker gesteld dat de directie van Xeikon eind 2008 deze mogelijkheid aan hem heeft gesuggereerd, maar dat hij die mogelijkheid resoluut van de hand heeft gewezen omdat hij daarin een poging van de directie zag om Xeikon aan de controle van Punch International en Dumarey te onttrekken. Indien de directie het plan inderdaad met Dumarey heeft besproken en het plan door hem is afgewezen, rijst de vraag waarom de directie niet bij de onafhankelijke commissarissen heeft aangedrongen op steun voor het plan. Wat deze commissarissen betreft, is de vraag waarom zij zich niet voor dit alternatief hebben ingezet.
166. Bij de verkrijging van het Accentis Belang verdient de positie van Dumarey bijzondere aandacht. Hij was, naast commissaris van Xeikon, bestuurder en (indirect) referentieaandeelhouder van Punch International. Daarnaast had hij (indirect) schulden aan Punch International.

---

<sup>70</sup> Dumarey heeft de onderzoeker bericht: “Accentis was *in 2008* geen probleem dossier, wegens de beschikbare huurgarantie. Accentis heeft echter deze huurgarantie verkocht aan Punch International *in 2010*, waardoor er financiële problemen ontstonden.” (Memo van 4 april 2016, p. 8, cursief in het origineel)

<sup>71</sup> Notulen rvc 22 april 2008, p. 4.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

167. Dumarey is ernstig tekort geschoten in de vervulling van zijn taak als commissaris:

a) hij draagt de hoofdverantwoordelijkheid voor de upstreaming van middelen van Xeikon die geleid heeft tot de verkrijging van het Accentis Belang. Hij heeft de directie van Xeikon geïnstrueerd om in weerwil van de afspraken met de banken de middelen te upstreamen naar Punch International;<sup>72</sup>

b) Dumarey had een persoonlijk belang bij de upstreaming van geld naar Punch International omdat de upstreaming de terugbetaling van schulden van Punch International mogelijk maakte, welke schulden deels gecureerd waren met een pandrecht verstrekt door een aan Dumarey gelieerde vennootschap. De betaling door Punch International aan de banken had tot gevolg dat het pandrecht verviel en (de vennootschap van) Dumarey weer vrijelijk over de verpande aandelen kon beschikken;

c) zeer laagbaar acht de onderzoeker dat Dumarey op 26 december 2008 een belang in Accentis van ca. 20% aan Punch International voor € 14.564.145<sup>73</sup> heeft verkocht, terwijl amper enkele dagen eerder Xeikon voor datzelfde belang in verhouding € 19.072.095 moest betalen.<sup>74</sup> Bij die verkoop had Dumarey bovendien een tegenstrijdig belang met Punch International reeds omdat hij, via Creacorp, een schuld aan Punch International had die betaald zou worden met de opbrengst van de verkoop van voornoemd 20% belang (nr. 154);

d) Dumarey heeft deelgenomen aan de beraadslaging en besluitvorming over de upstreaming en de verkrijging van het Accentis Belang. De actieve houding van Dumarey voorafgaand aan en tijdens de vergadering van de rvc van 22 december 2008 ontnemt elke betekenis aan de aantekening in de notulen van die

---

<sup>72</sup> Dumarey heeft de onderzoeker bericht: "Guido Dumarey was nooit betrokken bij de onderhandelingen over de clubdeal. In de beginfase was de upstreaming mogelijk, en werd deze zelfs goedgekeurd door de leden van de RvC. Guido Dumarey werd op een bepaald moment echter niet meer op de hoogte gesteld van de onderhandelingen en de wijzigende afspraken in verband met de upstreaming naar Punch International. Op een bepaald moment mocht Guido Dumarey zelfs niet meer op de hoogte gehouden worden, en werd hij uit het beslissingsproces gehouden. Deze onderhandelingen werden volledig gevoerd door Wim Deblauwe en Peter Tytgadt." (Memo van 4 april 2016, p. 7)

<sup>73</sup> 115.588.458 aandelen à € 0,126 per aandeel.

<sup>74</sup> 115.588.458 aandelen à € 0,165 per aandeel.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

vergadering, dat Dumarey zich van stemming onthoudt wegens conflict of interests.

168. De directie van Xeikon had meer weerstand moeten bieden tegen de bemoeiingen van Dumarey met het beleid van Xeikon. Beide bestuurders hadden meer oog moeten hebben voor het tegenstrijdige belang van Dumarey en hadden meer een gemeenschappelijke front met de andere commissarissen moeten vormen tegen de wensen van Dumarey. Uit de documentatie blijkt dat de bestuurders met regelmaat beleidskwesties met Dumarey bespraken, maar niet dat zij hetzelfde met de andere commissarissen deden. In dit opzicht was de cumulatie van functies van Deblauwe in de raden van bestuur van Punch International, Xeikon en Accentis erg ongelukkig. De cumulatie plaatste Deblauwe in een positie van haast onvermijdelijk tegenstrijdig belang. De directie heeft te vaak het belang van Punch International boven dat van Xeikon laten prevaleren en wel op een manier die niet gerechtvaardigd is door het concernbelang. De verwijzing in algemene termen naar dat concernbelang door Deblauwe en Tytgadt tijdens de gesprekken met de onderzoeker heeft de onderzoeker niet kunnen overtuigen van de zakelijkheid van de upstreaming van middelen van Xeikon naar Punch International noch van de verkrijging van het Accentis Belang. De e-mailcorrespondentie laat ook zien dat Deblauwe en Tytgadt frequent contact hadden met Dumarey, dat hem informatie werd toegezonden die hem onthouden had moeten worden en dat zij belangenposities hadden die parallel waren aan die van Dumarey, op zijn minst potentieel tegenstrijdig aan die van Xeikon, en in ieder geval niet met de rvc van Xeikon zijn besproken. Wat dit laatste betreft, wijst de onderzoeker op de overeenkomst van 26 december 2008 (nr. 154) en op een door Tytgadt bij Punch International in januari 2008 ingediende declaratie wegens "Succesfee diverse projecten cfr overeenkomst" voor € 677.600 (incl. BTW).<sup>75</sup>

---

<sup>75</sup> Tytgadt heeft de onderzoeker het volgende over deze declaratie bericht: de factuur is een afhandelingsfacturatie (succesfee) aan Punch International die op generlei wijze betrekking heeft op enige prestatie voor Punch Graphix / Xeikon. Tijdens de dienstverlening aan Punch Graphix / Xeikon werden ook nog (beperkte) diensten verstrekt aan derden, waaronder Punch International. De Raad van Commissarissen van Punch Graphix / Xeikon was hier de facto van op de hoogte en heeft dat ook impliciet aanvaard. Ik ben niet zeker of dat ook formeel aldus genotuleerd is. In de RvC van Punch Graphix / Xeikon waren permanent vertegenwoordigers van Punch International aanwezig, die op continue wijze op de hoogte waren van alle prestaties, facturaties, contracten, enz. die ik ooit aan / met Punch International heb geleverd / ben aangegaan (en uiteraard ook met Punch Graphix / Xeikon). Aldus Tytgadt. Het had echter op de weg van Tytgadt gelegen om zijn werkzaamheden voor andere vennootschappen, in het bijzonder voor Punch International, bij de voorzitter van de rvc van Xeikon te melden, zoals ook het bestuursreglement voorschreef. olde Bolhaar heeft de onderzoeker bericht dat hem niets bekend is over projecten die Tytgadt voor

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

169. Voor de onafhankelijke commissarissen geldt dat ook zij meer weerstand hadden moeten bieden tegen de bemoeiingen van Dumarey met het beleid van Xeikon. De steeds verdergaande overschrijdingen van de beperking aan de upstreaming van middelen en de gebleken eigengereidheid van Dumarey hadden moeten leiden tot een eerder en meer krachtdadig optreden tegen die bemoeiingen. Ook was er voldoende aanleiding om de directie strikter te controleren. Zo was de dubbele positie van Deblauwe als bestuurder van Punch International en Xeikon een latente bron van tegenstrijdig belang en had de mededeling van Tytgadt, dat Dumarey de directie had verzocht de overschrijding van het toegestane limiet aan upstreaming niet aan de banken te melden (nr. 148), duidelijk tegengesproken moeten worden. Hier staat tegenover dat deze commissarissen vanaf eind oktober de kwestie van de overschrijdingen van dichtbij hebben gevolgd, dat zij met de overschrijdingen veelal voor voldongen feiten zijn geplaatst, dat zij een informatieachterstand hadden ten opzichte van de directie en van Dumarey – soms omdat hen informatie is onthouden – en dat zij naar beste vermogen geprobeerd hebben een aanzienlijk probleem op te lossen. Wat Ghekiere betreft, is zijn beslissing in februari 2009 om, nadat de rust enigszins gekeerd was, zijn functie als commissaris neer te leggen naar het inzicht van de onderzoeker alleszins te billijken.
170. Alles afwegend komt de onderzoeker tot de conclusie dat de verkrijging van het Accentis Belang blijk geeft van wanbeleid en dat de verantwoordelijkheid daarvoor hoofdzakelijk bij Dumarey ligt.<sup>76</sup>

---

Punch International verricht zou hebben waarnaar in de factuur kennelijk wordt gerefereerd.

<sup>76</sup> Dumarey heeft de onderzoeker bericht dat de verantwoordelijkheid voor de verkrijging van Accentis bij Cok ligt (Memo van 4 april 2016, p. 8). De onderzoeker heeft voor dit standpunt in de documentatie geen onderbouwing kunnen vinden. Wel blijkt uit de documentatie dat in 2008 tussen Punch International en Summa contact is geweest in verband met het onderbrengen van het onroerend goed van de Punch groep in Accentis.



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

## IV De Overname

171. Het proces dat uiteindelijk geleid heeft tot de verkrijging van de aandelen Xeikon door Bencis heeft zich afgespeeld tussen september 2012 en september 2013. De volgende aspecten van het proces verdienen bijzondere aandacht:
- a) de omgang met tegenstrijdige belangen: alle bestuurders en twee van de drie commissarissen hadden een tegenstrijdig belang dat hen verhinderde deel te nemen aan de beraadslaging en besluitvorming over de Overname;
  - b) de structuur van de Overname: was het een private transactie tussen Punch International als meerderheidsaandeelhouder van Xeikon en Bencis of was het een publieke transactie tussen alle aandeelhouders van Xeikon en Bencis? Deze kwestie is hier vooral van belang voor de positie van de rvb en de rvc van Xeikon. Bij een private transactie kan een afwachtende houding van deze organen eerder gerechtvaardigd zijn omdat de vennootschap geen partij is bij de transactie. In de documentatie wordt in dit verband gesproken over “aan de zijlijn blijven”;
  - c) de voorwaarden van de carve out: een *conditio sine qua non* die alle bidders aan een mogelijke overname van Xeikon hebben gesteld is dat alle banden tussen Xeikon en Accentis zouden worden doorgesneden. Dat zou gebeuren doordat Punch International het Accentis Belang zou overnemen. Daarbij moest worden gewaakt dat deze carve out niet zou gebeuren onder voorwaarden die een verkapte begunstiging inhield van Punch International als verkrijger / meerderheidsaandeelhouder ten koste van de overige aandeelhouders;
  - d) de inkoop van eigen aandelen: een voorwaarde van de Overname was dat Xeikon, vooruitlopend op het openbaar bod dat Bencis op alle nog uitstaande aandelen zou uitbrengen, een substantieel aantal eigen aandelen zou inkopen. Vanwege het voor Xeikon hoge bedrag eigen middelen (ca. € 31 miljoen) dat daarmee is gemoeid rijst de vraag naar de rechtvaardiging van die inkoop, mede gezien het feit dat Xeikon in de voorgaande jaren geen dividend had uitgekeerd omdat de financieringsbehoefte van de vennootschap tot reservering van het

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

resultaat zou hebben genoopt.

172. Deze aspecten worden in dit hoofdstuk behandeld. De behandeling (4-8) wordt voorafgegaan door de vooropstelling (3) dat de Overname op een gezonde zakelijke achtergrond berustte, namelijk dat Xeikon uit de schaduw van Punch International trad en in het verlengde daarvan uit de last van Accentis werd bevrijd. Deze vooropstelling neemt niet weg dat wat betreft de gang van zaken met betrekking tot hiervoor genoemde aspecten serieuze kanttekeningen zijn te plaatsen.
173. Nu (1) zal het verloop van de gebeurtenissen samengevat worden uiteengezet. Een gedetailleerde uiteenzetting volgt in 2.

### **1 Samenvatting**

174. In september 2012 is Vlasblom door een relatie van Xeikon in contact gebracht met Gilde Buy Out Fonds (Gilde). Samen met Maes heeft Vlasblom in september en oktober gesprekken met Gilde waaruit serieuze belangstelling van Gilde is gebleken. Daarnaast hebben Maes en Vlasblom contact opgenomen met een andere mogelijke bieder, Bencis.
175. In november hebben Maes en Vlasblom de rvc over de gesprekken geïnformeerd. Cok heeft in die periode met Gilde gesprekken gevoerd.
176. Gilde heeft op 6 december 2012 een niet een bindend indicatief bod van € 6,25 per aandeel Xeikon aan Xeikon overgebracht. De transactie was gestructureerd als een openbaar bod op alle aandelen Xeikon. Onderdeel van de transactie was het doorsnijden van de banden tussen Xeikon en Accentis (de carve out). Het bod van Gilde was aantrekkelijker dan een eerste indicatief bod van Bencis (€ 5 per aandeel). Xeikon heeft daarom de gesprekken met Gilde voortgezet en die met Bencis opgeschort.
177. Maes is op 1 januari als CEO door de Deschuytere opgevolgd. Deze opvolging was al voorzien voordat de overnamegesprekken begonnen en stond dus los van de Overname.
178. Begin januari is de koers van Xeikon en Punch International significant gestegen na

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

geruchten van een mogelijke overname van Xeikon. Op 8 januari heeft Xeikon openbaar gemaakt in gesprek te zijn met een partij die overwoog een bod op alle aandelen Xeikon uit te brengen. De naam van de bieder is niet bekend gemaakt.

179. Medio januari heeft Gilde laten doorschemeren het bod niet te willen doorzetten. Maas en Vlasbloem hebben toen Bencis gepolst om de gesprekken te hervatten. Op 26 januari heeft Bencis haar belangstelling voor Xeikon schriftelijk bevestigd, waarbij een prijs per aandeel van € 5,85 indicatief werd geboden. De structuur van de transactie verschilde in zoverre van die van Gilde dat, volgens Xeikon en Punch International, Bencis rechtstreekse gesprekken met Punch International over de verkrijging van diens belang in Xeikon zou voeren en Xeikon “aan de zijlijn” zou blijven in afwachting van de uitkomsten van deze gesprekken.
180. Bencis heeft in februari due diligence onderzoek bij Xeikon gedaan. Net daarvoor had Goss, een onderneming actief in de grafische sector, Xeikon benaderd en belangstelling getoond voor een overname tegen een prijs per aandeel die significant hoger was dan die welke Bencis bood. In de daaropvolgende weken is de belangstelling verder geconcretiseerd. Xeikon en Goss hebben met elkaar vertrouwelijkheids- en medewerkingsovereenkomsten gesloten. De gesprekken met Bencis zijn vervolgens opnieuw opgeschort. Toch heeft Goss zijn bod niet doorgezet. Goss kon kennelijk niet de vereiste interne goedkeuringen verkrijgen. Xeikon heeft de toenadering van Goss naar de waarneming van de onderzoeker serieus behandeld.
181. Na het afspringen van de gesprekken met Goss is Bencis begin juni opnieuw in beeld gekomen. Het formele standpunt van Xeikon ten opzichte van de Overname was dat zij nog steeds aan de zijlijn stond. De gesprekken gingen volgens Xeikon op dat moment nog tussen Punch International en Bencis. Uit de documentatie blijkt inderdaad dat deze twee partijen de gesprekspartners waren en dat zij de voorwaarden van de Overname hebben vastgesteld zonder wezenlijke inbreng van Xeikon. Niettemin waren Punch International en Bencis op de medewerking van Xeikon aangewezen met name voor de uitvoering van de carve out. De vervreemding van het Accentis Belang kon immers uitsluitend door Xeikon plaatsvinden. In concreto betekende dit dat oude Bolhaar, als enige niet geconflicteerde persoon, met de transactie moest instemmen, wilde de Overname slagen.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

182. Het formele standpunt dat Xeikon aan de zijlijn stond, is naar het oordeel van de onderzoeker niet consequent gehandhaafd. De houding die Xeikon in de loop van het proces heeft aangenomen heeft naar de overtuiging van de onderzoeker bij Punch International en Bencis de gerechtvaardigde verwachting gewekt dat Xeikon aan de Overname mee zou werken. Punch International en Bencis hebben op 18 juli de overeenkomst tot verkoop van het Xeikon-belang getekend.
183. Een wezenlijk onderdeel van de standpuntbepaling van Xeikon over haar medewerking aan de Overname was de verkrijging van fairness opinies over de prijs die Bencis voor de aandelen Xeikon en Punch International voor het Accentis Belang zouden betalen. De opinies zijn in de maand juli voorbereid en op 7 augustus bij de rvc van Xeikon ingediend. De opinies verklaren dat de prijs per aandeel Xeikon en voor het Accentis Belang fair is. De opinies zijn tijdens vergaderingen van de rvc in juli en augustus besproken en goedgekeurd. Over wat besproken en besloten is tijdens deze vergaderingen bestaan twee versies van de notulen met verschillende inhoud.
184. Op 20 augustus heeft oude Bolhaar een document ondertekend dat een “best efforts commitment” van Xeikon inhoudt om mee te werken aan het slagen van de Overname. In de daaropvolgende dagen is binnen Xeikon discussie gevoerd over de noodzaak om de markt te informeren over de medewerking van de overname. Uiteindelijk is geen openbare mededeling gedaan, ondanks intern en extern juridisch advies om dat wel te doen.
185. September was van de eindfase van de Overname. In deze fase heeft vooral een rol gespeeld dat de financieringsvoorwaarden die Bencis had onderhandeld (zonder Xeikon daarin te kennen) zware verplichtingen voor Xeikon inhielden om zekerheden jegens de financiers van de Overname te verschaffen. Vlasblom en oude Bolhaar hadden grote aarzelingen over de wenselijkheid van de zekerheden voor Xeikon. Zij hebben uiteindelijk daarmee ingestemd vanwege de wenselijkheid van het doorgaan van de Overname.
186. De Overname heeft haar beslag gekregen met de verkrijging door Bencis van het Xeikon-belang van Punch International op 20 september en het uitbrengen van een openbaar bod op de resterende aandelen op 6 november.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

## 2 Verloop van de Overname

187. Het is boven al opgemerkt dat Punch International en haar referentieaandeelhouders in de loop der jaren rekening hebben gehouden met de mogelijkheid om het controlerende belang in Xeikon te vervreemden, althans Xeikon te delisten (nr. 74). De daadwerkelijke vervreemding in 2013 is echter niet door hen geïnitieerd maar door het toenmalige management van Xeikon, Maes (CEO) en Vlasblom (CFO). Zij waren van mening dat het belang van Xeikon gediend was met het doorsnijden van de banden met Punch International en Accentis. Maes had als voorwaarde voor zijn benoeming als CEO in oktober 2009 gesteld dat Dumarey (toen referentieaandeelhouder van Punch International en tot oktober 2009 commissaris van Xeikon) geen enkele bemoeienis met Xeikon zou hebben (Bijlage B-1C, regels 55 e.v.). Maes wilde zich volledig focussen op de “business” van Xeikon. Na zijn benoeming besteedde hij dan ook naar eigen zeggen daar 99% van zijn tijd aan. Hij zag de Accentis Deelneming als een gegeven waar hij als CEO van Xeikon rekening mee moest houden. Vlasblom heeft tijdens het onderzoek gesproken over de wenselijkheid voor Xeikon om “verlost” te zijn van meerderheidsaandeelhouder Punch International en van de Accentis Deelneming.<sup>77</sup>

### 2.1 Gilde

188. Maes en Vlasblom hebben in september 2012 de eerste contacten gelegd om de mogelijkheid te verkennen dat Xeikon een andere aandeelhouder dan Punch International zou krijgen.
189. Het eerste contact is gelegd niet met de uiteindelijke overnemer, Bencis, maar met Gilde. Het contact is gelegd zonder dat Maes en Vlasblom actief op zoek waren naar een verzelfstandiging van Xeikon. Gilde is bij Vlasblom geïntroduceerd door NIBC. Vlasblom was in gesprek met NIBC over de mogelijke herfinanciering door NIBC van de bestaande kredietfaciliteit die Xeikon met andere banken had en die in 2013 zou

---

<sup>77</sup> De notulen van de rvc van 4 september 2013 zeggen bijvoorbeeld in dit verband:

“Kees Vlasblom noemt een aantal voordelen, in het belang van de vennootschap (...):

- Door de transactie is Xeikon verlost van Accentis;
- (...)
- Door de transactie is Xeikon verlost van een grootaandeelhouder die constant bij Xeikon komt aankloppen voor financiering;”

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

aflopen.

190. Op 17 september 2012 hebben Maes en Vlasblom een presentatie over Xeikon voor Gilde gehouden. Op 24 september 2012 hebben zij namens Xeikon een Confidentiality Agreement met Gilde getekend in verband met een mogelijke overname van alle aandelen Xeikon. Medio november heeft Gilde bericht een non-binding offer in voorbereiding te hebben. Maes en Vlasblom hebben dit als een serieus teken van belangstelling van Gilde beschouwd en hebben de rvc van Xeikon op de hoogte gebracht van het contact. In deze periode heeft Cok verschillende gesprekken met Gilde gevoerd.
191. Op 29 november 2012 heeft Vlasblom de juridisch adviseur van Xeikon in deze zaak (Mr. P. Corten, LoyensLoeff) verzocht Xeikon bij te staan bij de mogelijke overname. Corten heeft Xeikon gewezen op bestaande tegenstrijdige belangen van de toenmalige directie (Maes en Vlasblom) en van twee van de drie commissarissen (Cok en Vanhoutte). De directie had een tegenstrijdig belang omdat haar leden door de bieder waren uitgenodigd om, indien de overname zou slagen, als directie aan te blijven en deel te nemen in het kapitaal van de vennootschap die het bod zou uitbrengen. Cok en Vanhoutte hadden een tegenstrijdig belang vanwege hun relatie tot Punch International. Cok als indirecte belanghebbende in het kapitaal, via (vennootschappen van) zijn kinderen, en Vanhoutte als lid van de rvb. Onder het op dat moment nog geldende recht was het bestuur van Xeikon onder de voorwaarden van het toen geldende art. 2:146 BW bevoegd Xeikon te vertegenwoordigen. Op 1 januari 2013 zou deze regeling worden vervangen door het nu geldende recht en zouden de geconflicteerde bestuurders en commissarissen niet mogen deelnemen aan de beraadslaging en besluitvorming over de transactie. Met het oog op de situatie na 1 januari 2013 heeft Corten geadviseerd na die datum een besluit door oude Bolhaar te laten nemen waarin vastgesteld zou worden dat de directie en de overige commissarissen ter zake van de overname geconflicteerd waren en derhalve niet mochten deelnemen aan de beraadslaging en besluitvorming over de overname. Xeikon is voorts geadviseerd een *transaction committee* in te stellen.
192. Gilde heeft op 6 december 2012 een *non binding offer* aan Xeikon doen toekomen. Dit aanbod hield in de bereidheid om alle aandelen Xeikon over te nemen voor een prijs van € 6,25 per aandeel. Het aanbod bevatte onder andere de voorwaarde dat er een ontvlechting zou plaatsvinden, inhoudende, kort gezegd, dat alle banden tussen Punch International en Accentis enerzijds en Xeikon anderzijds werden

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

doorgesneden. Betaling van de daarmee gemoeide bedragen zou deels door middel van verrekening plaatsvinden. De hoofdlijnen van de ontvlechting waren:

* Overdracht door Xeikon aan Punch International van de Accentis Deelneming.	€ 1 miljoen
* Overdracht door Xeikon aan Punch International van de Accentis Vordering. <sup>78</sup>	€ 6 miljoen
* Betaling van de verschuldigde rente over 2012 door Accentis aan Xeikon.	€ 1,6 miljoen
* Wijziging en verlenging van de huurovereenkomst locatie Lier tegen huidige huurprijs tot 30 juni 2019 en een marktconforme huurprijs daarna.	
* Verkrijging door Xeikon van Accentis van het onroerend goed in Ieper (€ 6,5 miljoen verkrijgingsprijs en € 2,7 miljoen overname leaseverplichting.)	€ 9,2 miljoen
* Aflossing door Punch International van de lopende lening in rekening-courant met Xeikon. <sup>79</sup>	€ 8,5 miljoen
* Overdracht door Punch International aan Xeikon van de deelneming in Point IT.	€ 0,2 miljoen

193. Medio december 2012 is Xeikon begonnen met de voorbereidingen voor het inrichten van een data room ten behoeve van due diligence onderzoek door Gilde. Het onderzoek heeft echter niet plaatsgevonden. Gilde heeft van de transactie afgezien, volgens Xeikon omdat de koers van het aandeel Xeikon begin januari opliep en Gilde door de stijging niet kon opereren zoals zij dat wenste. Een betrokkene bij Gilde heeft de onderzoeker echter bericht dat Gilde – afgezien van een hier niet ter zake doende omstandigheid – beducht was voor de gevolgen van de verwevenheid tussen Punch International, Xeikon en Accentis. Gilde heeft bij brief van 28 januari 2013, gericht aan oude Bolhaar als voorzitter van de rvc, Xeikon formeel meegedeeld van de transactie af te zien.

---

<sup>78</sup> Te vermeerderen met verschuldigde rente tot het moment van closing.

<sup>79</sup> Te vermeerderen met verschuldigde rente tot het moment van closing.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

## 2.2 Openbare mededeling / AFM

194. In de markt is niet onopgemerkt gebleven dat er een mogelijke transactie rondom Xeikon kon plaatsvinden. In de laatste dagen van 2012 en de eerste dagen van 2013 heeft een significante stijging van de koers van het aandeel Xeikon op de beurs plaatsgevonden (zie de kaart in nr. 64). Ook het aandeel Punch International is in die periode significant gestegen.
195. Op 8 januari 2013 hebben de beursautoriteiten van Amsterdam en Brussel de handel in het aandeel Xeikon respectievelijk Punch International geschorst. Op die dag hebben zowel Xeikon als Punch International een persbericht gepubliceerd. Het bericht van Xeikon luidt:
- “Xeikon NV (“Xeikon”) deelt mee in gesprek te zijn met een partij, die aan Xeikon te kennen heeft gegeven geïnteresseerd te zijn in het aangaan van een transactie aangaande Xeikon, in de vorm van het uitbrengen van een openbaar bod op de aandelen van Xeikon.
- Partijen zijn thans in de initiële fase van hun gesprekken aangaande een mogelijke transactie. Indien en zodra ontwikkelingen daartoe aanleiding mochten geven, zullen nadere mededelingen worden gedaan.”<sup>80</sup>
196. De beëindiging van de gesprekken tussen Xeikon en Gilde later in januari heeft niet tot een mededeling aan de markt geleid in aanvulling op de mededeling van 8 januari. De door Xeikon daartoe aangevoerde reden was dat Xeikon ondertussen in gesprek was geraakt met een andere mogelijke overnemer (Bencis) en de identiteit van de eerste overnemer (Gilde) niet bekend was gemaakt. Deze beslissing is in overleg met de AFM genomen. Xeikon heeft haar standpunt in deze kwestie aan de AFM desgevraagd als volgt toegelicht<sup>81</sup>:

---

<sup>80</sup> Punch International heeft dezelfde dag bekend gemaakt: “Punch International nv (‘Punch’) maakt bekend dat het kennis heeft genomen van het feit dat zijn dochter, Xeikon nv (‘Xeikon’) in initieel gesprek is met een partij die aan Xeikon te kennen heeft gegeven geïnteresseerd te zijn in het uitbrengen van een openbaar bod op de aandelen van Xeikon.

Xeikon heeft daarover vandaag bericht in een eigen communiqué (<http://www.xeikon.com/press>). Partijen zijn thans in de initiële fase van hun gesprekken aangaande een mogelijke transactie. Indien en zodra ontwikkelingen daartoe aanleiding mochten geven, zullen nadere mededelingen worden gedaan volgens de wettelijke bepalingen.

De Raad van Bestuur van Punch zal zich te gepasten tijde over de voor Punch relevante aspecten en gevolgen van een eventueel aanbod beraden, in het belang van zijn aandeelhouders.”

<sup>81</sup> Brief van 27 februari 2013.



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

“Op 28 januari 2013 ontving Xeikon de officiële beëindigingsbrief van Gilde. Terwijl Xeikon haar schriftelijke bevestiging aan Gilde voorbereidde en een concept persbericht opstelde om de beëindiging van de initiële gesprekken met Gilde aan te kondigen, werd Xeikon geïnformeerd over de mogelijke interesse van een andere partij. Aangezien de markt op 8 januari 2013 niet omtrent de identiteit van de geïnteresseerde partij (Gilde) was geïnformeerd en Xeikon geen onnodige onrust in de markt wilde veroorzaken door ten aanzien van Gilde aan te kondigen dat de initiële gesprekken waren beëindigd en ten aanzien van de nieuwe geïnteresseerde partij aan te kondigen dat daar nu mee werd gesproken, heeft Xeikon op 28 januari 2013 om 9.00 uur contact opgenomen met de AFM en gesproken met de heren Peter Uilenhoed en David Austin en mevrouw Wendela Beijen. In overleg met hen werd uiteindelijk besloten geen persbericht uit te vaardigen, maar het te laten bij waar de markt al van uitging (namelijk dat Xeikon met een geïnteresseerde partij in gesprek was). Ook deze gesprekken bevinden zich momenteel nog (steeds) in de initiële fase.”

197. In de pers waren al op 11 januari berichten verschenen dat Gilde in gesprek was met Xeikon.

### 2.3 Bencis

198. Het eerste contact van Xeikon met Bencis is door Vlasblom in september 2012 gelegd. Het contact viel in de tijd samen met de verkennende gesprekken met Gilde. Het leek de toenmalige directie van Xeikon in het eigen belang van Xeikon dat er naast Gilde met een andere kandidaat-koper werd gesproken.
199. Op 23 oktober 2012 heeft Maes een aan hem en Vlasblom gerichte “Vertrouwelijkheidsverbintenis” getekend. In deze verbintenis verbindt Bencis zich jegens Maes en Vlasblom (in het document “het Management” genoemd) kort gezegd om vertrouwelijk om te gaan met informatie die Bencis van het Management ontvangt in het kader van een mogelijke overname van Xeikon. Het document expliciteert dat “noch de (hoofd)aandeelhouder, noch de bevoegde instanties

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

werden ingelicht van de gesprekken.” Xeikon heeft de onderzoeker bevestigd dat Maes en Vlasblom namens Xeikon handelden en niet *pro se*.

200. Vlasblom en Maes hebben de rvc van Xeikon medio november geïnformeerd over de gesprekken met Bencis, toen de rvc ook over de gesprekken met Gilde is geïnformeerd.
201. Op 23 november 2012 heeft een gesprek plaatsgevonden tussen Bencis en Guido Segers (voorzitter van de rvb van Punch International). Maes en Vlasblom waren bij het gesprek aanwezig. Bencis heeft een indicatieve prijs per aandeel van € 5,00 genoemd. Deze prijs was lager dan de € 6,25 die Gilde in haar brief van 6 december 2012 initieel zou bieden. Xeikon is daarom verder gegaan met Gilde. De contacten met Bencis zijn *on hold* gegaan. Xeikon heeft de onderzoeker bericht dat de beslissing om niet verder te gaan met Bencis niet door Xeikon, maar door Punch International is genomen.
202. De contacten zijn op 18 januari<sup>82</sup> hervat. Maes en Vlasblom hebben Bencis gepolst over belangstelling voor een overname van de aandelen Xeikon. Zij hielden er rekening mee dat de gesprekken die op dat moment nog met Gilde werden gevoerd zouden mislukken. Maes en Vlasblom hebben olde Bolhaar op 21 januari over het gesprek met Bencis geïnformeerd.
203. Als voorbereiding op een gesprek dat de volgende dag zou plaatsvinden tussen Maes en Vlasblom aan de ene kant en Bencis aan de andere kant heeft Vlasblom op 22 januari aan Graulich geschreven dat een voorwaarde (*condition precedent*) voor de overname van Xeikon zou zijn het doorsnijden van de banden met Punch International en Accentis. De voorwaarden van de ontvlechting waren gelijk aan de ontvlechting in de overname door Gilde. De 23<sup>ste</sup> heeft het gesprek plaatsgevonden. Tijdens het gesprek is ook een *term sheet* besproken die de voorwaarden bevatte waaronder Maes en Vlasblom, bij een geslaagde overname, zouden deelnemen in het kapitaal van de overnemende vennootschap.
204. Kennelijk in reactie op het bericht van Vlasblom heeft Bencis op 25 januari een *expression of interest* aan Xeikon (ter attentie van olde Bolhaar) doen toekomen. Daarin toont Bencis, vrijblijvend belangstelling om Xeikon over te nemen voor een

---

<sup>82</sup> Voor zover niet anders blijkt, hebben de data die hierna worden genoemd betrekking op 2013.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

prijs van € 5,85 per aandeel. Onderdeel van de *expression of interest* is de ontvlechting onder de voorwaarden gesteld in de eerder genoemde e-mail van Vlasblom van 22 januari. Naast de *expression of interest* heeft Bencis andere documenten gestuurd, waaronder “*Exclusivity undertakings*” die ertoe strekten dat Punch International en Cok volledig mee zouden werken aan de overname.

205. Op 26 januari heeft een gesprek met Bencis plaatsgevonden, volgens Xeikon op initiatief van Mr. P(eter) Rooryck (raadsman van Punch International). Van de zijde van Xeikon waren aanwezig olde Bolhaar en Vlasblom. Daarnaast waren aanwezig Cok (namens Summa), Segers (namens Punch International) en Rooryck.
206. Op dezelfde 26 januari heeft Bencis een nieuwe *expression of interest* gestuurd, ditmaal niet aan Xeikon gericht, maar aan Punch International. Deze nieuwe mededeling is gelijk aan die van de dag ervoor, behalve wat betreft de voorwaarden van de ontvlechting. Hieronder worden de verschillen schematisch aangegeven:

25 januari	26 januari
<ul style="list-style-type: none"> <li>• the 43,74% Accentis stake held by Xeikon is acquired by PI for EUR 1 million;</li> <li>• the transfer of the remaining Accentis financial receivable (post settlement of the leper real estate acquisition) from Xeikon to PI for a consideration of EUR 6 million (gross around EUR 20 million post settlement of the leper real estate acquisition);</li> <li>• the payment of circa EUR 1.6 million of interest over the financial year ended December 31, 2012 by Accentis to Xeikon on the outstanding financial loan;</li> <li>• the full payment of all interests due by Accentis and PI on outstanding financial loans</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• i) the 43,74% Accentis stake held by Xeikon is acquired by PI,</li> <li>• (ii) the transfer of the remaining Accentis financial receivable (post settlement of the leper real estate acquisition) from Xeikon to PI,</li> <li>• (iii) the payment of interest over the financial year ended December 31, 2012 by Accentis to Xeikon on the outstanding financial loan, and</li> <li>• (iv) the full payment of all interests due by Accentis and PI on outstanding financial loans</li> </ul>

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

over 2013 until date of settlement of all amounts due under the financial loans;	over 2013 until the date of completion of the Potential Transaction, resulting in a total amount to be received by Xeikon of EUR 9,600,000;
<ul style="list-style-type: none"> <li>the amendment and extension of the rental agreement for the real estate in Lier at current rental rates until 30 June 2019 with market-conform rental rates thereafter;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>the amendment and extension of the rental agreement for the real estate in Lier at current rental rates until 30 June 2019, new rates to be agreed upon thereafter;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>the transfer of the shares in Point-IT (representing 100% of the issued and outstanding shares) from PI to Xeikon for a consideration of EUR 0.2 million.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>the transfer of the shares in Point-IT NV (representing 100% of the issued and outstanding shares) from PI to Xeikon for a consideration of EUR 0.8 million.</li> </ul>

207. Xeikon heeft in vervolg op de expression of interest van 26 januari van Punch International een *exclusivity undertaking* getekend waarin zij zich onder meer verplicht om niet mee te werken aan een *competing transaction* en geen handeling te verrichten die de overname door Bencis zou kunnen frustreren. Deze *undertaking* is getekend door oude Bolhaar, als voorzitter van de rvc, omdat na ingewonnen juridisch advies geacht werd dat Vlasblom en Deschuytere<sup>83</sup>, als bestuurders, en Cok en Vanhoutte, als commissarissen, een tegenstrijdig belang hadden. Het tegenstrijdig belang was gelijk aan dat dat bij gelegenheid van de gesprekken met Gilde werd geconstateerd (nr. 191). In verband daarmee was Vlasblom op 29 januari op non actief gesteld als bestuurder van Punch International.

208. In de maand februari heeft Bencis due diligence gedaan bij Xeikon. Op 28 februari heeft Bencis aan Vlasblom een *confirmation of interest* overhandigd die aan Punch International was gericht. In dit document bevestigt Bencis haar belangstelling in de

<sup>83</sup> Deschuytere is op de algemene vergadering van 28 mei 2013 benoemd, maar hij opereerde feitelijk als CEO sinds 1 januari 2013.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

overname van Xeikon, hoofdzakelijk onder dezelfde voorwaarden die opgenomen waren in de *expression of interest* van 26 januari. Er zijn wel twee wijzigingen die op de eindtekst met de hand zijn gewijzigd of toegevoegd:

a) gewijzigd: “the amendment and extension (until 30 June 2019 [2019 doorgehaald en met de hand toegevoegd: 2021] of rental agreement for the real estate in Lier, including a reduction of the rental rates of EUR 1.2 [1.2. doorgehaald en met de hand toegevoegd: 0.9] million per year in comparison with the current rental rates [vervolgens met de hand toegevoegd: up to 30 June 2017 and as from July 1, 207 increased to the current level]

b) toegevoegd: the transfer of the lease portfolio for an amount of approximately EUR 6 mio at completion.

209. Op 4 februari vond een nader gesprek plaats over de voorwaarden waaronder Maes en Vlasblom zouden kunnen participeren in de overnemende vennootschap. Naar aanleiding van deze bespreking heeft Bencis op 8 februari een enigszins aangepast voorstel aan Maes en Vlasblom gestuurd. In maart zijn nog twee keer kleine aanpassingen aangebracht. De laatste bespreking over deze kwestie was – voor zover de onderzoeker kan nagaan – op vrijdag 8 maart.
210. Xeikon heeft de onderzoeker bericht dat gedurende de eerste fase van de due diligence (4-28 februari) Bencis uitsluitend met de volgende leden van het management van Xeikon heeft gesproken: Maes, Vlasblom en Deschuytere, deze laatste voor kwesties aangaande R&D en Technologie.
211. Op 11 maart heeft een conference call tussen de commissarissen plaatsgevonden waarin de *confirmation of interest* van Bencis van 28 februari en de *confirmation of undertaking* door Xeikon zijn besproken. Voor zover de onderzoeker kan nagaan, hebben alle commissarissen aan de telefonische conferentie deelgenomen. Uit e-mailcorrespondentie van enkele dagen ervoor blijkt dat het de bedoeling was op die dag in Leper zowel een rvb van Punch International als een rvc van Xeikon te houden, dat bij het vaststellen van het tijdstip olde Bolhaar gevraagd heeft rekening te houden met de beschikbaarheid van Cok (e-mail van olde Bolhaar 6 maart, 22:23) en dat uiteindelijk de fysieke vergadering is vervangen door een telefonische conferentie (e-mail Calluy 11 maart, 09:59). Deze conferentie is opgevolgd door een andere op

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

13 maart, waarvoor dezelfde personen waren uitgenodigd (e-mail Calluy 13 maart, 17:51).<sup>84</sup>

212. Op 15 maart heeft de voorzitter van de rvb van Punch International aan Bencis bericht de *exclusivity undertaking* van 26 januari te bevestigen en te verlengen tot 22 april 2013. Xeikon was eveneens akkoord met verlenging van haar *exclusivity undertaking*.<sup>85</sup>
213. Op 25 maart heeft de raadsman van Punch International in een e-mail gericht aan o.a. Cok, olde Bolhaar en Segers bericht over een gesprek met de raadslieden van Bencis die ochtend. Hij vraagt geadresseerden onder meer om overleg met het oog op een met de raadslieden van Punch International te voeren gesprek over garanties op de 27<sup>ste</sup>. De volgende dag bericht de raadsman van Punch International in aanvulling op het bericht van de 25<sup>ste</sup> dat hij begrepen heeft dat de term sheets tussen Maes en Vlasblom enerzijds en Bencis anderzijds (nrs. 203 en 209) rond waren. In een latere e-mail van dezelfde dag vraagt de raadsman van Punch International of Vlasblom aanwezig zal zijn bij het gesprek van de 27<sup>ste</sup>. Hierop antwoordt Cok dat het zinvol is dat Vlasblom erbij is. Op deze e-mail reageert olde Bolhaar (nog altijd op de 26<sup>ste</sup>) als volgt:

“Allen

Ik begrijp helemaal niets meer van dit proces

M.i. is dit niet meer een proces waarbij een onderneming een

---

<sup>84</sup> De conferenties gingen volgens Xeikon over de *exclusivity agreement* met Goss en over de vraag of er buiten Goss nog andere interessante gegadigden waren. Cok was binnen de rvc in de visie van olde Bolhaar het beste in staat om dat te beoordelen (Memorandum 15 februari 2013, p. 33).

<sup>85</sup> De raadsman van Xeikon heeft ongunstig geadviseerd over verlenging van de *exclusivity undertaking*. Xeikon heeft in reactie op een vraag van de onderzoeker over waarom Xeikon ondanks het advies akkoord ging met de verlenging: “olde Bolhaar was het niet eens met de visie van Loyens Loeff en hij heeft er met een meer commerciële bril naar gekeken. Zijn interpretatie van die *undertaking* was dat Xeikon niet zelf actief een bod van een andere partij mocht uitlokken en dat van de *exclusivity undertaking* was uitgezonderd als Xeikon door een andere partij met een gunstiger bod benaderd zou worden. Olde Bolhaar meende dat als de in de *exclusivity undertaking* genoemde uitzondering (biedprijs 15% hoger dan de biedprijs van Bencis) zich zou voordoen, dan Xeikon juist een goede *deal* voor haar aandeelhouders zou doen. Met inachtneming van deze interpretatie is Xeikon akkoord gegaan met de verlenging van de *exclusivity undertaking*. Het besluit daartoe is genomen door olde Bolhaar.” (Memorandum 26 oktober 2015, p. 36-37).

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

beursgenoteerd bedrijf probeert over te nemen maar meer een proces dat gevolgd wordt bij overnamen van een MKB bedrijf

Men probeert nog steeds om op een indirecte manier een betere prijs te bedingen en naast financieringstekorten ook risico's die nu eenmaal inherent zijn aan ondernemen bij 1 specifieke aandeelhouder neer te leggen

Ook de RvC van Xeikon moet zich uiteindelijk uitspreken over het bod en verantwoording afleggen over de gevolgde procedures.

En het wordt ons op deze manier wel heel erg moeilijk gemaakt

Nu Kees en Wim kennelijk al getekend hebben moeten zij direct uit het proces worden gehaald want er is een duidelijk conflict of interest

Waarom is dit niet afgestemd?

Zoals jullie weten was ik geen voorstander van de verlengde DD<sup>86</sup> en ik ben dat nog steeds niet

Mijn voorstel is om de DD te stoppen en de vervolgstappen af te spreken als er een formeel definitief bod ligt

Wij moeten druk naar hen zetten ipv andersom zoals nu het geval is

Gaarne jullie input

Ps ik ga vanavond Kees formeel sommeren uit het proces te stappen

Ik moet wel"

214. Xeikon heeft de onderzoeker bericht dat na deze e-mail olde Bolhaar contact heeft opgenomen met Vlasblom en dat in het gesprek bleek dat de veronderstelling van de raadsman van Punch International niet klopte. olde Bolhaar concludeerde

---

<sup>86</sup> Noot onderzoeker: Due Diligence.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

daarom dat geen aanleiding was om Vlasblom uit het proces te halen. De onderzoeker kan oude Bolhaar hierin niet volgen. De onderzoeker deelt de waarneming van de raadsman van Punch International en van Bencis dat partijen het eens waren over de voorwaarden van de participatie van Vlasblom in Xeikon na de Overname. Er zijn vier versies van de *terms sheet* besproken en uit de e-mailcorrespondentie blijkt dat daarover overeenstemming is bereikt. Dat de overeenkomst niet nader schriftelijk is geformaliseerd doet aan de overeenstemming over de *terms sheet* niet af.

215. De data room die Xeikon ten behoeve van het due diligence onderzoek door Bencis had ingericht is op verzoek van de voorzitter van de rvc van Xeikon en van de rvb van Punch International op 5 april gesloten.
216. De juridisch adviseur van Xeikon heeft op 5 april in een e-mail gericht aan oude Bolhaar en Vlasblom geadviseerd voortaan een actieve rol in het overnameproces te spelen. Dit advies was ingegeven doordat de overname een vriendelijk bod behelsde, waarvan Bencis wenste dat directie en rvc van Xeikon het zouden steunen en aan de aandeelhouders aanbevelen. Daarnaast was ook de medewerking van Xeikon nodig voor bijvoorbeeld de ontvlechting. Om deze rol te spelen heeft de juridisch adviseur geadviseerd dat Xeikon een *merger agreement* met Bencis zou sluiten. Ook heeft de juridisch adviseur geadviseerd dat op het moment van de ondertekening van de *merger agreement* er een fairness opinion over de biedprijs zou moeten zijn. Daarnaast zou er een separate fairness opinion moeten zijn over de waarde van de assets die onderdeel zouden uitmaken van de ontvlechting. De juridisch adviseur adviseert, onder meer, om zo spoedig mogelijk een besluit te laten nemen door oude Bolhaar, als enige niet geconflicteerde commissaris, waarin, kort gezegd, de rvc beslist dat ter zake van de overname er een tegenstrijdig belang bestaat als bedoeld in nr. 191 hiervoor.
217. Op 5 april schrijft Cok aan oude Bolhaar (met cc aan onder meer Segers en de raadsman van Punch International (Peter Rooryck)) in vervolg op de e-mail van oude Bolhaar van 26 maart en in verband met moeilijkheden in de gesprekken (nr. 213)<sup>87</sup>:

“Beste allen,

Wat zijn nu nog de precieze punten.

---

<sup>87</sup> De onderwerpen van de besprekingen zijn voor dit verslag niet relevant en zijn weggelaten.



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Er mag niet meer over de prijs gesteggeld worden, tenzij aantoonbaar fouten zijn gemaakt.

Zal ik Benoit<sup>88</sup> nog eens bellen.

Hij heeft mij als zwaarste punt genoemd (...). Van wie krijg ik nu een juist antwoord (...). We hebben daarover vorige week al gesproken. Het antwoord kan toch niet zo moeilijk zijn.

Ik heb aan Kees gevraagd samen te zitten met Gelmer, Benoit en Kees<sup>89</sup> om (...) te bespreken en toe te lichten, alsmede (...). Is dit reeds gebeurd. Kost 1 uur tijd. Benoit wou dit ook graag.

Peter kan jij dit regelen per omgaande. Ik heb het idee dat steeds langs elkaar heen gewerkt wordt.

Als we concrete feiten aangeven worden deze op de een of andere manier niet gevolgd.

Ik hoor graag nader.”

218. Op 6 april schrijft Cok in dezelfde e-mail reeks, naar aanleiding van misverstanden over bepaalde contracten in antwoord op informatie van Calluy<sup>90</sup>:

“Dit is toch een totaal ander beeld dan A&O ons geschetst heeft. Zij spraken over (...).

We moeten dit communiceren met de directie van Bencis. Ik vind dat de communicatie echt slecht verloopt.

Hoe kunnen zulke misverstanden ontstaan.

---

<sup>88</sup> Graulich.

<sup>89</sup> Noot onderzoeker: Gelmer Westra (adviseur Xeikon), Benoit Graulich (bestuurder Bencis), Kees Vlasblom (CFO Xeikon).

<sup>90</sup> De onderwerpen van de besprekingen zijn voor dit verslag niet relevant en zijn weggelaten.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Kees, heb jij de afspraak nu gemaakt met Gelmer<sup>91</sup> en Benoit. Ik heb het idee dat dezelfde misverstanden bestaan over (...).

We moeten zulke zaken direkt kortsluiten. Het geeft ruis, terwijl dit totaal niet noodzakelijk is.

Van onze kant moet er actief gehandeld worden, dit voorkomt twijfel, ook over andere zaken. Met direkt te reageren, geven wij ook minder ruimte aan A&O en PWC. Zij zullen ook voorzichtiger worden met stories rond te strooien.

Onjuistheden moeten direkt uit de wereld geholpen worden.

We zien elkaar woensdag.

Mochten er nog nieuwe zaken naar voren komen, dan graag een telefoontje.”

219. Op 7 april schrijft Vlasblom, nog altijd in dezelfde reeks, aan Calluy en Cok, met cc aan o.a. Segers en oude Bolhaar:

“Beste allen,

Hierbij een update van mijn kant.

Wim<sup>92</sup> en ikzelf hebben tot op heden geen contract of iets dergelijks getekend met Bencis, er is wel een concept termsheet van Bencis welke we hebben besproken. Op het moment dat er iets wordt getekend spreekt het vanzelf dat ik jullie hierover zal informeren.

(...)

**Ik stel het volgende voor:**

Peter<sup>93</sup> wil jij de due diligence rapporten via je contactpersoon van A&O opvragen en dan toch in ieder geval de elementen waarover Bencis van Punch reps & warranties wil, graag rapport en onderbouwing van het bedrag.

---

<sup>91</sup> Noot onderzoeker: Westra, adviseur Xeikon.

<sup>92</sup> Maes.

<sup>93</sup> Noot onderzoeker: Rooryck, raadsman Punch International.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Wanneer ik deze onderbouwing en rapport heb ontvangen gaan we te rade bij onze adviseurs ten einde een gebalanceerde discussie te hebben.

Gerard met deze aanpak voorkomen we de 'ruis' die op lijn zit en wordt veroorzaakt door de consultants van A&O en PWC en worden de onderwerpen genuanceerd besproken.

Peter, eens met deze aanpak?"

220. Het advies van de raadsman van Xeikon volgend, heeft Xeikon aan Bencis op 8 april een door olde Bolhaar en Vlasblom getekende brief gestuurd. Daarin schrijft Xeikon onder meer:

"Up to now, you have mainly been discussing the potential transaction with Punch International, but we understand that you would also like us to be involved (to recommend the potential transaction to our shareholders and cooperate with, for example, the sale to Punch International of our shareholding in Accentis and our claims against Accentis). In view hereof, we kindly ask you to engage in active discussions with us too and to provide us with a first draft of a merger agreement to serve as a starting point for our discussions."

221. Op 11 april heeft olde Bolhaar, samen met Calluy, een bespreking gehad met Graulich. In een e-mail van de daarop volgende dag aan LoyensLoeff kenmerkt Calluy de bespreking als constructief en signaleert hij dat er voor olde Bolhaar drie belangrijke bekommernissen zijn: de transactie moet een goede deal voor de aandeelhouders zijn (een prijs van € 5,85 wordt geacht dat te zijn), de continuïteit van de onderneming moet gegarandeerd zijn (dit zal uit de merger agreement moeten blijken) en er moet voldoende deal certainty zijn. Verder wordt gesteld dat het grootste issue voor Xeikon (en voornamelijk voor de kleine aandeelhouders) waarschijnlijk de transactie met Accentis is. De kleine aandeelhouders zouden kunnen argumenteren dat de verkoop van de Accentis Vordering en de Accentis Deelneming voor een substantieel lager bedrag dan de boekwaarde voor hen nadelig is. LoyensLoeff wordt gevraagd om over de transactie te adviseren. Gesignaleerd wordt voorts dat de bereidheid om tot een akkoord met Bencis te komen groot is. olde Bolhaar zal een bepaalde "waiver" van een cliënt van Xeikon trachten te krijgen. Hij zal daarnaast een regeling trachten uit te werken met Deschuytere (nr. 375.i).

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

222. In vervolg op deze e-mail schrijft olde Bolhaar aan de raadsman van Xeikon (12 april 2013, 15:56):

“Het risico dat gezien wordt in de huidige waardering van de Accentis deal is dat we eventueel beschuldigd zouden kunnen worden van misleiding omdat we in het jaar verslag dat we nu publiceren vermelden dat de werkelijke waarde 25 mln is

Daarnaast denk ik dat het lastig uit te leggen is dat we 4 maanden praten en in deze 4 maanden niemand benaderd hebben om Accentis over te nemen

Denk er aub goed over na”

223. In de tweede helft van april zijn nog gesprekken gevoerd tussen Punch International en Bencis en/of tussen Xeikon en Bencis, maar de gesprekken zijn gestopt omdat Xeikon op 23 april een *non binding* indicative offer van een andere bieder heeft ontvangen.

## 2.4 Goss

224. Goss International is een onderneming actief in de grafische sector. Goss maakt deel uit van Shanghai Electric (Group) Corporation. Zij heeft, via een medewerker van Citigroup, op 30 januari op eigen initiatief contact met Xeikon opgenomen. Deschuytere en Vlasblom hebben op 5 februari een verkennend gesprek met deze Citigroup medewerker gehad. De dag ervoor had Deschuytere olde Bolhaar en Cok op de hoogte gebracht van het aanstaande gesprek. Hij berichtte zich bewust te zijn van de met Bencis bestaande exclusiviteit en zich te zullen beperken tot luisteren.
225. Op 22 februari hebben Xeikon en Goss een *Confidentiality Agreement* getekend en heeft een bijeenkomst tussen beide partijen plaatsgevonden. Tijdens het gesprek heeft Xeikon vertrouwelijke informatie verschaft en is de structuur van een mogelijke overname besproken. In het bijzonder is de ontvlechting gepresenteerd onder dezelfde voorwaarden als met Bencis besproken.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

226. Op 15 maart heeft Goss een niet bindend *expression of interest* aan Xeikon gestuurd. Goss toonde daarin een voorkeur voor het behouden van de beursnotering in Amsterdam en “to acquire the shares currently held bij Xeikon’s principal investors”. Maar Goss toonde zich ook open voor een andere structuur. Daarnaast werd een indicatieve prijs genoemd van 5 à 6 keer EBITDA van Xeikon “calculated based on its historical earnings and apportioned in accordance with the percentage of ownership purchased bij Goss.” Dit zou neerkomen op een prijs tussen € 7,00 en € 8,25.
227. Vlasblom heeft oude Bolhaar, Segers en Cok op 17 maart over de *expression of interest* geïnformeerd. In dezelfde e-mail informeerde hij over het feit dat Bencis moeilijkheden had om haar bod te financieren. De toenadering van Goss is door oude Bolhaar, Segers en Cok met belangstelling ontvangen en als een serieus alternatief voor de overname door Bencis behandeld.
228. Op 23 april 2013 heeft Goss een indicatief bod van € 7,65 per aandeel gedaan. Van het bod maakte deel uit een ontvlechting van de Accentis assets onder dezelfde voorwaarden die voor Bencis golden. Vanaf 29 april 2013 heeft Goss due diligence onderzoek bij Xeikon gedaan.
229. Het indicatief bod van Goss is door Cok ter kennis van Bencis gebracht in een gesprek tussen Cok en Graulich op 25 april. Bencis heeft twee dagen later schriftelijk bericht begrip te hebben voor het bestaan van een hoger bod, maar heeft zich op het standpunt gesteld dat de *exclusivity undertaking* die de verschillende partijen die bij de verkoop betrokken waren jegens Bencis op zich hadden genomen, geschonden was. Bencis vorderde de overeengekomen break up fee van € 5 miljoen. Deze aanspraak heeft de verhouding in de daarop volgende dagen onder druk gezet. Overigens heeft Bencis tevens verklaard nog steeds bereid te zijn om Xeikon over te nemen en af te zullen zien van de fee indien de overname door Bencis door zou gaan.
230. In de loop van mei zijn de gesprekken tussen de rvb van Xeikon en Goss doorgegaan. De rvb (Deschuytere en Vlasblom) was overtuigd dat de strategische fit tussen Xeikon en Goss zeer goed was, nog afgezien van de betere prijs die Goss aan de aandeelhouders bereid was te betalen. Eind mei is echter gebleken dat de overname niet kon plaatsvinden vanwege interne omstandigheden bij Goss.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

## 2.5 Opnieuw Bencis: actieve betrokkenheid van Xeikon of aan de zijlijn blijven?

231. Toen begin juni duidelijk werd dat het bod van Goss niet door zou gaan zijn de gesprekken met Bencis hervat. De gesprekken vonden plaats tussen Punch International en Cok enerzijds en Bencis anderzijds.
232. Verderop in dit hoofdstuk (IV-5) zal meer in detail worden ingegaan op de vraag of de Overname gestructureerd was als een transactie tussen Bencis en Punch International, waarin Xeikon – zoals dat in de documentatie wordt uitgedrukt – “aan de zijlijn” stond, dan wel als een transactie waarin Xeikon actief betrokken was. Het verschil in structuur was voor bestuur en directie van Xeikon van groot belang. Vereenvoudigd weergegeven betekende een private transactie tussen Punch International en Bencis dat bestuur en rvc van Xeikon in beginsel een meer afwachtende houding konden aannemen. De transactie betrof dan immers primair een aandeelhouder (al was het de meerderheidsaandeelhouder) en de bieder. Als de transactie daarentegen een publiek bod op alle aandelen zou zijn, was de vennootschap daarbij meer betrokken en zouden directie en rvc een actieve houding moeten aannemen. Een deel van de gebeurtenissen die in deze cruciale periode van de Overname (juni-juli) plaatsvonden had met dit verschil in structuur te maken.
233. Xeikon heeft in die periode naar eigen zeggen haar afwachtende houding – die zij volgens haar sinds 26 januari had aangenomen – voortgezet in afwachting van een definitief akkoord tussen Punch International en Bencis. In dit verband heeft LoyensLoeff Xeikon geadviseerd geen medewerking te verlenen aan de Overname, en in het bijzonder aan de carve out zolang de gesprekken over de Overname tussen Punch International en Bencis liepen. LoyensLoeff heeft Xeikon voorgelegd dat een actieve houding van Xeikon juridisch eveneens legitiem zou zijn (zelfs te prefereren), maar dat Xeikon een keuze moest maken tussen “aan de zijlijn blijven” of actief betrokken zijn bij de Overname. Het standpunt dat olde Bolhaar formeel heeft ingenomen is dat Xeikon aan de zijlijn bleef.<sup>94</sup>

---

<sup>94</sup> LoyensLoeff heeft dit standpunt aan Xeikon bevestigd in een e-mail van 17 juli 2013, 15:56.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

234. Begin juli zijn de onderhandelingen tussen Bencis en Punch International in de eindfase gekomen. Deze partijen beoogden de SPA en aanvullende documentatie op 5 juli te tekenen. Op 4 juli heeft Rooryck namens Punch International een document aan olde Bolhaar gestuurd waarin, kort gezegd, de medewerking van Xeikon werd gevraagd bij de realisering van die aspecten van de overname waarvoor de medewerking van Xeikon vereist was, in het bijzonder de carve out.
235. Rooryck schrijft daarover aan de advocaat van Bencis op 4 juli 2013 21:17 (de e-mail is aan Segers, Cok en Vlasblom doorgestuurd (21:19), niet aan olde Bolhaar)

“Ik heb met Guido [Segers] en Gerard [Cok] overlegd. Zij willen dat er morgen wordt getekend en ik begrijp van Gerard dat dat ook de wens is van Benoit [Graulich]. (...)

Guido heeft Herman vanavond officieel/schriftelijk gevraagd om de steun van Xeikon aan de transactie te bevestigen.

Morgenochtend zal Xeikon een fairness opinion krijgen van Petercam. De verwachting is dat Herman, na een vergadering van de RVC die morgenochtend zal worden gehouden, zal bevestigen dat Xeikon akkoord is met de transactie.

Morgenochtend wordt ook een schriftelijk akkoord met Frank benaarstigd. Als dat effectief lukt, zouden de door jullie [Bencis, onderzoeker] opgelegde ‘pre signing’ voorwaarden langs de zijde van Xeikon vervuld moeten zijn.”

olde Bolhaar heeft de gevraagde verklaring niet getekend.

236. Op 17 juli heeft Graulich aan olde Bolhaar een e-mail met de volgende tekst gestuurd.

“Beste Herman

In bijlage de getekende brief.

Wij zouden dus graag vandaag :

Voorwaardelijke ontslagregeling zien tussen Xeikon en Frank [Deschuytere] op 17 september : akkoord met Gerard [Cok] is 6 maanden loon, plus bonus, plus 50.000 EUR. Totaal zou 230K Euro moeten bedragen. De 50.000 euro wordt in maart 2014 betaald.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

We zouden graag besluiten raad van commissarissen zien mbt disentanglement.”

237. De brief waarnaar in voorgaand nummer wordt verwezen is een brief van Bencis gericht aan olde Bolhaar als voorzitter van de rvc van Xeikon. De brief bevat onder meer de volgende “Arrangements and principles”:

“At the latest on September 17, 2013, Xeikon and the Boards of Xeikon will (i) confirm that the Transaction, the price and particularly the Mandatory Offer are fair to the Xeikon shareholders from a financial point of view and in the best interest of Xeikon and its stakeholders, such confirmation to be supported by a fairness opinion issued by Petercam, (ii) confirm support and recommendation for the Transaction, and (iii) publish a press release supporting and recommending the Transaction, after consulting with Bencis; (...)

In general, Xeikon will use all its best efforts to fully collaborate and cooperate with Bencis with a view to a successful and smooth completion of the Transaction (including the Repurchase), and Xeikon will use all its best efforts to assist Bencis with the release of any existing security in connection with any existing third party financing and the creation of security for the new financing that will be incurred in connection therewith.”

238. De brief is dezelfde dag (e-mails 12:47 en 12:59) voorgelegd aan LoyensLoeff, die zijn onbegrip over de brief heeft uitgesproken. LoyensLoeff was van oordeel dat de brief een duidelijke breuk vormde met het bewust gekozen beleid om “aan de zijlijn te blijven”. Na met olde Bolhaar telefonisch te hebben gesproken heeft Corten (LoyensLoeff) aan Vlasblom en Calluy meegedeeld dat de brief niet zou worden getekend en dat Xeikon vooralsnog aan de zijlijn zou blijven staan (e-mail 17:01).

239. Per e-mail van dezelfde dag (17 juli, 18:46) heeft Calluy alleen aan Vlasblom geschreven:

“Kees,  
Bijgaand draft notulen van de RVC van 9 juli 2013.  
Kan je deze dringend bekijken en eventuele aanpassingen doorgeven  
aub?



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Bencis vraagt dat er pre signing<sup>95</sup> een akkoord zou voorliggen van de RVC met de carve out.”

240. De meegestuurde tekst heeft de vorm van notulen en luidt onder meer:

“De Raad van Commissarissen gaat akkoord met de inhoud van de fairness opinion en met het besluit van Petercam, en is op die basis akkoord om de carve out van Accentis uit te voeren, volgens de voorwaarden zoals beschreven in de fairness opinion. Het besluit om het belang van Xeikon in Accentis te verkopen, ligt volledig in lijn met de strategie van de vennootschap, die steeds de bedoeling heeft gehad om de banden met Accentis door te knippen.”

241. Vlasblom antwoordt (19:00) alleen aan Calluy:

“Geheel mee eens en akkoord.”

242. Xeikon heeft de onderzoeker bericht dat op 9 juli geen vergadering van de rvc heeft plaatsgevonden en dat het document waarover in de twee voorgaande nummers wordt gesproken geen notulen zijn. De onderzoeker komt op deze kwestie nog terug (nr. 375.f).

243. Op 18 juli heeft de voorzitter van de rvb van Punch International olde Bolhaar gevraagd namens Xeikon te verklaren dat, kort gezegd, Xeikon principiële akkoord was met de carve out. Olde Bolhaar heeft, na daarover van LoyensLoeff advies te hebben ingewonnen, de brief getekend, maar met enig voorbehoud. Het voorbehoud luidt:

“Ik bevestig hierbij het principiële akkoord van Xeikon met de hierboven aangehaalde ‘Carve out’ transacties, onder de opschortende voorwaarde dat een onafhankelijke gereputeerde zakenbank terzake een ‘fairness opinion’ zal afgeven, welke zakenbank wij z.s.m. na publicatie van de transactie tussen Punch en Bencis zullen inschakelen.”

---

<sup>95</sup> Noot onderzoeker: de overeenkomst tussen Bencis en Punch International zou de volgende dag (18 juli) worden getekend.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

244. Diezelfde dag hebben Bencis en Punch International de overeenkomst getekend tot verkoop van het Xeikon-belang dat in handen was van Punch International. Punch International heeft een persbericht gepubliceerd waarin zij meedeelde een akkoord te hebben bereikt over overdracht van haar aandelenbelang in Xeikon. Xeikon zelf heeft, ook op 18 juli, een persbericht gepubliceerd waarin zij meedeelt kennis te hebben genomen van de transactie. Het bericht zegt voorts:

“De in de overeenkomst tussen Punch en Bencis opgenomen opschortende voorwaarden hebben onder meer betrekking op het verbreken van de banden tussen Xeikon en Punch. De raad van commissarissen en de raad van bestuur van Xeikon zullen zich hierover beraden en terzake in gesprek treden met Bencis en Punch. Indien en zodra ontwikkelingen daartoe aanleiding mochten geven, zullen nadere mededelingen worden gedaan.”

245. Op 19 juli schrijft Vlasblom aan Belfius (financier van de leasing van het pand in Ieper):

“Nu de koper van de aandelen Xeikon bekend is, is hierbij mijn verzoek om de transactie van het pand Ieper van Accentis naar Xeikon te effectueren.

Willen jullie akkoord vragen aan de kredietcommissie om 1) overdracht bestaande leasing van Accentis naar Xeikon, 2) verhoging van de leasing met 4.2 MEUR, 3) overdracht van het pand 4) goedkeuring van Belfius dat Bencis/Gimv de nieuwe eigenaren worden (in lease contract is sprake change of control waar Belfius haar akkoord aan moet geven)”

246. Dezelfde dag stuurt Vlasblom de e-mail door aan Holthof (CEO Accentis) met de mededeling:

“Ter info, gas moet er nu op....”

247. Dezelfde dag (19 juli) is een rvc gehouden. Volgens een eerste versie van de notulen beoogt de raad:

"een principiële beslissing te nemen over de medewerking van Xeikon aan

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

de volgende voorwaarden van de beoogde transactie tussen Punch International en Bencis

- Overname PointIT;
- Overdracht van alle belangen van Xeikon in Accentis;
- Overdracht van alle vorderingen op Accentis. "

“De raad bespreekt de voorwaarden die deel uitmaken van de beoogde transactie tussen Punch en Bencis waarvoor de medewerking van Xeikon vereist is.

De raad is van oordeel dat de overname van de aandelen in Point IT een logisch gevolg is van de transactie tussen Punch International en Bencis en verklaart zich akkoord met de verwerving van deze aandelen door de vennootschap.

De raad is verder van oordeel dat de overdracht van alle belangen van Xeikon in Accentis en van alle vorderingen op Accentis in lijn is met de strategie van de vennootschap. Het is steeds de bedoeling van de vennootschap geweest om de banden met Accentis door te knippen. De raad is principieel akkoord met de overdracht van alle belangen van Xeikon in Accentis en van alle vorderingen op Accentis, maar wenst hiervoor een fairness opinie te vragen bij een onafhankelijke zakenbank. De raad beslist om deze opinie te vragen bij Petercam. De raad van commissarissen vindt het aanvragen van een dergelijke opinie essentieel om te kunnen voldoen aan zijn zgn. “fiduciary duties”. Aldus verleent de raad van commissarissen haar akkoord m.b.t. het uitvoeren van de overdracht van de belangen van Xeikon in Accentis en alle vorderingen op Accentis, onder de opschortende voorwaarde van het verkrijgen van een fairness opinie van Petercam die bevestigt dat deze overdracht fair en “at arm’s length” gebeurt.”<sup>96</sup>

248. Op 30 juli heeft een rvc plaatsgevonden. De eerste versie van de notulen luidt voor zover hier van belang als volgt:

“De RVC bespreekt de draft fairness opinie die door Petercam werd bezorgd en die als bijlage bij deze notulen wordt gevoegd.

---

<sup>96</sup> In een latere versie van de notulen is de beraadslaging en beslissing anders verwoord. De onderzoeker komt daar nog op terug (IV-4).

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

De RVC is van mening dat de onderkant van de bandbreedte zoals verwoord in de fairness opinie van Petercam i.v.m. de aandelenprijs op € 5.80 moet worden gezet.

De RVC geeft Kees Vlasblom opdracht om opnieuw contact te nemen met Petercam in verband met dit punt.

De RVC beslist, op basis van de inhoud van de fairness opinie van Petercam, om de overdracht van alle belangen van Xeikon in Accentis en van alle vorderingen op Accentis goed te keuren.<sup>97</sup>

249. Op 12 augustus heeft een rvc plaatsgevonden. De eerste versie van de notulen luidt voor zover hier van belang als volgt:

“De RVC bespreekt de draft fairness opinies die door Petercam werd bezorgd en die als bijlage bij deze notulen wordt gevoegd.

De eerste fairness opinie betreft die i.v.m. Accentis.

De raad heeft in verband met deze opinie geen opmerkingen en is het eens met de conclusie dat, gezien de marktomstandigheden, dit een goede transactie is. De fairness opinie wordt bijgevolg goedgekeurd.

De tweede fairness opinie betreft het bod op de aandelen, zoals dat nu voorligt in de beoogde transactie tussen Punch International en Bencis.

(...)

De raad van commissarissen beslist om, rekening houdende met de inhoud van de fairness opinie van Petercam, het verplichte bod, indien dat zou volgen, te steunen.

Frank Deschuytere, CEO en voorzitter van de raad van bestuur, wenst zich te onthouden van het verlenen van steun aan de transactie, gelet op het belangenconflict dat in zijn hoofde bestaat.<sup>98</sup>

---

<sup>97</sup> In een latere versie van de notulen is de beraadslaging en beslissing anders verwoord. De onderzoeker komt daar nog op terug (IV-4).

<sup>98</sup> In een latere versie van de notulen is de beraadslaging en beslissing anders verwoord. De onderzoeker komt daar nog op terug (IV-4). Over de in de tekst geciteerde versie e-mailt olde Bolhaar aan Calluy op 15 augustus (12:08):

“Bert

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

250. Op 20 augustus heeft olde Bolhaar een brief van Bencis gedateerd 19 augustus (de **Bencis Brief; Bijlage 9**) getekend die nagenoeg gelijk was aan de brief van 17 juli (nrs. 191-193; nader hierover nr. 375.j).

## 2.6 De opinies Petercam

251. Reeds bij de eerste contacten met Gilde eind 2012 heeft LoyensLoeff Xeikon erop gewezen dat het van groot belang voor de juridische aanvaardbaarheid van de overname van Xeikon was dat de transactie een deugdelijke zakelijke onderbouwing had. De onderbouwing zag in het bijzonder op twee punten: de prijs die voor de aandelen werd geboden en de prijs en overige condities van de carve out. LoyensLoeff heeft geadviseerd twee financiële adviseurs in te schakelen: één die Xeikon in de onderhandelingsfase zou bijstaan bij het vaststellen van de voorwaarden van de transactie en een ander die een onafhankelijke fairness opinion zou geven over de zakelijkheid van de twee hiervoor genoemde punten.
252. Xeikon heeft het advies om zich door een financiële adviseur te laten bijstaan niet opgevolgd. Zij heeft de onderzoeker bericht dat daartoe geen aanleiding bestond omdat Xeikon geen onderhandelingen voerde over de transactie tussen Punch International en Bencis.
253. Toen het zicht op de overname concreet begon te worden, heeft Xeikon drie partijen een offerte voor een fairness opinie gevraagd. De keuze is op 2 mei op Petercam

---

zoals beloofd even een mailtje als voorbereiding op tel gesprek morgen

Heb over de minutes het volgende op te merken

Belangrijk zijn:

1. de volgorde van besluitvorming
2. Verschillende verantwoordelijkheden van de RvC en de Raad van Bestuur

Beide dienen goed gereflecteerd te worden in de minutes

Er is besluitvorming in de RvB betreffende de Accentis transactie

Mi is de volgorde dat de RvB hier een besluit over neemt en dit ter goedkeuring voorlegt aan de RvC

Ondersteund door het fairness rapport heeft de RvC deze goedkeuring verleent

Binnen de RvB heeft Frank zich onthouden van stemming en binnen de RvC hebben ook enige mensen niet meegedaan ivm conflicterende posities

idem dito voor de prijs die geboden wordt voor de aandelen

Denk er maar eens even over na"

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

gevallen en de volgende dag door Vlasblom aan Petercam meegedeeld. Op dat moment waren de gesprekken met Bencis geschorst vanwege de met Goss geïnitieerde gesprekken.

254. Op 11 mei schrijft Vlasblom aan Petercam dat de gesprekken met de kandidaat-koper in een eindfase komen en vraagt wanneer Xeikon met Petercam een discussie kan hebben "over de discount van de receivable van Accentis en de participatie [de Accentis Vordering en de Accentis Deelneming, onderzoeker]" (09:51). Het gesprek heeft op 16 mei plaatsgevonden. Die dag schrijft Calluy aan Vlasblom onder vermelding "Petercam":

"Loopt het vlot?"

waarop Vlasblom antwoordt (16:44):

"Verliep prima, 10 m Eur is wel challenging, te laag dus ... komende dagen even over nadenken hoe hiermee om te gaan."

255. Op 24 mei schrijft Vlasblom aan Petercam dat de definitieve afronding van de overname nog even op zich laat wachten en dat de nieuwe deadline 10 juni is. Op 4 juni bericht Vlasblom echter dat het proces stil ligt en dat hij weer zal berichten zodra meer duidelijkheid is verkregen. Dat gebeurt op 24 juni. De nieuwe deadline wordt 2 juli. Petercam acht de termijn "uitdagend" en vraagt of de verwachte opinie een document is dat bedoeld is voor publicatie in het biedingsbericht dan wel of het een stuk is dat de rvc van Xeikon of de koper wil zien in het kader van de transactie. Xeikon leidt deze vraag door aan de raadsman van Punch International, die antwoordt dat volgens hem alle betrokkenen kunnen leven met een "interne" versie tegen 2 juli en een aangepaste/aanvullende, "publieke" versie later, en dat Bencis al heeft aangegeven een publieke versie te willen gebruiken in de biedprocedure.
256. Op 1 juli heeft Vlasblom aan Petercam de getekende versie van het mandaat voor de opinies gestuurd.
257. Op 2 juli schreef Holthof<sup>99</sup> aan Vlasblom met cc aan Cok:

---

<sup>99</sup> Noot onderzoeker: CEO van Accentis.

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

“FYI, Heb Matthias<sup>100</sup> een uurtje aan de lijn gehad !

Kwam met bedragen af rond 20Meur voor aandelen/vordering.

Na grondige argumentatie en meerekenen :

- Aandelen à 0.011€ (gemiddelde beurswaarde) minus discount packageaankoop = ca 4800K

- RC na Oostkaai rond 22MEur = tussen 7 & 9Meur

Heb alle mogelijke elementen aangereikt, van verdisconteringskosten voor leasings tot milieudossiers ...”

258. Op 4 juli heeft Petercam een eerste draft fairness opinion aan Xeikon gestuurd (18:35), die het stuk aan alle commissarissen heeft doorgemailed (19:20) met het voorstel om de volgende dag een rvc te houden waarbij medewerkers van Petercam aanwezig zouden zijn om de opinies toe te lichten. Op dit bericht heeft olde Bolhaar gereageerd (22:00) door te zeggen dat wat Vlasblom voorstelde hem (olde Bolhaar) te snel ging en voorgesteld maandag 8 of dinsdag 9 juli de bijeenkomst te hebben.
259. De volgende dag, 5 juli, (05:49) schrijft olde Bolhaar aan Vlasblom:

“Kees

Ik begrijp dat jullie vandaag een voorgesprek hebben met Petercam over de uit te brengen fairness opinie lijkt mij een prima zaak

Wil jij voor maandag of dinsdag een afspraak maken met Petercam ter bespreking van het rapport

hierbij dienen aanwezig te zijn

- Uiteraard jij en Frank<sup>101</sup>
- Bert Calluy
- en ik zelf

Daarna stel ik voor om gezamenlijk ons standpunt te bepalen zowel tav de prijs als de andere aspecten waarover de RvC (helaas ben ik in dit geval dat alleen ivm conflicterende belangen) zich moet uitspreken”

260. In een e-mail later op de dag (06:03) heeft olde Bolhaar aan Vlasblom meegedeeld (met cc aan Cok en Segers) niet akkoord te zijn met het verstrekken van de opinie

---

<sup>100</sup> Noot onderzoeker: Pieters, Manager Corporate Finance bij Petercam.

<sup>101</sup> Noot onderzoeker: Deschuytere.

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

in deze fase aan een belanghebbende partij. Op deze manier zou het voor hem vrijwel onmogelijk worden te verklaren dat hij de deal steunt "Een fairness opinie die vooraf besproken is./gedeeld met een belanghebbende partij is daarmee op slag waardeloos geworden", zo schrijft hij.

261. In reactie op dit bericht schrijft Calluy (08:25) dat de opinie enkel verstuurd werd aan de leden van de rvc en rvb.

262. Op dezelfde dag schrijft Vlasblom aan Petercam (10:36):

"Beste Thomas, dank voor toezending van de fairness opinie, het verloopt vandaag van hectisch maar ik kom zodra het kan bij jullie terug om een afspraak te maken met de RvC van Xeikon.  
Ik push op vandaag maar kan ook in morgen."

263. Op 19 juli heeft een rvc plaatsgevonden waarin de opinie formeel is aangevraagd.

264. Op 26 juli heeft Petercam een tweede concept van de opinie aan Vlasblom doen toekomen. Het concept is besproken in de rvc van 30 juli.

265. Op 5 augustus heeft Vlasblom aan Petercam bericht dat de opinie over de carve out definitief kon worden gemaakt en getekend aan Xeikon kon worden gestuurd. Wat betreft de opinie over de prijs van het aandeel Xeikon vroeg Vlasblom om telefonisch overleg met Petercam. In vervolg op dit verzoek schrijft Vlasblom de volgende dag (11:13):

"Beste Erik en Matthias,  
Bijgaand tref je aan de omzetspecificatie van Xeikon en hierin zie je de achteruitgang van Prepress unit, graag deze lijn doortrekken in business plan waardoor de DCF methode lager zou moeten uitkomen.  
(...)  
Tevens heb ik de 'change in working capital' wat conservatiever vastgesteld zie bijgaand attachment."

266. Op 7 augustus heeft Petercam de twee eindversies van de opinies getekend: één over de prijs per aandeel en één over de carve out. Deze laatste opinie stelt o.a. (cursief toegevoegd):



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

“Linked to this transaction [de SPA tussen Punch International en Bencis, onderzoeker], *Xeikon has reached an agreement on 18 July 2013 with Punch International to sell a number of assets related to Accentis NV (“Accentis”).* These assets comprise a stake of 554.484.942 shares (the “Accentis Participation”), representing 43,74% of the outstanding shares of Accentis, as well as a receivable on Accentis NV (the “Accentis Receivable”) with a net outstanding amount of EUR 22,2m (the “Accentis Sale”, together with the Xeikon Sale, the “Transactions”). Punch International and Xeikon have agreed on an aggregate sales price for the Accentis Receivable and the Accentis Participation of EUR 9,6m.

(...)

*The terms of the sale of the Accentis Participation and the Accentis Receivable are further detailed in the Transfer and Assignment Agreement between Xeikon and Punch International (the “TAA”) dated 18 July 2013.”*

267. Op 8 augustus heeft Petercam een aangepaste versie gestuurd (12:27), waarbij de aanpassing niet de opiniebrief betreft maar de *supporting documents*. Vlasblom heeft de documenten aan alle commissarissen doorgestuurd met de mededeling:

“Beste allen, bijgaand treft u aan de definitieve fairness opinies waarbij de DCF methode uitkomt in de prijsrange tussen 5,80 en 8,00.”

268. De opinies zijn wederom in een rvc van 12 augustus 2013 besproken.
269. Vlasblom heeft de opinies ook voorgelegd aan de accountant van de vennootschap, BDO (9 augustus, 11:31). Na enige correspondentie over en weer, waarin BDO vraagt om toezending van gegevens over de cash flows van Accentis die door Petercam in zijn opinie zijn gebruikt, schrijft Vlasblom aan BDO (19 augustus, 14:34):

“Beste Oscar en Jan Hendrik,  
Bijgaand tref je aan de excel van Petercam `Accentis receivable` en tevens tref je een door mij opgestelde excel aan met de contante waarde van de lening op basis van 22 % en 15%.  
Ergo, geen probleem indien je de aflossingen 2015 – 2019 verschuift naar achteren, een percentage van 12% is ook nog acceptabel.  
Vraag van vanmorgen renteoverrente zie pagina 52 van Petercam rapportage> ja hier in rente over rente berekend.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Verneem graag van jullie dat vanmorgen besproken zienswijze ook door jullie kan worden gedeeld.”

270. Dezelfde dag (19 augustus) stuurt Vlasblom aan de commissarissen en Deschuytere een memorandum over de gevolgen van de carve out, dat hij op 16 augustus (11:12) van BDO had ontvangen. Op pagina 2 stelt het memorandum:

“Opinie Petercam omtrent lening Accentis

Petercam geeft in de fairness opinie aan dat voor vergelijkbare leningen (status rating CC = currently highly vulnerable/very high level of credit risk, default of some kind appears probable) een YTM (= rendement) van 22% gehanteerd moet worden.

Bij een YTM van 22% heeft Petercam berekend dat de contante waarde van de kasstromen uit rente en aflossing € 7,4 mln. bedraagt. Als hier nog afgetrokken wordt het effect van een mogelijke financiële herstructurering van Accentis waarbij tot 2018 geen rente en/of aflossing wordt betaald aan Xeikon daalt de contante waarde van de kasstromen (en dus de reële waarde van de vordering) tot € 4,2 a € 5,0 mln.

Door het hanteren van een rendementseis van 22% daalt de reële waarde van de lening naar een zeer laag bedrag in relatie tot de boekwaarde.

Het is niet duidelijk of Petercam er vanuit gaat dat bij een financiële herstructurering met uitstel van rente en aflossing (dit is de motivering om van € 7,4 mln. naar € 4,2 a € 5,0 mln. te gaan), ook weer rente over de niet betaalde rente betaald moet worden door Accentis.

Onze collega's van BDO Corporate Finance geven aan dat gezien de positie van Accentis een hoge YTM gerechtvaardigd is, maar of dit tot 22% moet leiden is de vraag. Ter illustratie: als een YTM van 18% zou worden gebruikt scheelt dit € 1,5 mln. ten opzichte van de waardering van € 7,4 mln.; een YTM van 15% scheelt ruim € 3 mln.”

271. In zijn e-mail aan de commissarissen en Deschuytere schrijft Vlasblom:

“Beste allen,

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Bijgaand treft u aan een memo van BDO inzake hun standpunt over de Accentis carve out.

Er spelen hier 2 onderwerpen.

Belangrijk is dat een boekverlies geheel wordt toegerekend aan 2013 omdat de transactie een 2013 feit is en dat de onderbouwing geen effecten heeft naar boekjaar 2012 in verband met de strikte IFRS regels en tevens dat de onderbouwing stevig genoeg is om niet in een discussie terecht te komen dat BDO wil dat we een deel van het boekverlies dienen te presenteren als eigen vermogen mutatie want deze zet de deur open naar een discussie met minderheidsaandeelhouders.

Kernvraag staat bovenaan pagina 2 > dient de vordering omgerekend te worden tegen 22% of een lager percentage.

Inmiddels heb ik een oplossing voor beide percentages, Petercam is er vanuit gegaan dat het oorspronkelijke aflossingschema blijft standhouden en heeft daar de 22% op los gelaten, mijn betoog is dat gezien de toekomstige stress op de cashflow van Accentis over de periode 2015 tot en met 2019 dat de aflossingen aan Xeikon in deze periode worden doorgeschoven naar de toekomst toe, hierdoor is een lager rente percentage tegentegen de lening contant wordt gemaakt ook voldoende als onderbouwing.

Ik zal ervoor zorgen dat de documentatie de komende weken in lijn hiermee is."

272. Op de e-mail van Vlasblom van 19 augustus (nr. 269) antwoordt BDO de volgende dag (17:08):

"Beste Kees,

In het overzicht met de herberekening tegen 15% moet je ook de rente inkomsten nog opnemen en contant maken. Handigst is een extra regel toevoegen met verloop hoofdsom en de rente in de sheet laten berekenen (voor rentepercentages kan je het makkelijkst de rentepercentages gebruiken die Petercam opneemt in het cash flow schedule op pagina 50 van hun rapport). Nu kom je te laag uit omdat je de rente mist.

Als basis voor je herberekening moet je de Accentis cash flows (hun eigen prognoses) laten aanpassen zodanig dat men rekening houdt met

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

herfinanciering of stretching. Dus hetgeen ten tijde van de jaarrekeningcontrole werd gemeld maar toen niet zichtbaar is gemaakt, nu in een hernieuwde lange termijn cash planning opnemen. Ter info in de bijlage het cash plan van Accentis dat wij in januari dit jaar ontvingen. Die moet geactualiseerd worden, zodanig dat men uitkomt met de cash (door stretchen bij een bank of door tijdelijk bijspringen door PI in combinatie met tijdelijk uitstel door Xeikon). Daaruit moet dan blijken in welke jaren Xeikon wel betaald kan worden, en dat is dan weer de basis voor je hernieuwde berekening van de contante waarde van rente en aflossingen tegen 15%. Zonder deze onderbouwing kan de aangepaste contante waarde berekening niet beoordeeld worden; het maakt in de contante waarde berekening tegen deze hoge percentages immers veel uit hoe ver in de tijd je contant moet maken.”

### 2.7 Communicatie aan de markt

273. In de dagen volgend op de ondertekening van de Bencis Brief op 20 augustus (nr. 250) is binnen Xeikon discussie gevoerd over de noodzaak om het standpunt van Xeikon over de transactie openbaar te maken, mede in het kader van de beoogde berichtgeving over de halfjaarcijfers op 23 augustus. De advocaat van de onderneming (Calluy) heeft met nadruk de rvb en de rvc gewezen op de noodzaak om de markt te informeren omdat het volgens hem niet langer volgehouden kon worden dat Xeikon zich aan het beraden was over de transactie. Hij wees daarbij onder meer op de volgende omstandigheden<sup>102</sup>:

- Xeikon heeft meegewerkt aan de bijeenroeping van de BAVA van 17 september;
- Xeikon heeft twee opinies over de transactie ontvangen en heeft zich met de opinies akkoord verklaard;
- de zittende CEO heeft besloten zich te onthouden van steun aan het bod;
- Xeikon is op de hoogte van het feit dat de CEO zal worden vervangen indien de deal tussen Punch International en Bencis doorgaat.

---

<sup>102</sup> E-mails van 19 augustus (18:24), 21 augustus (10:20), 22 augustus (09:57).

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

274. Calluy heeft de wenselijkheid van een persbericht aan LoyensLoeff voorgelegd. LoyensLoeff deelde het standpunt van Calluy dat een persbericht inderdaad aangewezen was.
275. Op 22 augustus heeft Vlasblom contact gehad met de AFM. Conclusie van het gesprek was, volgens Vlasblom<sup>103</sup>, dat het voldoende was dat de aandeelhouders over het standpunt van rvb en rvc geïnformeerd zouden worden ten minste vier dagen voor de BAVA van 17 september 2013, waarin kort gezegd de transactie aan de orde zou komen. Calluy en LoyensLoeff hebben aan Vlasblom bericht dat het standpunt van de AFM – dat waarschijnlijk zag op de verplichting van Xeikon ex art. 18 Besluit openbare biedingen Wft om in het kader van de openbare bieding uiterlijk vier werkdagen voor de informatie BAVA een bericht voor de aandeelhouders op te stellen – onverlet laat de verplichting van Xeikon om koersgevoelige informatie openbaar te maken.
276. Op 23 augustus heeft Xeikon het persbericht over de halfjaarcijfers gepubliceerd. Over de transactie wordt bericht:

**“Overnamebod**

Op 12 juli deelde Xeikon mee dat het kennis had genomen van het persbericht waarin Punch bekendmaakte dat het betrokken was in gesprekken met een partij die geïnteresseerd was om het belang van Punch in Xeikon over te nemen voor een prijs van 5,85 euro per aandeel. Op 18 juli deelde Xeikon mee kennis te hebben genomen van het persbericht waarin Punch en Bencis verklaren een voorwaardelijke overeenstemming te hebben bereikt over de verkoop aan Bencis van het belang dat Punch aanhoudt in Xeikon, voor een prijs van 5,85 euro per aandeel. Xeikon verklaarde eveneens kennis te hebben genomen van de opschortende voorwaarden die onder meer betrekking hebben op het verbreken van de banden tussen Xeikon en Punch. De raad van commissarissen en de directie zouden zich hierover beraden en in gesprek treden met Bencis en Punch. Indien de voorgenomen transactie plaatsvindt in het tweede halfjaar van 2013 dan zal Xeikon een boekverlies uit hoofde van de desinvestering in Accentis (zowel de participatie als de langlopende vordering) van circa 18 mio EUR verwerken in de resultaten

---

<sup>103</sup> E-mail 23 augustus 2013, 08:22.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

over het boekjaar 2013.”

277. De AFM heeft Xeikon op 22 augustus schriftelijk informatie gevraagd over kort gezegd de stand van de Overname. Over de periode na begin juni schrijft Xeikon in een antwoord van 24 september:

“Na de beëindiging van de gesprekken met Goss, zijn Bencis en Punch International (“Punch”) rechtstreeks met elkaar gaan onderhandelen over een overname door Bencis van het door Punch gehouden aandelenbelang in Xeikon. Op 12 juli 2013 en op 18 juli 2013 heeft Xeikon een persbericht uitgegeven waarin ze kenbaar heeft gemaakt dat ze kennis heeft genomen van het feit dat Punch en Bencis met elkaar in gesprek waren, respectievelijk overeenstemming hadden bereikt, over de verkoop door Punch van haar belang in Xeikon.”

278. Het concept voor de Position Statement van Xeikon van 11 september is aan de AFM ter beoordeling voorgelegd. De AFM heeft o.a. de volgende opmerking gemaakt<sup>104</sup> waarop Xeikon met de tekst in hoofdletters heeft gereageerd<sup>105</sup>:

“Paragraaf 3.3.1 bevat een opsomming van nonfinancial considerations. Daarin staat onder andere: “Bencis supports the business strategy...” (paragraaf 3.3.1.1.). Ook staat er: “Bencis would like Xeikon to aim to repurchase...” (paragraaf 3.3.1.1.). Verder staat er: “Bencis has informed Xeikon that there shall be no direct negative consequences for the existing level of employment ...” (paragraaf 3.3.1.2.). Wij verzoeken u in de position statement toe te lichten of hierover afspraken zijn gemaakt tussen Xeikon en Bencis in bijvoorbeeld een fusieprotocol. Zo niet, graag toelichten op welke wijze Bencis Xeikon over deze punten heeft geïnformeerd. ER IS GEEN FUSIEPROTOCOL AFGESLOTEN TUSSEN XEIKON EN BENCIS. DEZE TOEZEGGINGEN ZIJN MONDELING GEDAAN. BENCIS HEEFT HET ONDERHAVIGE STUK OOK DOORGENOMEN EN IS AKKOORD MET DE INHOUD EN OOK DAARUIT KAN WORDEN AFGELEID DAT ZIJ ERAAN ZAL MEEWERKEN. IN HET LICHT VAN VOORGAANDE, ZIJN WIJ VAN MENING DAT DE WEERGAVE VAN DEZE

---

<sup>104</sup> E-mail 10 september 2013, 21:47.

<sup>105</sup> E-mail 11 september 2013, 09:16.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

“UNDERSTANDING” TUSSEN BENCIS EN XEIKON THANS CORRECT IS VERWOORD IN HET POSITION STATEMENT”

## 2.8 Verder verloop tot de overname

279. Het relaas herneemt nu het verloop van de gebeurtenissen na ondertekening van de overeenkomst van 19 augustus (nr. 250).
280. Een belangrijk onderwerp van gesprek tussen Xeikon en Bencis vanaf begin september zijn de zekerheden geweest die Xeikon zou moeten verschaffen ten behoeve van Bencis. Bencis was in haar financieringsopzet kennelijk ervan uitgegaan dat Xeikon, vóórdat zij een 100% dochter van Bencis zou worden, zonder beperkingen van betekenis zekerheden kon verschaffen ten behoeve van de verkrijging van het aandelenbelang van Punch International. Vlasblom heeft op 23 augustus (15:34) Bencis erop gewezen dat er beperkingen waren aan de mogelijkheden tot het verschaffen van zekerheden zolang Bencis niet alle aandelen Xeikon had verkregen. Bencis heeft hierop geantwoord<sup>106</sup>:

“Zekerheden: de banken en hun advocaat (daarin ook gesteund door A en O) bevestigen inderdaad dat Xeikon geen zekerheden kan geven ten behoeve van lening xbc, indien Xeikon dit wel zou doen, dan is dit zowel strijdig met wetgeving op financial assistance als strijdig met belangen van minderheidsaandeelhouders.

De aankoop door xbc van de aandelen in Xeikon van Pi kunnen enkel worden verzekerd met aandelen Xeikon maar niet met activa Xeikon.

Het enige waar ze wel zekerheden kunnen nemen is op de financiering van de inkoop eigen aandelen, gezien dat deze financiering in Xeikon zal zitten. Deze zekerheden zijn wel beperkt tot bedrag dat door Xeikon wordt geleend en nooit tvv Xbc. Deze zekerheden worden pas gevestigd na opname kredieten door Xeikon.

Eenmaal 100 pct aandeelhouderschap kan wel volledig zekerheidspakket worden verschaft.”

---

<sup>106</sup> E-mail 24 augustus 2013, 10:10.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

281. Xeikon en Bencis hebben vervolgens gesproken over de mogelijkheid tot daadwerkelijke vestiging van de zekerheden, welke zekerheden Xeikon, bij monde van Vlasblom, niet aanwezig achtte, en die Bencis wel aanwezig achtte zolang de zekerheden verschaft zouden worden voor de financiering van de inkoop van eigen aandelen door Xeikon.
282. Op 2 september heeft Bencis (Graulich en Van Gessel) in een gesprek aan Vlasblom meegedeeld dat in de financieringsopzet van Bencis Xeikon een krediet van € 30 miljoen zou aantrekken voor de financiering van de verkrijging van eigen aandelen Xeikon. Verrijging zou plaatsvinden nadat Bencis het aandelenbelang van Punch International in Xeikon zou hebben verkregen. Tot zekerheid van deze financiering zou Xeikon onbeperkte zekerheden dienen te verschaffen. Vlasblom bericht aan de commissarissen dezelfde dag (12:48):
- “De zekerheden betreffen alles inclusief de IP portefeuille, we zetten de onderneming Xeikon geheel klem hiermee want Xeikon is vervolgens niet in staat om financiering aan te trekken omdat zij geen zekerheden meer heeft hiervoor.”
283. In overleg met Olde Bolhaar heeft Vlasblom LoyensLoeff gevraagd te adviseren over de mogelijkheden en grenzen van het stellen van zekerheden, ook wanneer in de loop van de volgende dagen Xeikon nadere documentatie ontving in verband met de financiering. De conclusie van LoyensLoeff was dat het verschaffen van de zekerheden, en meer in het algemeen het toetreden tot het financieringsarrangement dat Bencis had opgezet, voor Xeikon niet onrechtmatig hoefde te zijn mits, zeer samengevat weergegeven, het vennootschappelijke belang van Xeikon gediend was met het verrichten van die rechtshandelingen. Wel was LoyensLoeff van oordeel dat het stellen van onbeperkte zekerheden, ook al was het doel waarvoor de zekerheden werden gesteld legitiem, in beginsel niet in het vennootschappelijk belang van Xeikon was. LoyensLoeff heeft geadviseerd dat de rvb of de rvc een schriftelijke analyse zou maken van wat het vennootschappelijke belang inhield in de beoogde transactie<sup>107</sup>. Het document dat als basis heeft gediend

---

<sup>107</sup> LoyensLoeff maakte een voorbehoud ten aanzien van het voor het maken van de afweging bevoegde orgaan omdat de tegenstrijdige belangen binnen rvb en rvc nog nader bestudeerd moesten worden (e-mail 6 september 2013, 22:27).



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

voor het maken van deze analyse is door Graulich in overleg met Vlasblom opgesteld.<sup>108</sup>

284. Op 4 september heeft een rvc plaatsgevonden, waarbij naast alle commissarissen ook de twee bestuurders van Xeikon aanwezig waren. De notulen van die rvc luiden als volgt:

**“Agenda**

\* Bespreking van de financieringsdocumentatie die Bencis bezorgd heeft en van het memorandum van Loyens & Loeff

**Bespreking en beraadslaging**

Kees Vlasblom licht toe dat hij afgelopen maandag vanwege Bencis een document heeft ontvangen met daarin een beschrijving van de financieringsstructuur van de beoogde transactie tussen Punch International en Bencis.

Naar aanleiding van dit document heeft de heer Vlasblom een memorandum gevraagd en ontvangen van Loyens & Loeff. Dit memorandum wordt gevoegd als bijlage bij deze notulen.

Het memorandum wordt doorgenomen.

In punt 4.3 staat duidelijk dat er geen sprake is van verboden financiële steunverlening. De Voorzitter wijst naar het punt van de “voldoende vrije reserves” dat is vermeld in het memorandum. Kees Vlasblom licht toe dat er na de inkoop voldoende vrije reserves zijn. Het betreft met name voldoende vrije reserves in een fiscaal kader. De zekerheden hebben puur betrekking op de inkoop van eigen aandelen en de financiering van de inkoop eigen aandelen, dus niet op de volledige financiering van de

---

<sup>108</sup> Xeikon benadrukt dat zij een eigen analyse heeft gemaakt. Het enkele feit dat Graulich behulpzaam is geweest met het aanreiken van een verdere uitwerking van de door Xeikon zelf gemaakte afwegingen en analyse maakt dat niet anders. De door Graulich gegeven aanzet voor die verdere uitwerking borduurt voort op de door Xeikon gemaakte afwegingen en is overigens correct. (Memorandum 26 oktober 2015, p. 28)

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

acquisitie.

Belangrijk is anderzijds de continuïteit van de onderneming: er moet voor worden gewaakt dat, indien er zekerheden worden gegeven, de onderneming verder kan blijven functioneren. Na de transactie zal er, via een revolving credit facility, 10 miljoen Euro werkkapitaal ter beschikking zijn om de operaties te financieren. Kees Vlasblom licht toe dat dit voldoende moet zijn om de continuïteit van de operaties te waarborgen. De Voorzitter licht toe dat hij het problematisch vindt om zekerheden te moeten geven op het ganse bedrijf, waar er slechts een bedrag van 30 miljoen euro wordt geleend om de inkoop eigen aandelen te financieren en anderzijds 10 miljoen werkkapitaal.

De Voorzitter is van mening dat het verlenen van zekerheden op de totale onderneming niet in het belang is van de minderheidsaandeelhouders, gelet op de waarde van de financiering. Het bedrag waarvoor zekerheden worden verleend, staat naar zijn mening niet in verhouding tot het bedrag dat wordt gefinancierd.

Er wordt toegelicht dat de lening van 30 miljoen Euro en het daaraan gekoppelde zekerhedenpakket wordt ondertekend na closing van de transactie tussen Punch en Bencis, dus na 17 september 2013.

Kees Vlasblom stelt voor om aan Bencis te melden dat Xeikon bereid is om de zekerheden te verstrekken, maar enkel onder de voorwaarde dat er na de closing voldoende middelen zullen zijn om de continuïteit van de onderneming te waarborgen.

De heer Olde Bolhaar wil goed overwegen om welke redenen de vennootschap wil meewerken aan deze financiering.

Kees Vlasblom noemt een aantal voordelen, in het belang van de vennootschap:

- Bencis heeft toegang tot financiering en heeft ervaring in de branche via Stork;
- De combinatie met Stork zou Xeikon sterker kunnen maken;

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

- Door de transactie is Xeikon verlost van Accentis;
- Als Xeikon niet akkoord zou gaan, zou dit betekenen dat deze deal, die voor de kleine aandeelhouder een meerwaarde kan realiseren, niet kan plaatsvinden;
- Door de transactie is Xeikon verlost van een grootaandeelhouder die constant bij Xeikon komt aankloppen voor financiering;

De heer Olde Bolhaar sluit zich aan bij deze argumenten en is van mening dat het in het belang is van alle aandeelhouders om mee te werken aan de vraag van Bencis.

Er wordt, gelet op het voorgaande, beslist om in te gaan op de vraag van Bencis ivm het verstrekken van zekerheden in het kader van de financiering van de transactie tussen Punch International en Bencis, maar enkel onder de voorwaarde dat er na de closing voldoende middelen zullen zijn om de continuïteit van de onderneming te waarborgen.”

285. De omvang van de zekerheden is een punt van discussie gebleven. Op 7 september (08:49) schrijft olde Bolhaar aan Graulich en Vlasblom:

“Kees/Benoit

Zoals jullie weten vond ik de logica in de onderbouw van de besluitvorming nogal strijdig

In essentie zeggen wij in het betreffende document dat Xeikon meer en betere financieringsmogelijkheden zou hebben met Bencis als partner dan met Punch als partner

De feiten spreken dit tegen nl Xeikon moet nu een hogere rente betalen en het hele bedrijf als zekerheid geven.

Dus kunnen we dit punt niet als zodanig opnemen als een positief argument om de transactie te steunen

Stel voor dit punt te adresseren langs de volgende lijnen

(1) De thans voorgestelde financiering is met name bedoeld voor de inkoop van eigen aandelen in het kader vd totale transactie (30 vd 40 mln)

(2) Voor het financieren van dit soort transacties gelden andere risico profielen (en dus andere opslagen en zekerheden ) dan voor het financieren van een goed lopende operatie

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

(3) In het contract is voorzien dat Xeikon zelf voor financiering mag zorgen, de betreffende lening kan aflossen, de verbonden zekerheden kan vrijmaken en de financieringskosten weer terugbrengen naar een normaal nivo passend bij de operatie  
Gaarne even een telefoontje”

286. Graulich heeft het bericht aan Vlasblom en Calluy doorgestuurd (13:04) met de mededeling: “Dit gaat niet werken. Wanneer kunnen we even telefonisch overleggen”

287. Op 8 september, 12:44 heeft Graulich aan Vlasblom geschreven:

“Beste Kees,  
In bijlage document. Ik heb verkozen het zeer eenvoudig te houden. We zouden er als (door Herman te paraferen) bijlage wel het ontwerp van notulen moeten bijzetten dat ik je donderdag heb doorgestuurd.<sup>109</sup> Op die manier heb ik voldoende comfort dat alles na closing in orde komt. Banken wachten nog op ons groen licht om execution copies te maken. Indien ik de handtekeningen heb deze avond of morgenochtend, dan zouden we de timing moeten halen”<sup>110</sup>

288. Vlasblom en Olde Bolhaar hebben dit document onder voorwaarde getekend en op 10 september (22:56) aan Graulich gestuurd. De voorwaarde hield in dat zij aan het document een met de hand geschreven tekstdeel hebben toegevoegd, dat luidt:

“Wij hebben de bankendocumentatie op zondag 8 september ontvangen.

---

<sup>109</sup> Noot onderzoeker: dit is het document bedoeld in nr. 283.

<sup>110</sup> De tekst van het bijgevoegde document luidt:

“Verbintenis

De heer Vlasblom in zijn hoedanigheid van bestuurder van Xeikon NV verbindt zich ertoe, onder voorbehoud van het doorgaan van de verkoop van aandelen in Xeikon NV door Punch International NV aan XBC BV om de toetredingsbrieven (accession letters) aan de facilities agreement van 10 september te tekenen op 17 september.

De heer Olde Bolhaar in zijn hoedanigheid van lid van de raad van commissarissen, verbindt zich ertoe, onder voorbehoud van het doorgaan van de verkoop van aandelen in Xeikon NV door Punch International NV aan XBC BV om dit te aanvaarden op basis van de argumentatie van de notulen in bijlage. Deze notulen zullen op 17 september worden aanvaard en ondertekend door alle leden van de raad van commissarissen van Xeikon NV.

De heer Vlasblom / de heer Olde Bolhaar

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Wij zullen de bovengenoemde brieven ondertekenen nadat wij middels een eigen en externe consultatie alle boeken documentatie hebben beoordeeld.

Ondertekening vind plaats na een in onze ogen positieve beoordeling.”

289. Graulich heeft met deze voorwaarde geen genoegen genomen en gevraagd om ondertekening van een onvoorwaardelijke tekst (11 september, 00:51). Hierop heeft olde Bolhaar geantwoord geen problemen met een onvoorwaardelijke tekst te hebben mits Graulich kon bevestigen dat de afspraken gemaakt tussen olde Bolhaar en Van Gessel tijdens een meeting in de bankdocumentatie gereflecteerd waren (06:13). Graulich schreef terug (07:02):

“Beste Herman, Dit document is vanzelfsprekend in overeenstemming met de discussie die we met Zoran hadden en met de nota van a en O”<sup>111</sup>

290. Het document is vervolgens door olde Bolhaar en Vlasblom ongeclausuleerd ondertekend.
291. Op dezelfde dag (11 september) zou Xeikon een persbericht publiceren waarin zij haar visie op de transactie bekend zou maken. olde Bolhaar schrijft daarover aan LoyensLoeff (05:04):

“Peter

Kun jij mij zeer kort uitleggen waarom wij wij dit persbericht uit moeten sturen

Ik heb met name grote problemen omdat in de bank docs clausules staan waarvan iedereen zal zeggen dat deze overduidelijk niet in de corporate interest van Xeikon zijn

Volgens mij mag ik dat als commissaris niet doen

Als dit volgens jou wel mag heb ik geen probleem

Gaarne een snelle reactie”<sup>112</sup>

---

<sup>111</sup> Allen & Overy, advocaat van Bencis.

<sup>112</sup> Xeikon heeft hierover opgemerkt: “Olde Bolhaar kan zich niet meer herinneren of hij specifieke clausules op het oog had. In de e-mail sprak olde Bolhaar een zorg uit dat in de financieringsdocumentatie onvoldoende duidelijk was vastgelegd dat de door Xeikon te verstrekken zekerheden alleen betrekking zouden hebben op het deel van de financiering dat aan Xeikon zou toekomen. Olde Bolhaar is in die zorg gerustgesteld door de mededeling van Graulich 2 uur later in de e-mail d.d. 11 september 2013, (07:02) waarnaar de onderzoeker verwijst in (...) [nr. 289].

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

292. In de tussentijd zijn bij de voorbereiding van de position statement van Xeikon over de verkrijging van het aandelenbelang van Punch International in Xeikon door Bencis twee kwesties op tafel gekomen die relevant zijn voor de beoordeling van het proces van besluitvorming door Xeikon over de transactie: (i) het eventuele tegenstrijdig belang van Vlasblom en (ii) het al of niet “aan de zijlijn” zijn gebleven door Xeikon, in het bijzonder door de rvc, bij de transactie tussen Punch International en Bencis. Het verslag besteedt nu aan deze kwesties aandacht.

*(i) Het tegenstrijdig belang van Vlasblom*

293. Vanaf de eerste gesprekken met elke geïnteresseerde bidder was het standpunt van Xeikon dat de gehele rvb en twee van de drie commissarissen een tegenstrijdig belang hadden bij de overname dat met zich bracht dat zij – althans wat betreft de hier relevante periode na 1 januari 2013 – niet konden deelnemen aan de beraadslaging en besluitvorming over de transactie.
294. In het geval van Vlasblom bestond het tegenstrijdig belang uit het feit dat, kort gezegd, hij door de overnemers was uitgenodigd om deel te blijven uitmaken van het management van Xeikon indien de overname zou slagen. In het geval van Bencis heeft Vlasblom bovendien al in een vroege fase van de overname overeenstemming bereikt over zijn deelname in het kapitaal van de overnemende vennootschap (nr. 214).
295. In lijn met dit standpunt heeft LoyensLoeff een besluit voorbereid waarin de rvc in de persoon van alleen oude Bolhaar kort gezegd vaststelde dat alle bestuurders en alle commissarissen behalve oude Bolhaar zelf ter zake van de overname van Xeikon door Bencis geconflicteerd waren en dat besluitvorming daarover alleen door oude Bolhaar zou geschieden. Tevens werd in het besluit een *transaction committee* bestaande uit Vlasblom, Deschuytere, Calluy en oude Bolhaar zelf ingesteld. Deze commissie had tot taak oude Bolhaar te adviseren over de overname. Het besluit is

---

(...). In die e-mail bevestigde Graulich aan oude Bolhaar dat de door Xeikon te verstrekken zekerheden beperkt zouden zijn tot het voor haar zelf bestemde deel van de financiering (...). M.a.w.: de zorg van oude Bolhaar is voorafgaand aan het uitbrengen van de *position statement* weggenomen.” (Memorandum 26 oktober 2015, p. 40)

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

getekend door alle leden van de commissie maar niet door oude Bolhaar (ook niet in hoedanigheid van commissaris).

296. Ook in lijn met voornoemd standpunt zijn enkele belangrijke stappen in het overnameproces die nauw samenhangen met de bestuurstaak formeel door oude Bolhaar alleen gezet (nr. 325).
297. LoyensLoeff heeft tijdens een overleg met Xeikon op 4 september begrepen dat, bij nader inzien, Vlasblom mogelijk niet geconflieerd was omdat hij sinds begin juni niet langer in gesprek met Bencis was over, kort gezegd, een vermogensrechtelijk belang in verband met de Overname en hij ook niet anderszins een persoonlijk belang had bij de uitkomst van de Overname. LoyensLoeff heeft Xeikon gevraagd te bevestigen dat er inderdaad geen sprake was van een persoonlijk belang bij Vlasblom. Op de vraag of er met Vlasblom niet wordt gesproken over zijn positie en/of over zijn arbeidsvoorwaarden binnen Xeikon postclosing en na de delisting antwoordt hij (10 september, 17:04): “klopt sinds begin juni is hierover niets besproken tussen Kees en Bencis” en op de vraag of hem enige vergoeding in het vooruitzicht is gesteld door Xeikon dan wel Punch International bij het slagen van de transactie: “klopt formeel ligt per heden er niets vast hieromtrent, staat even los dat hierover na 17 september wel een gesprek over zal plaatsvinden (gewoon om transparant te zijn)”. oude Bolhaar heeft deze weergave van Vlasblom desgevraagd onderschreven (10 september, 18:50). Xeikon heeft de onderzoeker laten weten dat Vlasblom (achteraf) meent dat hij zijn antwoord toen te haastig en te stellig heeft geformuleerd.
298. Uiteindelijk is in de position statement van 11 september 2013 het volgende gesteld over het tegenstrijdig belang van Vlasblom:

“Although Mr Vlasblom, like Mr Vanhoutte, is also a member of the management board of Punch, his position as management board member of Punch does not result in a (potential) conflict of interest in respect of the Transaction as (i) at the level of Punch, Mr Vlasblom has been entirely excluded from the decisionmaking process and ancillary deliberations regarding the Transaction and (ii) Mr Vlasblom has not in any way been incentivised or disincentivised by either Punch or Bencis to approve or disapprove of the Transaction.”

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

*(ii) Het al of niet “aan de zijlijn” zijn gebleven*

299. Op 8 september (00.07) heeft LoyensLoeff een kopie ontvangen van de fairness opinies van Petercam en van diverse notulen van vergaderingen van de rvc van Xeikon in de maanden juli en augustus. De notulen waren niet ondertekend. LoyensLoeff heeft erop gewezen dat in de notulen passages voorkwamen waaruit blijkt dat geconflicteerde personen deelgenomen hebben aan de beraadslaging en besluitvorming over onderwerpen die het tegenstrijdig belang betroffen. Voorts blijkt daaruit dat besluitvorming zou hebben plaatsgevonden die indruiste tegen het beleid om “aan de zijlijn” te blijven, zoals goedkeuring van de carve out en steun aan het bod.
300. De tekst van de notulen is vervolgens aangepast. In **Bijlage 11** zijn de oorspronkelijke tekst en de aangepaste tekst naast elkaar gezet. Op de verschillen tussen de twee versies wordt verderop in het verslag ingegaan (IV-4).

## 2.9 Slot

301. Op 17 september heeft de BAVA van Xeikon plaatsgevonden waarin over de overname is beraadslaagd en beslist. Drie dagen later heeft Bencis het Xeikon-belang van Punch International overgenomen. Op 6 november heeft Bencis het openbaar bod gedaan op alle nog uitstaande aandelen Xeikon.
302. Vlasblom is in oktober teruggetreden als bestuurder van Xeikon.

## 3 Rationale van de Overname en perspectief van de onderzoeker

303. De onderzoeker zal hieronder zijn bevindingen weergeven over die aspecten van de Overname die naar zijn oordeel onderzocht dienen te worden. Voordat hij dat doet, gaat hij in op twee kwesties die met elkaar samenhangen en die voor een deel de inhoud van de onderzoeksopdracht, en daarmee van dit verslag, bepalen: de rationale van de Overname en het perspectief van waaruit de onderzoeker dit verslag schrijft.



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

304. De onderzoeker acht het voldoende aannemelijk dat de Overname op een gezonde zakelijke achtergrond berustte. Kern van de Overname was de verandering van controlerende aandeelhouder en bevrijding uit de Accentis last. In dat opzicht was de Overname zakelijk gerechtvaardigd: de invloed van Punch International op Xeikon heeft voor Xeikon in de onderzoeksperiode meer nadelen dan voordelen opgeleverd. Xeikon zelf spreekt over “de onwenselijke situatie dat Xeikon ‘*gesandwiched*’ was tussen Punch International en Accentis”.<sup>113</sup> De beslissing om onder de invloed van een andere aandeelhouder te geraken is zeker te billijken. Hierbij moet worden aangetekend dat de negatieve invloed van Punch International zich vooral in de periode 2008 - eind 2009 heeft doen gevoelen en dat vanaf het einde van 2009, met de veranderingen in de directie van Xeikon en de referentieaandeelhouder in Punch International, de situatie verbeterd is. De onderzoeker neemt daarom in het onderstaande tot uitgangspunt dat de Overname voor Xeikon op een gezonde rationale berustte.
305. Het gegeven dat de Overname voor Xeikon, kort gezegd, principieel in orde was, neemt niet weg dat bij de uitvoering ervan kanttekeningen zijn te plaatsen, die er in de kern op neerkomen dat de belangen van de minderheidsaandeelhouders in het overnameproces onvoldoende gewaarborgd zijn geweest. Met een praktisch geheel geconflicteerde rvb en rvc en een dominante meerderheidsaandeelhouder bestond vanaf het begin een groot risico dat de belangen van de minderheidsaandeelhouders onvoldoende aan bod zouden komen.
306. De onderzoeker acht het niet zijn taak inhoudelijke uitspraken te doen over de hoogte van de prijs die Bencis betaald heeft voor de aandelen Xeikon of over de methodiek die voor de berekening ervan gebruikt is. Hij acht het wel zijn taak te beoordelen of het proces van prijsvorming vanuit vennootschapsrechtelijk perspectief correct is verlopen. Vanuit dat perspectief bezien komt de onderzoeker tot de conclusie dat dat proces enkele belangrijke tekortkomingen vertoont. De tekortkomingen betreffen de omgang met tegenstrijdige belangen, het gebrek aan regie door de organen van Xeikon, het onvoldoende informeren van de markt en de mogelijke bevoordeling van Punch International ten koste van de minderheidsaandeelhouders. Het verslag gaat in het hierna volgende op deze kwesties in.

---

<sup>113</sup> Memorandum 15 februari 2016, p. 45.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

#### 4 Tegenstrijdige belangen tijdens de Overname

307. De onderzoeker acht de vaststelling van het al of niet bestaan van tegenstrijdige belangen tussen bestuurders en commissarissen enerzijds en de vennootschap anderzijds van groot belang. In een proces als de Overname dienen de personen die namens de vennootschap besluiten over dat proces nemen een onafhankelijke positie in te nemen, vrij van dienst aan elk ander belang dan het belang van de vennootschap. De problematiek van het tegenstijdig belang wordt voorts in de onderzoekbeschikking als één van de omstandigheden behandeld die doen twifelen aan de juistheid van de gang van zaken bij Xeikon in verband met de te onderzoeken onderwerpen.
308. De problematiek van het tegenstrijdige belang kent een eigen accent in het feit dat Cok, via Summa, gedurende de Overname meerderheidsaandeelhouder van Punch International was en via Punch International in Xeikon. Het indirecte aandeelhouderschap van Cok maakt dat de verhouding tussen moeder Punch International en dochter Xeikon kan worden beïnvloed door belangen die als groepsbelangen worden gepresenteerd, maar die belast kunnen zijn door persoonlijke belangen van de indirecte aandeelhouder. Zo zou het positieve effect van de verkoop van het Accentis Belang – welke verkoop zakelijk zeker gerechtvaardigd kon zijn – voor Xeikon een schaduwzijde kunnen krijgen indien zou blijken dat dat belang aan Punch International voor een te lage prijs is verkocht.<sup>114</sup> De te lage verkoopprijs zou de aandeelhouders Punch International, onder wie de controlerende aandeelhouder Cok, indirect een voordeel doen toekomen die bij een hogere verkoopprijs ook aan andere aandeelhouders Xeikon zou zijn toegekomen. Bij het indirect aandeelhouderschap in Punch International komt voorts dat Cok sinds 14 mei 2010 op eigen naam lid van de rvb van Accentis was. Sinds 20 februari 2013 was hij dat als vertegenwoordiger van Xeikon (en niet langer op eigen naam), om vervolgens na de Overname, met ingang van 27 september 2013, weer lid op eigen naam te worden.<sup>115</sup> Ook deze betrokkenheid bij Accentis was een bron van potentieel tegenstrijdig belang in de uitoefening van zijn functie als commissaris in Xeikon.

---

<sup>114</sup> De onderzoeker roept in herinnering dat het Accentis Belang de Accentis Vordering en de Accentis Deelneming inhoudt.

<sup>115</sup> Zie voor deze gegevens de jaarrekeningen van Accentis 2011 (p. 81), 2012 (p. 67) en 2013 (p. 65).

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

309. Het verslag gaat hierna ook in op de positie van de president commissaris, olde Bolhaar, van wie zowel uit hoofde van zijn functie als vanwege het feit dat hij de enige niet geconflieeerde persoon onder de bestuurders en commissarissen was bijzondere waakzaamheid mocht worden verwacht.
310. Het verslag besteedt geen aandacht aan de positie van commissaris Vanhoutte omdat zijn rol bij de Overname zeer marginaal is geweest.
311. Bij het voorgaande betreft de onderzoeker het feit dat Xeikon een beursgenoteerde onderneming was, waarbij de eisen van transparantie en onafhankelijkheid van oordeel bij bestuurders en commissarissen zwaarder wegen dan bij een niet genoteerde vennootschap.
312. De onderzoeker neemt als maatstaf voor de beoordeling van de omgang met tegenstrijdige belangen de bepalingen van het positieve recht en de statuten en het reglement van de rvb en rvc van Xeikon. De bepalingen van het reglement luiden voor de rvc:

“Een lid van de Raad van Commissarissen meldt een (potentieel) tegenstrijdig belang dat van materiële betekenis is voor de vennootschap en/of voor het betrokken lid onmiddellijk aan de voorzitter van de Raad van Commissarissen en verschaft daarover alle relevante informatie, inclusief de relevante informatie betreffende zijn echtgenote, geregistreerde partner of een andere levensgezel, pleegkind en bloed- en aanverwanten tot in de tweede graad. De Raad van Commissarissen besluit buiten aanwezigheid van het betrokken lid van de Raad van Commissarissen, of sprake is van een tegenstrijdig belang.

Een tegenstrijdig belang bestaat in elk geval wanneer de vennootschap voornemens is een transactie aan te gaan met een rechtspersoon (i) waarin een lid van de Raad van Commissarissen persoonlijk een materieel financieel belang houdt; (ii) waarvan een bestuurder een familierechtelijke verhouding heeft met een lid van de Raad van Commissarissen of (iii) waarbij een lid van de Raad van Commissarissen een bestuursfunctie of toezichthoudende functie vervult.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Een lid van de Raad van Commissarissen neemt niet deel aan de discussie en de besluitvorming over een onderwerp of transactie waarbij hij een tegenstrijdig belang heeft met de vennootschap.”<sup>116</sup>

### 4.1 Vlasblom

313. Het overnameproces is in september 2012 begonnen, maar de hier relevante periode zijn de maanden januari - oktober 2013.<sup>117</sup> Hierna wordt eerst een kort chronologisch overzicht gegeven van de besluitvorming over dit (potentieel) tegenstrijdig belang. Vervolgens geeft de onderzoeker zijn bevindingen weer.

#### *Chronologie*

314. De besluitvorming is als volgt verlopen.
315. Op 29 januari heeft de rvb van Punch International, op verzoek van Vlasblom zelf, besloten om Vlasblom op non actief te stellen “naar aanleiding van en in verband met de initiële overnamegesprekken m.b.t. Xeikon NV waarover in het persbericht van 8 januari 2013 werd gecommuniceerd.”<sup>118</sup> In de visie van Xeikon, die ook in de processtukken is verwoord, zou deze schorsing tot gevolg hebben dat Vlasblom in de hoedanigheid van bestuurder van Xeikon niet geconflicteerd was.

---

<sup>116</sup> Jaarrekening 2012, p. 76. De bepaling voor de rvb luidt (p. 83): “Een lid van de Raad van Bestuur zal (i) niet in concurrentie met de vennootschap treden, (ii) geen (substantiële) schenkingen van de vennootschap voor zichzelf, voor zijn echtgenote, geregistreeerde partner of een andere levensgezel, pleegkind of bloed- of aanverwant tot in de tweede graad vorderen of aannemen, (iii) ten laste van de vennootschap derden geen ongerechtvaardigde voordelen verschaffen, en (iv) geen zakelijke kansen die aan de vennootschap toekomen voor zichzelf of voor zijn echtgenote, geregistreeerde partner of een andere levensgezel, pleegkind of bloed- of aanverwant tot in de tweede graad benutten.

Een lid van de Raad van Bestuur meldt een (potentieel) tegenstrijdig belang dat van materiële betekenis is voor de vennootschap en/of voor het betrokken lid terstond aan de voorzitter van de Raad van Commissarissen en de overige leden van de Raad van Bestuur en verschaft daarover alle relevante informatie, inclusief de relevante informatie inzake zijn echtgenote, geregistreeerde partner of een andere levensgezel, pleegkind en bloed- en aanverwanten tot in de tweede graad. De Raad van Commissarissen besluit buiten aanwezigheid van het betrokken lid van de Raad van Bestuur, of sprake is van een tegenstrijdig belang.”

<sup>117</sup> Alle data in dit onderdeel betreffen het jaar 2013, tenzij anders blijkt.

<sup>118</sup> Besluit Punch International van 29 januari 2013.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

316. Begin april zou de rvc van Xeikon – op advies van de juridisch adviseur van Xeikon – een besluit buiten vergadering hebben genomen waarin, kort gezegd, de rvc constateert dat er een tegenstrijdig belang is bij Cok en Vanhoutte als commissarissen en bij Vlasblom als enig bestuurder, waardoor de besluitvorming over de Overname alleen door olde Bolhaar dient te geschieden.<sup>119</sup> Over de positie van Vlasblom wordt overwogen:

“(C) The Supervisory Board has been informed by Mr. C. Vlasblom, the sole member of the Management Board, about his (potential) conflict of interest in respect of the Potential Transaction, which results from the facts that (i) he is also a member of the management board of the Company’s majority shareholder Punch International NV and (ii) the Interested Party has offered him to, post-settlement of the Potential Transaction, continue his employment with the Company in his current position and participate in the capital of the newly to be incorporated holding company through which the Interested Party considers making the public takeover bid for all shares in the capital of the Company.”

317. Op 13 juni heeft de rvc Xeikon besloten dat Vlasblom niet langer als bestuurder geconflieerd was. De notulen luiden in de definitieve versie:

“T.a.v. Kees Vlasblom geldt vanaf begin juni dat niet langer sprake is van een (mogelijk) tegenstrijdig belang, omdat – anders dan ten tijde van de rechtstreekse gesprekken tussen Xeikon en Bencis over een mogelijk bod – niet langer tussen Kees Vlasblom en Bencis wordt gesproken over het in het vooruitzicht stellen van een vergoeding bij het slagen van de transactie en/of een “sweetener” in de vorm van aandelen en dergelijke en hij bij Punch v.w.b. de besluitvorming reeds op non-actief is gesteld gezien zijn dubbele positie als bestuurder bij Punch en Xeikon. Daarom zal Kees Vlasblom vanaf heden, naast de heer Olde Bolhaar, kunnen participeren in de beraadslagingen en besluitvorming t.a.v. project Apache.”

---

<sup>119</sup> Vanwege de tegenstrijdige belangen bij de andere commissarissen diende het besluit door olde Bolhaar alleen te worden genomen. Het besluit is op schrift gesteld maar is niet door hem ondertekend. Volgens Xeikon en olde Bolhaar is het ontbreken van de handtekening en onbedoelde omissie.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

318. Op 17 september maakte Punch International bekend dat Vlasblom en Maes hun ontslag als bestuurder van Punch International met ingang van 20 september indienden. Punch International heeft de ontslagen aanvaard. Als reden voor het ontslag hebben Vlasblom en Maes aangevoerd dat zij zich volledig wilden concentreren op hun rol van respectievelijk CFO en CEO bij Xeikon.
319. Eén maand later is Vlasblom teruggetreden als bestuurder van Xeikon.

### *Bevindingen*

320. De onderzoeker stelt voorop dat hij geen aanleiding heeft gevonden om te twijfelen aan de integriteit van Vlasblom en van zijn motieven bij het handelen in de context van de Overname. Dit neemt niet weg dat zijn optreden, naar het oordeel van de onderzoeker, niet goed te rijmen is met de standpunten die Xeikon ten aanzien van het al of niet geconflieerd zijn van Vlasblom heeft ingenomen.
321. Een eerste ongerijmdheid ziet de onderzoeker in de besluiten van de rvc van enerzijds april en anderzijds juni. In het april-besluit worden als reden voor de aanwezigheid van een tegenstrijdig belang genoemd (i) het lidmaatschap van de rvb van Punch International en (ii) de toezegging door Bencis aan Vlasblom van enige vorm van continuïteit als bestuurder van Xeikon. In het juni-besluit wordt aangevoerd dat omstandigheid (ii) is vervallen, maar wordt niets gezegd over omstandigheid (i), die niet was veranderd ten opzichte van april.
322. Volgens Xeikon berust de zojuist gesignaleerde discrepantie op een vergissing. Ten onrechte was in het rvc besluit van april de vermelding van het lidmaatschap van de rvb van Punch International blijven staan, omdat Vlasblom al op 29 januari bij Punch International op non actief was gesteld. De onderzoeker deelt dit standpunt niet, reeds omdat hij het oordeel van de OK in de onderzoeksbeschikking (ro. 3.21) deelt dat de schorsing van Vlasblom in zijn bestuurschap van Punch International het belangenconflict in zijn hoedanigheid van bestuurder van Xeikon niet opheft.<sup>120</sup>

---

<sup>120</sup> Xeikon heeft aan de onderzoeker bericht dat Vlasblom zijn lidmaatschap van de rvb van Punch International op 29 januari de facto heeft beëindigd (Memorandum 15 februari 2016, p. 29). De onderzoeker komt deze stellingname te absoluut over. De documentatie laat zien dat Vlasblom op zijn minst enige betrokkenheid heeft gehad bij Punch International, en wel in hoedanigheid van bestuurder: telefonische rvb van 12 maart 2013 (enig onderwerp: de Overname); telefonische rvb

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

323. In de tweede plaats acht de onderzoeker onvoldoende aangetoond dat begin juni de tegenstrijdigheid van belangen zou zijn verdwenen. Vlasblom en Bencis hadden in maart voldoende overeenstemming bereikt over de positie van Vlasblom na afloop van de Overname om hem als geconflieerd bestuurder te beschouwen. Dat blijkt uit het zojuist aangehaalde april-besluit, uit de correspondentie die Vlasblom en Maes in februari en maart met Bencis over hun participatie hebben gevoerd en uit het feit dat hij nog in september verklaarde uit de rvb van Punch International treden om zich volledig te kunnen concentreren op zijn rol van CFO bij Xeikon.<sup>121</sup> Ook de vaststelling van het vervallen zijn van de tegenstrijdigheid van belangen in de notulen van de rvc van Xeikon wekt bevreemding. In de eerste versie van de notulen, die enkele dagen na de vergadering is opgemaakt, kwam het vervallen zijn van het tegenstrijdig belang niet voor. Pas bij de herziening van de notulen in september, toen de juridisch adviseur van Xeikon erop wees dat vanaf juni mogelijk geen tegenstrijdig belang meer bestond, is de hiervoor geciteerde passage in de notulen opgenomen.<sup>122</sup>
324. Nog op 22 augustus, bij gelegenheid van de publicatie van een persbericht over het standpunt van Xeikon over de Overname, werd in een (uiteindelijk niet gepubliceerd conceptpersbericht) gesteld:

### **“Tegenstrijdig belang bestuurders en commissarissen**

---

van 11 april 2013 (één van de twee onderwerpen was het aanvragen van een fairness opinie inzake de Overname); ondertekening exclusiviteitsovereenkomst met Goss (em van Calluy van 9 mei 2013 (5:46): “Kees, wil je aub zowel voor PI als voor Xeikon exclusiviteit ondertekenen?”); revisie door Punch International af te geven garanties (em van Calluy van 2 juli 2013 (17:15): “Kees, (...) Laat ons misschien morgenvoormiddag de tijd nemen om door alle documenten heen te gaan.”); ondertekening namens Punch International van een *undertaking* jegens banken die Xeikon financieren (em RBS 10 juli 2013 (16:34): “... the Lenders have expressed their disappointment on the news that the sale of Xeikon NV has been delayed. It is therefore the position of the Lenders that a written undertaking from Punch International is needed in which Punch International acknowledges and respects the limitations that Xeikon N.V. have agreed with its Lenders with respect to the IC Contract. I trust you are able to provide us with such written undertaking.” Vlasblom verschaft in hoedanigheid van CEO van Punch International de gevraagde *undertaking* (em 11 juli 2013 (13:37)).

<sup>121</sup> Jaarrekening Punch International 2013, p. 32.

<sup>122</sup> Xeikon heeft de onderzoeker erop gewezen dat zij en Vlasblom aan dit standpunt van de juridisch adviseur het vertrouwen mochten ontlenuen dat Vlasblom vanaf juni niet langer geconflieerd was (Memorandum 15 februari 2016, p. 28).

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

### *Directie*

De directie bestaat uit twee leden: de heer Deschuytere (CEO) en de heer Vlasblom (CFO). Beide heren hebben een (potentieel) tegenstrijdig belang bij de Transactie en het daarop volgende Verplichte Bod, welk er in het geval van de heer Deschuytere uit bestaat dat Bencis heeft aangegeven hem [●na afwikkeling van het Verplichte Bod] te wil vervangen, en er in het geval van de heer Vlasblom uit bestaat dat hij tevens bestuurder is van grootaandeelhouder Punch en bovendien een aanbod van Bencis heeft gekregen na afwikkeling van het Verplichte Bod aan te blijven als CFO onder verwerving van een (indirect) belang in Xeikon.”<sup>123</sup>

325. Tot slot blijkt uit de documentatie dat in de voor de Overname cruciale periode juni-augustus Vlasblom niet de inhoudelijk actieve rol heeft gespeeld die eigen is aan een bestuurder die volop in functie is. Uit de e-mailcorrespondentie, de interviews en de belangrijkste stukken in de periode rondom de verkrijging door Bencis van het meerderheidsbelang in Xeikon (juli-augustus 2013) blijkt dat, als er een aanspreekpunt over inhoudelijke kwesties bij Xeikon was, die aanspreekpunt oude Bolhaar was, wat op zich past in het beleid dat aan het april-besluit ten grondslag lijkt te liggen. De e-mailcorrespondentie laat er geen twijfel over bestaan dat in deze periode de rol van Vlasblom instrumenteel is en die van oude Bolhaar besluitvormend. Daarnaast zijn de fairness opinies aan de rvc gericht en is daarover door de rvc, althans door oude Bolhaar, beslist; is de brief van 18 juli, waarin Punch International de principiële medewerking van Xeikon aan de carve out vraagt, aan oude Bolhaar gericht en is (conditioneel) alleen door hem getekend (nr. 243); is de brief van 19 augustus, waarin Xeikon welomschreven verplichtingen op zich neemt, aan oude Bolhaar gericht en is de brief eveneens alleen door oude Bolhaar getekend (nr. 375.j). Graulich heeft, tot slot, tijdens een interview opgemerkt:

“O: dus XBC wilde per se de steun hebben van Xeikon; wie in concreto bij Xeikon, oude Bolhaar?

BG: het was enkel oude Bolhaar... want uiteindelijk het was de enige tegenpartij die wij hadden...was oude Bolhaar.”

Deze houding ligt in zoverre in de lijn van bijv. de ondertekening op 26 januari namens Xeikon door oude Bolhaar alleen van een *exclusivity undertaking* met

---

<sup>123</sup> Het conceptpersbericht is opgenomen als Bijlage 10.



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Bencis, vanwege het potentiële tegenstrijdige belang van Vlasblom, maar past niet bij een bestuurder die volledig in functie is.

326. Xeikon heeft deze visie op de positie van Vlasblom bestreden. Volgens haar opereerden oude Bolhaar en Vlasblom in de periode juni t/m september als tandem waarbij zij veelvuldig, meerdere keren per dag, (met name) telefonisch contact met elkaar hadden om alles door te spreken. Ieder vanuit hun eigen rol: Vlasblom als bestuurder en oude Bolhaar als commissaris. Voorts wijst Xeikon erop dat Vlasblom in september de benodigde documentatie medeondertekende (zekerheden, besluitvorming rvb...<sup>124</sup>). Hierover merkt de onderzoeker op dat het veelvuldige overleg tussen Vlasblom en oude Bolhaar niet afdoet aan de perceptie die in ieder geval tot begin september binnen en buiten Xeikon bestond dat oude Bolhaar als enig niet geconflicteerde persoon exclusief bevoegd was en dat de rol van Vlasblom instrumenteel was. Het mag zo zijn dat Vlasblom vanaf september wel formeel de rol heeft ingenomen die bij een bestuurder past. Dat gebeurde echter nadat de juridisch adviseur van Xeikon zich op 10 september op het standpunt stelde dat Vlasblom mogelijk niet geconflicteerd was. Tegen die tijd had de Overname de facto een onomkeerbaar karakter gekregen.

### *Conclusie*

327. De onderzoeker acht het meest aannemelijk dat tot begin september alle betrokkenen ervan uit gingen dat Vlasblom geconflicteerd was en dat hij daarom zich moest onthouden van deelneming aan de besluitvorming over kwesties in verband met de Overname. Het is niet gebleken dat, zoals Xeikon heeft aangevoerd, vanaf begin juni Vlasblom niet langer geconflicteerd was. Ook in de cruciale fase van de Overname rondom de verkrijging van het meerderheidsbelang door Bencis (juni-juli) was een commissaris (oude Bolhaar) en niet Vlasblom, als niet geconflicteerde bestuurder, de persoon die Xeikon ter zake van de Overname leidde.

## 4.2 Cok

---

<sup>124</sup> Memorandum 15 februari 2016, p. 29-30.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

328. Cok had al vóór zijn benoeming als commissaris in mei 2011 belangrijke invloed binnen Xeikon.<sup>125</sup>
329. Bij de Overname heeft hij een doorslaggevende rol gespeeld. Het is zeer aannemelijk dat zonder zijn instemming de Overname niet zou zijn doorgegaan. Alle geïnteresseerde partijen (Gilde, Bencis en Goss) hebben hem aan het begin van het proces enige vorm van commitment voor het welslagen van de overname gevraagd.<sup>126</sup> Met Bencis heeft hij een *exclusivity undertaking* ondertekend die onder meer luidde:

“You acknowledge that your co-operation will be essential to successfully realize the Potential Transaction. You agree to procure and use all the influence you can yield so that PI and Xeikon comply with the Exclusivity Agreements. You shall also not, directly or indirectly, enter into, initiate,

---

<sup>125</sup> Ter illustratie kan worden gewezen op een e-mail van Karel van de Klok (overleden schoonzoon van Cok) aan Vlasblom van 21 Jan 2011: “Hallo Kees Gerard heeft denk ik uitgelegd wie ik ben. Heb jij financiële info van pi en pg [Punch International en Punch Graphix, onderzoeker] voor mij om te bestuderen? Vooral de cash flow interesseert mij en de bankenposities.” en op een e-mail van 11 maart 2011 van Vlasblom aan Cok: “Gerard, vandaag hebben we een aanzienlijke hoeveelheid aandelen kunnen kopen tegen een prijs van 3,48. Hiermee komt het totaal over de periode 28 februari tot op heden op afgerond 103.000 stukken. Cumulatief zitten we op 2,7 mio (2.602.705 + 103.000).

Volgende week ga ik door tot ik de eerste schijf van 500keur inkoop aan eigen aandelen heb afgerond.

Gerard, heb je volgende week tijd om een aantal zaken te bespreken:

- Plan van aanpak Accentis
  - 26.7 mio openstaande vordering > verkopen van de vordering op de kapitaalmarkt heeft geen zin, enorme discount vanwege imago Accentis
  - eruit halen van de PGX panden > plussen en minnen bespreken
- Inkoop eigen aandelen voor 5 MEUR indien mogelijk afronden in de periode juni - september > situatie is dan 20% publiek (circa 6 mio aandelen) > bod doen tegen 4,00 euro betekent dat we circa 25 MEUR nodig hebben”. Cok en Xeikon hebben de onderzoeker bericht dat deze correspondentie geen bevreesding hoeft te wekken omdat zij past bij de voorbereiding van Cok op de benoeming als commissaris. De onderzoeker acht deze verklaring niet overtuigend omdat Cok al in 2009 van informatie werd voorzien, ook van vertrouwelijke aard.

<sup>126</sup> Cok heeft hierover opgemerkt: “Deze redenering gaat mank. Dat andere partijen het prettig vonden om commitment van Cok, als adviseur van Summa, te hebben, zegt niet meer dan dat deze partijen daar belang aan hechtten.” (Notitie 16 februari 2016, p. 28). Uit de tekst van de *undertakings* die de bieders hebben gevraagd, en Cok heeft gegeven, blijkt genoegzaam dat de commitment die van Cok werd gevraagd de commitment van een aandeelhouder, en niet van een adviseur, was. Dat dit ook voor Cok duidelijk was, blijkt uit zijn verklaring aangehaald in nr. 100 sub ii).

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

facilitate or continue discussions with any other person relating to a Competing Transaction (as defined in the Exclusivity Agreements); not vote in favour of, otherwise approve, facilitate or enter into any agreement or arrangement with any other person relating to a Competing Transaction; not, directly or indirectly, seek, solicit, endorse, support or accept (whether conditional or otherwise) any offer from any other person in relation to a Competing Transaction; and not, directly or indirectly, otherwise initiate or take any action to frustrate the Potential Transaction. You shall promptly inform us if you are approached (directly or indirectly) by any other person with a proposal for a Competing Transaction or if you become aware of any action undertaken by any other person in preparation or furtherance of a Competing Transaction.”

330. Uit de documentatie blijkt dat hij tijdens de Overname een actieve rol heeft gespeeld, zoals reeds volgt uit de e-mailwisseling aangehaald in nrs. 217-218. Het is voor de onderzoeker niet duidelijk geworden aan welke rechtspositie hij deze rol ontleende (commissaris van Xeikon, indirect aandeelhouder van Punch International of vertegenwoordiger van Xeikon in de rvb van Accentis) en in ieder geval was het niet mogelijk de verschillende posities in onafhankelijkheid te combineren. Het is gebleken dat hij als commissaris deelgenomen heeft aan de vergaderingen van de rvc, ook die waarin er beraadslaagd werd over de Overname.
331. Daarnaast was er vaker informeel overleg. ZO schrijft Xeikon in een brief aan de AFM van 27 februari 2013, naar aanleiding van een verzoek van de AFM over o.m. de vergaderingen van de rvc:

“De laatste formele Raad van Commissarissen van 2012 werd gehouden op 9 november 2012. Slechts op 20 februari 2013 werd een volgende formele Raad van Commissarissen gehouden. (...) Het spreekt evenwel voor zich dat er, gelet op het belang van de interesse van Gilde voor de vennootschap, *op zeer regelmatige basis informeel (veelal telefonisch) overleg is geweest tussen de Raad van Commissarissen en de Raad van Bestuur van de vennootschap, alsook tussen de leden van de Raad van Commissarissen onderling, omtrent de stand van zaken m.b.t. de overnamegesprekken.* Tijdens een van die informele overlegmomenten is ook besloten om op 8 januari 2013 naar buiten te gaan met een

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

noodpersbericht, n.a.v. de schorsing van het aandeel Xeikon.” (cursief toegevoegd)

332. Het beeld dat uit de documentatie rijst, is dat de zojuist beschreven gang van zaken, die betrekking heeft op de periode waarin de mogelijke overname door Gilde speelde (november 2012 - januari 2013), ook tijdens de Overname gold. Het in april genomen besluit inzake de tegenstrijdigheid van belangen van bestuurders en commissarissen (nr. 216) heeft daarin geen zichtbare invloed gehad. De voorwaarden van de Overname werden overigens al vóór april bepaald.
333. Volgens Cok zag zijn “mogelijke potentiële tegenstrijdig belang (...) er uitsluitend op dat Cok, naast commissaris van Xeikon, ook als vertegenwoordiger van Xeikon zitting had in de non-executive board van Accentis.”<sup>127</sup> Maar uit de overwegingen van het besluit van de rvc van april 2013 waarin het tegenstrijdige belang van bestuurders en commissarissen ter zake van de Overname wordt vastgesteld blijkt dat het tegenstrijdig belang ook op zijn positie als de facto aandeelhouder van Punch International zag:

“The Supervisory Board has furthermore been informed by Messrs. A.F. Vanhoutte and G.P. Cok, members of the Supervisory Board about their (potential) conflicts of interest in respect of the Potential Transaction, which, *in case (...) of Mr. Cok, results from the fact that he is a (direct or indirect) majority shareholder of Punch International NV as well as a member of the board of directors of Accentis NV, approximately 44% of the outstanding share capital of which is held by the Company.*” (cursief toegevoegd).

De relevantie van het de facto aandeelhouderschap blijkt ook uit de verklaring van Cok aangehaald in nr. 341 en uit de Position Statement (p. 6):

“in respect of Mr Cok, results from the facts that (i) his next of kin are indirect majority shareholder of Punch and (ii) he is a member of the board of directors of Accentis nv”.

---

<sup>127</sup> Notitie 16 april 2016, p. 24.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

334. Cok heeft voorts bestreden aan de beraadslaging over de Overname te hebben deelgenomen. Hij stelt:

“Dat Cok aanwezig is geweest bij RvC vergaderingen waarin werd beraadslaagd over de Overname, kan zijn. Zoals Cok tijdens zijn interview al heeft verklaard, kan hij dit niet nagaan, maar heeft hij nooit bemoeienis gehad met de beraadslaging over de Overname. Zo heeft Cok tijdens zijn interview verklaard: ‘Dan zou ik niet een stem gehad hebben, dat is heel zeker. Want daar is Herman wel heel precies in geweest altijd. Dat is ook met Vanhoutte geweest, die is ook wel eens erbij geweest. Dat wij een half uur bij Peter Rooryck samen een borrel hebben zitten drinken. En dat we dan toch erbij waren voor een ander iets, wat dan eindelijk niet direct daarop betrekking had.’ Cok heeft simpelweg niet deelgenomen aan de beraadslaging en de besluitvorming binnen de RvC over de Overname. Dit blijkt overigens ook uit de notulen van de RvC vergaderingen die hebben plaatsgevonden in de “besluitvormings”-periode, te weten die van 13 juni 2013 t/m 17 september 2013.”<sup>128</sup>

335. Hierover merkt de onderzoeker het volgende op.
336. In de periode tussen 13 juni t/m 17 september 2013 zijn er zeven vergaderingen (fysiek of telefonisch) van de rvc geweest. In al deze vergaderingen stond (een onderwerp in verband met) de Overname op de agenda. In vijf van deze vergaderingen was (een onderwerp in verband met) de Overname het enige agendaonderwerp. Cok is voor alle vergaderingen uitgenodigd en is bij alle vergaderingen op één na aanwezig geweest. Reeds het feit dat hij voor de vijf vergaderingen wordt uitgenodigd waarin uitsluitend de Overname aan de orde is, en dat hij op de uitnodiging ingaat, lijkt de onderzoeker onzorgvuldig.
337. De verklaring dat hij aanwezig was, maar dat hij niet heeft deelgenomen aan de beraadslaging komt voor de onderzoeker ongeloofwaardig over. In dit verband heeft oude Bolhaar verklaard over een belangrijke vergadering in de eindfase van de Overname, op 4 september 2013, toen onder andere over het stellen van zekerheden door Xeikon in verband met de Overname werd gesproken:

---

<sup>128</sup> Notitie 16 februari 2016, p. 29-30.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

“OB: nou dit was een algemene discussie en ik kan mij dat niet herinneren maar wat hier [in de notulen, onderzoeker] vermeld staat is in ieder geval juist. Ik heb daar kritische vragen over gesteld. Maar ik kan mij absoluut niet..., maar ik mag dat niet zeggen want ik herinner me dat niet. Ik kan mij absoluut niet voorstellen dat de rest erbij zit en niets zegt, dat is niet zo. Dat werkt niet zo.”<sup>129</sup>

Over een andere vergadering had olde Bolhaar concretere herinneringen:

“O: Wat was de rol van Vanhoutte en van Cok bij dit besluit<sup>130</sup>.

(...)

OB: ik denk dat de rol van Vanhoutte heel minimaal is in dit soort zaken. Hij is een echte technologieman dus ik kan mij niet herinneren dat tie daar iets over gezegd heeft en dit heeft ook niet zo zeer met technologie te maken. Het is meer een juridische zaak. Dus dat is 0. En ik kan me dat niet exact herinneren hoor, maar ik denk dat de heer Cok gewoon aan de besluitvorming heeft deelgenomen. Aan deze discussie.”

Voorts heeft Vlasblom verklaard :

“O: en dat contact met Cok [in november 2012, onderzoeker], hebt u verder in de loop van het proces aangehouden? Belde u Cok regelmatig in de loop van het overnameproces?

KV: nou u moet wel als we nu even sprongen vooruit maken van in de zin, van we zitten niet in november [2012] maar we zijn ik noem maar wat in februari/maart [2013]... is het contact wat ik heb gedaan is met Herman olde Bolhaar. Wij samen... zeker toen het serieus werd he, toen zijn wij als tandem geopereerd om alle dingen, alle issues, alle zaken die er speelde die heb ik besproken met Herman. Dus Herman was veel meer inhoudelijk op de hoogte van die onderwerpen. En uiteraard waren er reguliere Raad

---

<sup>129</sup> Interview 15 januari 2015. De context van het citaat wordt weergegeven in Bijlage B-1.oB, regels 85 e.v.

<sup>130</sup> Het gaat om punt 9 (Bespreking project Apache [Apache was de codenaam voor Xeikon]) van de vergadering van de rvc van Xeikon van 13 juni 2013. De tekst van het besluit dat tijdens het interview is besproken is de tekst in de latere versie van de notulen. Zie voor de twee versies Bijlage 11.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

van Commissarissen en daar werden Cok en Vanhoutte gewoon netjes op de hoogte gesteld van de stand van zaken.”<sup>131</sup>

Vlasblom heeft ook verklaard regelmatig met Cok en met de overige commissarissen buiten de rvc vergadering contact te hebben gehad.<sup>132</sup>

---

<sup>131</sup> Interview 29 mei 2015.

<sup>132</sup> O: en buiten de Raden van Commissarissen sprak u niet met Cok?

KV: ja hoor, jawel. Die belde ik ook weleens over de telefoon.

(...)

O: ja maar ik wil weten, ik wil weten wat u met Cok besprak. Hoe vaak u bijvoorbeeld ook sprak met hem.

KV: ja, dat weet ik niet of dat nou één keer in de week is of eens in de twee weken. Er is een periode geweest dat we elkaar elke dag spraken, omdat er zoveel speelde dus ...

O: bijvoorbeeld, laten we ons beperken tot die periode. Wanneer was dat dat u dagelijks met elkaar sprak.

KV: nou ja dat gaat tuurlijk richting de eindfase. De eindfase dan lopen er zoveel zaken door elkaar heen, dan moet je op zoveel zaken reageren.

O: de eindfase, kunt u wat specifiekere zijn. Wat bedoelt u met de eindfase?

KV: nou ja, ik noem maar iets als je tussen, zeg maar de eerste twee weken van september dan weet ik bijna, 11 september ben ik geïnformeerd de financiering is rond, maar je had al gehoopt dat dat twee weken eerder zou zijn. Dus je hebt continue overleg, nou stel nou dat het niet door-gaat wat gaan we dan doen. Dus dat is een hectische periode.

(...)

O: Kan ik het zo zeggen dat u wel regelmatig met Cok sprak over de overname.

KV: ja maar ik wil niet dat u daarmee iets ...

O: nee, nee ...

KV: wat wilt u daarmee zeggen?

O: nee... probeert u de feiten. Ik probeer de feiten boven de tafel te brengen.

KV: dat er regelmatig contact was ja.

O: maar u kunt niet zeggen hoe regelmatig dat was?

KV: nee, nee.

ES [raadvrouw Vlasblom]: en met ook de toevoeging, wat je net al een paar keer hebt gezegd, als ik met Cok sprak, sprak ik ook met Arthur Vanhoutte en met Herman Olde Bolhaar. Dus het was niet zo dat er apart met Gerard Cok werd gesproken.

KV: nee dat is helemaal niet zo.

ES: want u zegt, want u zegt de hele tijd van ja, kan ik zeggen dat zoveel keer met Cok sprak, ja maar dan ook elke keer met Arthur Vanhoutte en Herman Olde Bolhaar.

KV: er was geen achterstand of voorsprong in informatie, absoluut niet.

O: nee, nee.

ES: die indruk moeten we even wegnemen als die bestaat.

KV: die is er niet.

O: maar had u ook dezelfde gesprekken individueel met de andere commissarissen.

KV: ja absoluut. En ik kan u zeggen, dat kan ik u wel met zekerheid zeggen. Die met Herman waren het meest intensief, die staat helemaal op nummer 1.”

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

338. Aan het feit, tot slot, dat uit de notulen blijkt dat Cok niet heeft deelgenomen aan de besluitvorming en beraadslaging, kent de onderzoeker beperkte betekenis, omdat uit de eerste versie van de notulen het omgekeerde blijkt.<sup>133</sup>
339. Afgezien van zijn positie als commissaris van Xeikon had Cok een positie in Accentis als bestuurder namens Xeikon. In deze positie school een additionele bron van tegenstrijdig belang, omdat juist in het Accentis Belang de tegenstelling tussen Punch International en Xeikon naar voren kwam: Punch International was gediend met de betaling van een lage prijs voor dat belang terwijl Xeikon, althans alle andere aandeelhouders van Xeikon dan Punch International, gediend was bij een hoge prijs. De hiervoor aangehaalde e-mail van Holthof (CEO van Accentis) aan Vlasblom met cc Cok (nr. 257; zie ook hierna 4.6) doet ook twijfels rijzen over de rol van Cok ten aanzien van de deze transactie. Over de mail heeft Xeikon de onderzoeker bericht dat het voor zich spreekt dat Holthof terugkoppeling geeft aan Vlasblom, al was het alleen maar omdat Xeikon een zetel had in het bestuur van Accentis (en daarbij in die periode feitelijk vertegenwoordigd werd door Cok, zodat het ook om die reden niet verwonderlijk is dat Cok in de terugkoppeling door Holthof is ge-cc'd), en Xeikon bovendien de opdrachtgever was voor de fairness opinie.<sup>134</sup> De onderzoeker kan deze zienswijze echter niet delen. Ook wanneer men het vanzelfsprekend vindt dat de bestuurder van Accentis de bestuurder van Xeikon informeert over het gesprek met de adviseurs, is de insteek van de feedback in de waarneming van de onderzoeker dat Holthof de zienswijze van Petercam over het Accentis negatief heeft willen beïnvloeden<sup>135</sup> en zou men daarnaast kunnen verwachten dat Cok niet bij die informatievoorziening wordt betrokken. Als commissaris van Xeikon was hij, ook in de ogen van Xeikon, geconflicteerd ter zake van de Overname, zodat het onjuist is hem met de feitelijke vertegenwoordiging van Xeikon in deze nauw met de Overname verbonden aangelegenheid te belasten.
340. Volgens Cok zou de problematiek van zijn tegenstrijdig belang alleen na 18 juli 2013 hebben gespeeld omdat pas vanaf dat moment Xeikon iets over de Overname zou moeten beslissen. Tot dat moment zou Xeikon immers aan de zijlijn zijn gebleven.

---

<sup>133</sup> Zie de tekst in Bijlage 11.

<sup>134</sup> Memorandum 26 oktober 2015, p. 22-23.

<sup>135</sup> Zie ook de visie van Vlasblom over de prijs van het Accentis Belang in nr. 254.



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Dit neemt, aldus Cok, niet weg dat hij zich al vanaf het begin van de Overname afzijdig hield.<sup>136</sup>

341. Dat het probleem van het tegenstrijdig belang pas in juli speelde staat echter op gespannen voet met wat Cok verklaarde tijdens een interview op 4 november 2014:

“GC: En toen [bij het eerste gesprek met Bencis in januari 2013, onderzoeker] is wel naar voren gekomen natuurlijk in een gesprek met andere aandeelhouders, dat mijn rol niet meer de juiste was. En de verdere afhandeling is eigenlijk ...

O: wat bedoelt u precies?

GC: de rol als ..

Evers: tegenstrijdig belang.

GC: tegenstrijdig belang is toen naar voren gekomen. Toen dat ...

O: want toen bedoelt u dan... Kunt u proberen wat concreter te zijn in de tijd.

GC: laten we zeggen, ja

Evers: na dat gesprek.

GC: ja maar dat is een punt. Ik weet niet goed, in tijd. Ik weet wel in volgorde van feiten, maar niet goed in tijd... was dat nou net 2013 of was dat nog 2012. Dat moet ik eerlijk zeggen dat ...

O: maar het was niet juni 2013.

GC: nee, nee. Dat was a la minute toen we begonnen met dat [de Overname, onderzoeker] te bespreken.

O: dat bedoel ik. Want 2013 kan zijn januari 2013 of het kan zijn al wanneer de due diligence heeft plaatsgevonden.

GC: nee, nee, direct bij het eerste gesprek”

### *Conclusie*

342. Cok is nauw betrokken geweest bij de totstandkoming van de Overname. Zijn tegenstrijdig belang was evident en vanaf het begin gesignaleerd. Het besluit waarbij de tegenstrijdigheid is gesignaleerd is genomen nadat de voorwaarden van de Overname waren bepaald. Het is niet gebleken dat vanwege dat het besluit de

---

<sup>136</sup> Notitie van 16 februari 2016, p. 25.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

betrokkenheid van Cok bij de Overname verminderd is. De onderzoeker acht het aannemelijk dat hij ten minste aan de beraadslaging binnen de rvc over de Overname heeft deelgenomen.

### 4.3 olde Bolhaar

343. In de constellatie waarin het bestuur en de rvc van Xeikon in verband met de Overname verkeerden was voor olde Bolhaar een cruciale rol weggelegd, in de eerste plaats als voorzitter van de rvc en in de tweede plaats als enige persoon binnen de twee organen die geen enkel persoonlijk of kwalitatief belang had bij de transactie. Op hem rustte daarom een bijzondere verantwoordelijkheid.
344. Het is de onderzoeker gebleken dat olde Bolhaar zich bewust was van zijn verantwoordelijkheid en dat hij op een integere manier daarmee is omgegaan. Hij heeft met enige regelmaat in het proces geïntervenieerd om de belangen van Xeikon te bewaken, bijvoorbeeld door niet snel toe te geven aan de verzoeken van Bencis inzake de carve out of de zekerheden. Hij heeft ook volledig aan het onderzoek meegewerkt.
345. Van olde Bolhaar had echter meer doortastendheid verwacht kunnen worden bij het bewaken van de onafhankelijkheid van Xeikon ten opzichte van Punch International en Cok. De onderzoeker meent dat Xeikon te gemakkelijk het lijdend voorwerp van de Overname is geworden. Al op de bespreking van 26 januari zijn de hoofdvoorwaarden van de Overname door Punch International en Bencis vastgesteld en de rest van het proces is – met de onderbreking voor het mogelijke bod van Goss – meer een uitsluiting van omstandigheden die afbreuk zouden doen aan die voorwaarden dan een bevestiging van de zakelijkheid van de voorwaarden. Dit springt het meest in het oog in de vaststelling van de voorwaarden van de carve out, die in hoofdzaak gingen over de beschikking over activa van Xeikon. Deze voorwaarden stonden al op 26 januari vast zonder dat Xeikon – feitelijk betekent dit: olde Bolhaar – daar iets over te zeggen had. Het advies dat LoyensLoeff al in een vroeg stadium gaf, dat Xeikon een financieel adviseur zou inschakelen, had in de gegeven omstandigheden gevolgd moeten worden. olde Bolhaar stond er alleen voor om de zakelijkheid van de transactie te beoordelen en te bewaken en de omvang en aard van de invloed van Punch International op Xeikon was hem genoegzaam bekend om te weten dat er een reëel risico bestond dat vooral de

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

belangen van de minderheidsaandeelhouders geschonden zouden worden. De onderzoeker volgt Xeikon niet in haar stelling dat er geen aanleiding was om een financieel adviseur in de onderhandelingsfase in te schakelen omdat er geen onderhandelingen door Xeikon plaatsvonden over de transactie tussen Punch International en Bencis.<sup>137</sup> Het is inderdaad juist dat Xeikon de voorwaarden van de Overname niet heeft uitonderhandeld. De voorwaarden zijn aan Xeikon – feitelijk aan oude Bolhaar – gedictieerd. De financieel adviseur had oude Bolhaar kunnen helpen om dat dictaat te toetsen en de schijn van een onzakelijke transactie die nu is blijven hangen te bestrijden.

346. Ook had van oude Bolhaar meer consistentie verwacht mogen worden bij de keus om in de Overname aan de zijlijn te blijven. Hieronder zal op deze keus worden ingegaan (IV-6). Op deze plaats kan worden volstaan met de constatering dat dit beleid uiterlijk op 20 augustus met de ondertekening van de Bencis Brief was prijsgegeven. oude Bolhaar had nadien, in strijd met de adviezen van Calluy en LoyensLoeff, niet mogen volhouden in de aanneming dat Xeikon in de Overname aan de zijlijn bleef. Dit wordt niet anders doordat Xeikon in de gesprekken met de AFM Xeikon mogelijk – de onderzoeker heeft dit niet kunnen vaststellen – bevestiging heeft gevonden dat haar formeel uitgedragen beleid om aan de zijlijn blijven correct was en correct werd uitgevoerd. Het is voor de onderzoeker de vraag of de AFM bij die gesprekken, die in hoofdzaak door Vlasblom zijn gevoerd, een voldoende compleet beeld van de feitelijke gang van zaken rond de Overname had. De onderzoeker komt op de kwestie nog terug (nrs. 363 e.v.).

### *Conclusie*

347. Hoewel bij het optreden van oude Bolhaar kanttekeningen zijn te plaatsen, is de onderzoeker van oordeel dat dat optreden geheel vrij van enig eigen belang is geweest en steeds gericht was op het belang van Xeikon. De onderzoeker beschouwt de tekortkomingen in dat optreden eerder als inschattingfouten dan als verwijtbaar onjuist handelen. Hij was zich bewust van zijn verantwoordelijkheid voor het bewaken van de positie van Xeikon in de overname en kon met recht ervan uit gaan dat Xeikon, daaronder begrepen de minderheidsaandeelhouders, beter af was

---

<sup>137</sup> Memorandum van 26 oktober 2015, p. 19.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

met een geslaagde overname dan met voortzetting van het aandeelhouderschap van Punch International.

#### 4.4 Algemene conclusie over tegenstrijdig belang

348. De onderzoeker concludeert dat Xeikon het proces van besluitvorming en beleidsuitvoering dat geleid heeft tot de verkrijging van de aandelen Xeikon door Bencis onvoldoende met waarborgen heeft omkleed om de tegenstrijdigheid van belangen die bij alle bestuurders en bij alle commissarissen op één na bestond tegen te gaan. Relevante omstandigheden bij deze conclusie zijn de volgende. De tegenstrijdigheid was evident en werd al aan het begin van het proces geconstateerd. De juridisch adviseur van Xeikon heeft met nadruk en regelmaat op het belang van een correcte omgang met de tegenstrijdige belangen gewezen en heeft daartoe concrete en haalbare voorstellen gedaan. De tegenstrijdigheid raakte alle bestuurders en commissarissen op de voorzitter van de rvc na. Op het niveau van de rvc raakte de tegenstrijdigheid het hart van de transactie, omdat twee commissarissen rechtstreeks betrokken waren bij de meerderheidsaandeelhouder en, gegeven de structuur van de transactie, het reële risico bestond dat de belangen van de minderheidsaandeelhouders te zeer in het gedrang zouden komen. Xeikon was een beursvennootschap en van een dergelijke vennootschap mag bijzondere zorgvuldigheid op dit punt worden verwacht.
349. De onderzoeker concludeert dat de wijze waarop Xeikon tijdens de Overname met tegenstrijdige belangen is omgegaan blijkt geeft van wanbeleid.

### 5 De notulen van de vergadering van de rvc in de periode juni - augustus 2013

350. Een van de bronnen van het onderzoek zijn de notulen van de vergaderingen van de rvc. Het reglement van de rvc schrijft voor dat een verslag wordt opgemaakt van het verhandelde ter vergadering. Het verslag behoort inzicht te verschaffen in de besluitvorming.<sup>138</sup> De verslaglegging gebeurde gedurende de periode waarin de

---

<sup>138</sup> Art. 16.2 bepaalt: "Van het verhandelde in een vergadering van de RvC wordt een verslag opgemaakt door de secretaris van de Vennootschap of een andere daartoe door de voorzitter van

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Overname zich heeft afgespeeld door Calluy, secretaris, tevens legal counsel, van Xeikon. Hij redigeerde het concept van de notulen binnen enkele dagen na de vergadering en legde deze ter nazicht voor eerst aan de directie en vervolgens aan oude Bolhaar. Van de vier vergaderingen die tussen januari en mei 2013 (fysiek of telefonisch) hebben plaatsgevonden bevat de documentatie kopieën van door de voorzitter en de secretaris ondertekende notulen. Van de zes vergaderingen die tussen juni en 4 september 2013 (fysiek of telefonisch) hebben plaatsgevonden zijn er geen ondertekende notulen.

351. Bij bestudering van de e-mailcorrespondentie is het de onderzoeker gebleken dat de notulen van de vergadering van 13 juni, 19 juli, 30 juli en 12 augustus twee versies bestaan die een uiteenlopende weergave bevatten van wat besproken en beslist is over de Overname. De verschillen zijn weergegeven in **Bijlage 11**.
352. De onderzoeker heeft Xeikon gevraagd hoe deze verschillen te verklaren zijn. Xeikon heeft de onderzoeker bericht dat toen de AFM bij brief van 22 augustus om toezending van een afschrift van de rvc notulen vanaf 9 januari verzocht er snel moest worden gehandeld en Calluy zekerheidshalve de (nog niet door oude Bolhaar goedgekeurde en overigens niet door de rvc vastgestelde) concept rvc notulen voor een laatste check op de bewoordingen en consistentie aan Loyens Loeff heeft voorgelegd. Met de input van LoyensLoeff en eerder door oude Bolhaar gemaakte opmerkingen heeft Calluy de notulen gefinaliseerd. Op deze conceptnotulen heeft oude Bolhaar zijn goedkeuring gegeven. Volgens Xeikon betreffen de aanpassingen van de concepten niet meer dan een verduidelijking van de gang van zaken en het besprokene tijdens de RvC vergaderingen.<sup>139</sup>
353. De onderzoeker is het met deze uitleg in zoverre eens dat, voor zover hij heeft kunnen nagaan, de aan LoyensLoeff op 8 september toegestuurde versies van de notulen draft versies zijn omdat zij niet de formele goedkeuring van oude Bolhaar hadden. Calluy wijst daar ook expliciet op in de e-mail waarmee de (concept) notulen zijn verzonden.<sup>140</sup> Daar staat tegenover dat het de vraag is of de notulist, de

---

de vergadering aangewezen persoon. Het verslag verschaft inzicht in de besluitvorming ter vergadering. Het verslag wordt vastgesteld door de RvC in dezelfde of de eerstvolgende vergadering.”

<sup>139</sup> Memorandum 26 oktober 2015, p. 16.

<sup>140</sup> Em van 8-9-2013 00:08: “Let wel: Herman oude Bolhaar heeft me deze notulen nog niet getekend teruggestuurd.”

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

voorzitter van de rvc en de andere betrokkenen, in het bijzonder de bestuurders, twijfel hadden over de inhoudelijke juistheid van de (concept) notulen. In ieder geval zijn de notulen, voor zover de onderzoeker heeft kunnen nagaan, niet aan Loyens Loeff gestuurd toen de AFM een afschrift van de notulen vroeg en Calluy zekerheidshalve de notulen aan een laatste check wilde onderwerpen. Calluy heeft de notulen gestuurd als “ondersteunende achtergrond voor het persbericht en voor het dossier” – zo schrijft hij in de e-mail van 8 september 2013 00.08 waarmee de notulen aan LoyensLoeff zijn gestuurd – in een kort geding dat enkele dagen later (11 september) zou dienen. In een latere e-mail diezelfde dag (8-9-2013 12:16) schrijft Calluy:

“Ik heb alleszins gisteren<sup>141</sup> aan Peter<sup>142</sup> al een kopie bezorgd van de fairness opinies en van de draft notulen, die weergeven wat er tijdens de voorbije rvc's is gezegd.”

354. Het verschil tussen de eerste concepten en de tweede, door olde Bolhaar op 8 september geaccordeerde versie is volgens de onderzoeker voorts zodanig inhoudelijk dat niet langer van een verduidelijking kan worden gesproken. De verschillen zijn snel zichtbaar bij lezing van de tekst in Bijlage 11. De onderzoeker verwijst daarnaar.
355. Het bevreemdt ook dat de inhoudelijke verschillen betrokkenen – onder wie een professional als Calluy – niet eerder zijn opgevallen, terwijl de concepten van althans sommige notulen met kennelijke aandacht zijn gelezen, zoals blijkt bijvoorbeeld uit de opmerkingen die olde Bolhaar maakt op het concept van de notulen van de vergadering van 12 augustus (nr. 249, voetnoot). En nog op 6 september schrijft Vlasblom aan de leden van de rvc, met cc aan Calluy<sup>143</sup>:

“Beste allen,

Hierbij verzoek ik uw akkoord om onderstaande extract uit onze RvC notulen te delen met Bences, zij hebben deze verklaring nodig voor het bankenconsortium.

---

<sup>141</sup> Noot onderzoeker: bedoeld is kennelijk de nacht van dezelfde dag (8 september).

<sup>142</sup> Noot onderzoeker: Corten, LoyensLoeff.

<sup>143</sup> Vetgedrukt ook in het origineel.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

**De RVC bespreekt de draft fairness opinies die door Petercam werd bezorgd en die als bijlage bij deze notulen wordt gevoegd.**

**De eerste fairness opinie betreft die i.v.m. Accentis.**

**De raad heeft in verband met deze opinie geen opmerkingen en is het eens met de conclusie dat, gezien de marktomstandigheden, dit een goede transactie is. De fairness opinie wordt bijgevolg goedgekeurd.**

Alvast bedankt voor een snelle feedback, is belangrijk voor Benoit.”

waarop olde Bolhaar dezelfde dag antwoordt:

“Wat mij betreft akkoord”

waarna, ook dezelfde dag, Vlasblom de extract aan Graulich doorstuurt met de mededeling:

“Beste Benoit, onderstaand tref je bijgaand een extract aan uit onze notulen van deRvC.”

356. De rode draad in het verschil tussen de twee versies is de vraag of de rvc van Xeikon in de periode juli-augustus trouw is gebleven aan het publiek gemaakte standpunt, dat Xeikon in de Overname aan de zijlijn stond, dan wel of zij aan de Overname heeft meegewerkt. Aan deze kwestie besteedt het verslag nu aandacht.

## **6 De structuur van de transactie: Xeikon aan de zijlijn gebleven?**

357. Een belangrijk aspect van de Overname wat betreft de positie van Xeikon daarin was de structuur van de transactie: betrof de Overname een transactie tussen meerderheidsaandeelhouder Punch International en Bencis waarin Xeikon buiten stond of was het een transactie tussen Bencis en Xeikon ten behoeve van al haar aandeelhouders?
358. De onderzoeker stelt voorop dat de principiële legitimiteit van beide varianten buiten twijfel staat. Het stond Bencis vrij haar bod (eerst) aan Punch International te richten

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

en, na verkrijging van het controlerende belang, een aanbod aan alle andere aandeelhouders te doen, of zich van begin af aan tot alle aandeelhouders te richten. Uitgaande van die vrijheid van de bieder, was de transactiestructuur voor bestuurders en commissarissen van Xeikon een gegeven.

359. De eerste *expression of interest* van Bencis dateert van 25 januari en was aan Xeikon gericht. De *expression* ging gepaard met verzoeken tot toezeggingen (*undertakings*) die Xeikon, Punch International en Cok aan Bencis zouden moeten doen. Xeikon heeft de documenten aan de raadsman van Punch International doorgeleid, die Bencis erop gewezen heeft dat gesprekspartner in de transactie Punch International zou zijn. De volgende dag heeft een bijeenkomst plaatsgevonden waarin de hoofdvoorwaarden van de transactie zijn besproken. Het gevolg van de bespreking is een nieuwe *expression of interest* geweest, deze keer aan Punch International gericht. In beide gevallen was het uitgangspunt dat Bencis een openbaar bod zou doen op alle aandelen, en dat Punch International toezegde haar belang aan te melden bij het bod (nrs. 203-206).
360. Vanaf dat moment is het formele standpunt van Xeikon geweest dat de transactie een private transactie was tussen Punch International en Bencis, waar Xeikon buiten stond. Dit standpunt is enigszins gewijzigd met de hiervoor genoemde brief van Xeikon van 5 april (nr. 216), waarin Xeikon kort gezegd Bencis vroeg om actief bij de Overname te worden betrokken en een *merger agreement* aan te gaan. Aan deze vraag is geen vervolg gegeven.
361. Hoewel het bod rechtens, in de voorstelling van betrokkenen, gericht was op alle aandeelhouders van Xeikon, was het voor een ieder duidelijk – zo is door betrokkenen tijdens de interviews benadrukt – dat Bencis eerst commerciële overeenstemming moest zien te bereiken met Punch International vóórdat zij een bod op alle aandelen zou doen. Vanuit dit perspectief gezien, acht de onderzoeker het een principieel verdedigbare keus van Xeikon om een afwachtende houding aan te nemen en, zoals dat door betrokkenen werd uitgedrukt, aan de zijlijn te blijven zolang er niet voldoende blijkt van overeenstemming tussen de bieder en Punch International was.
362. Bij het voorgaande past wel de kanttekening dat de gemaakte keus transparant en consequent moet worden uitgevoerd. In beide opzichten schoot de uitvoering enigszins tekort.



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

### *Transparantie*

363. Wat betreft de transparantie was het standpunt dat Xeikon openbaar had gemaakt

“in gesprek te zijn met een partij, die aan Xeikon te kennen heeft gegeven geïnteresseerd te zijn in het aangaan van een transactie aangaande Xeikon, in de vorm van het uitbrengen van een openbaar bod op de aandelen van Xeikon.

Partijen zijn thans in de initiële fase van hun gesprekken aangaande een mogelijke transactie. Indien en zodra ontwikkelingen daartoe aanleiding mochten geven, zullen nadere mededelingen worden gedaan.”<sup>144</sup>

364. Deze mededeling had betrekking op de mogelijke overname door Gilde, maar is in stand gelaten toen Bencis in beeld kwam. Over deze handhaving van de status quo informeerde Xeikon de AFM dat in overleg met de AFM besloten is

“het te laten bij waar de markt al van uitging (namelijk dat Xeikon met een geïnteresseerde partij in gesprek was). Ook deze gesprekken bevinden zich momenteel nog (steeds) in de initiële fase.”<sup>145</sup>

365. Ook het Position Statement is in dit opzicht onvoldoende helder, althans moeilijk te rijmen met het standpunt van Xeikon dat zij al in het gesprek van 26 januari een afwachtende houding aannam. Het statement geeft de sequentie van de gebeurtenissen als volgt weer<sup>146</sup>:

“On 8 January 2013, Xeikon announced that it had engaged in initial discussions with a party who had indicated that it might be interested in entering into a potential transaction regarding Xeikon, by way of making a public takeover bid for all Shares.

---

<sup>144</sup> Openbare mededeling van 8 januari 2013. Van haar kant heeft Punch International dezelfde dag bekend gemaakt kennis te hebben genomen van het feit dat Xeikon gesprekken voerde. Zie nr. 195.

<sup>145</sup> Brief van 27 februari 2013. Zie nr. 196.

<sup>146</sup> P. 5 en 7.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

In its press release of 27 February 2013 on its 2012 annual figures, Xeikon referred to its press release of 8 January 2013.

In its press release of 13 May 2013 regarding its trading update Q1 2013, Xeikon referred to its press release of 8 January 2013 and reaffirmed that discussions on a possible transaction were ongoing.

On 12 July 2013, Punch announced that it was involved in discussions with a party who had indicated that it was interested in acquiring Punch's 65.68% Share interest in Xeikon at a price per Share of EUR 5.85. On that same date Xeikon published a press release in which it confirmed to have taken cognizance of the announcement of Punch.

On 18 July 2013, Punch and Bencis announced that they had reached agreement on the Conditional Sale. According to this press release, the Conditional Sale was subject to the fulfillment, at the latest on 17 September 2013, of a number of conditions precedent (including the Xeikon Conditions Precedent). (...). On that same date, Xeikon published a press release in which it confirmed to have taken cognizance of the announcement of Punch and Bencis.

In its press release of 23 August 2013 on its semi-annual 2013 figures, Xeikon referred to its press releases of 12 and 18 July 2013 regarding the Conditional Sale and the Mandatory Offer and also mentioned that if the Conditional Sale were to be consummated in the second half of 2013, Xeikon would include in its 2013 annual figures a discount i.e. loss to the book value of the Accentis Participation (as defined hereinafter) and the Accentis Receivables (as defined hereinafter) of approximately EUR 18 million.

(...)

It should be noted that, although initially Bencis and Xeikon held discussions on a potential voluntary friendly public takeover bid, later on in the process Bencis and Punch entered into direct talks with each other on an alternative structure which talks resulted in Bencis and Punch entering into a conditional agreement on the Conditional Sale to be followed by a

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Mandatory Offer. Xeikon has not been involved in these negotiations between Bencis and Punch.”

366. Het Position Statement wekt de indruk dat Xeikon in januari tot en met mei overnamegesprekken met Bencis heeft gevoerd over een bod op alle aandelen en dat in juli deze gesprekken plaats hebben gemaakt voor rechtstreekse gesprekken tussen Punch International en Bencis, waarbij de oorspronkelijke opzet van een bod op alle aandelen vervangen is door eerst een overname van het meerderheidsbelang van Punch International en vervolgens een verplicht openbaar bod op de overige aandelen.
367. Deze indruk is echter niet te rijmen met de uitleg van haar eigen houding die Xeikon aan de onderzoeker heeft gegeven. Volgens deze uitleg heeft Xeikon al tijdens het gesprek van 26 januari een afwachtende houding aangenomen en heeft Punch International zich als onderhandelingspartner van Bencis opgeworpen. Xeikon heeft naar eigen zeggen nooit met Bencis onderhandeld.<sup>147</sup> Xeikon zou pas na het bekend worden van de overeenstemming tussen Punch International en Bencis op 18 juli zijn opgehouden ‘aan de zijlijn’ te staan. Vanaf dat moment zou zij zich zijn “gaan beraden” over de vraag of zij medewerking wilde verlenen aan de tussen deze partijen overeengekomen voorwaarden. Dat proces van beraad duurde in de kennelijke gedachtegang van Xeikon nog voort ook nadat Xeikon op 19 augustus de Bencis-brief had getekend, omdat de brief niet “een definitief commitment aan de transactie tussen Punch International en Bencis inhield.”<sup>148</sup>
368. De onderzoeker acht het zojuist weergegeven standpunt van Xeikon ook niet overtuigend in het licht van de openbare mededelingen die Xeikon vanaf januari heeft gedaan. De mededeling van 8 januari had betrekking op rechtstreekse onderhandelingen die Xeikon voerde met Gilde. De mededeling is niet gecorrigeerd toen medio januari Gilde zich terug trok en eind januari Bencis in beeld kwam. In haar brief aan de AFM van 27 februari verdedigt Xeikon de handhaving van de mededeling met het argument dat de omstandigheden niet inhoudelijk zouden zijn veranderd, alleen de identiteit van de partij met wie Xeikon onderhandelde zou zijn veranderd (zie nr. 196). Ook de wording van de tekst van het persbericht van 13 mei (naar aanleiding van een trading update) laat zien dat Xeikon op zijn minst de indruk

---

<sup>147</sup> Memorandum van 13 april 2015, p. 14, 34.

<sup>148</sup> Memorandum van 15 februari 2016, p. 16, en Memorandum van 13 april 2015, p. 34.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

wekte zelf gesprekken te voeren. In een concept van 10 mei luidde de tekst over de gesprekken:

**“Xeikon nog steeds in gesprek over mogelijk overnamebod**

Onder verwijzing naar het persbericht van Punch International nv ‘Punch’) van eerder vandaag [13 mei, onderzoeker], bevestigt Xeikon dat in de afgelopen maanden gesprekken zijn gevoerd met meerdere partijen over de mogelijkheid van het uitbrengen van een openbaar bod op de aandelen van Xeikon. *Thans is ook Punch* (Xeikons grootaandeelhouder met een belang van circa 65%) betrokken in gesprekken met een partij die heeft aangegeven geïnteresseerd te zijn in het uitbrengen van een openbaar bod op de aandelen in Xeikon.

Xeikon benadrukt dat er nog geen duidelijkheid bestaat over de voorwaarden en modaliteiten van een mogelijke transactie, in afwachting van de afronding van het lopende due diligenceonderzoek.

Indien en zodra ontwikkelingen daartoe aanleiding mochten geven, zullen nadere mededelingen worden gedaan.

Dit is een openbare mededeling ingevolge artikel 5:25i lid 2 van de Wet op het financieel toezicht.”<sup>149</sup>

Een later concept luidt:

**“Xeikon nog steeds in gesprek over mogelijk overnamebod**

Onder verwijzing naar zijn eerdere persbericht van 8 januari 2013, bevestigt Xeikon dat er *nog steeds gesprekken worden gevoerd* met een partij over de mogelijkheid van het uitbrengen van een openbaar bod op de aandelen van Xeikon.

Xeikon benadrukt dat er nog geen duidelijkheid bestaat over de voorwaarden en modaliteiten van een mogelijke transactie.

---

<sup>149</sup> Cursief toegevoegd, onderzoeker. Vetgedrukt in het origineel.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Indien en zodra ontwikkelingen daartoe aanleiding mochten geven, zullen nadere mededelingen worden gedaan.

Dit is een openbare mededeling ingevolge artikel 5:25i lid 2 van de Wet op het financieel toezicht.”<sup>150</sup>

De definitieve tekst is gelijklopend aan dit laatste concept, met uitzondering van het vetgedrukte kopje:

**“Gesprekken over mogelijk overnamebod nog steeds lopende”**

369. De onderzoeker acht het standpunt ook niet overtuigend omdat uit de documentatie blijkt dat de interne en externe juridisch adviseurs van Xeikon er geen redelijke twijfel over hadden dat Xeikon na de ondertekening van de Bencis Brief (19 augustus) zich met de Overname had gecommitteerd. Bij gelegenheid van de publicatie van de halfjaarcijfers op 23 augustus heeft LoyensLoeff op verzoek van Calluy een persbericht geconcipieerd die op volgens de onderzoeker correcte wijze laat zien hoe binnen Xeikon over de Overname op dat moment werd gedacht. Het conceptpersbericht wordt als **Bijlage 10** bijgevoegd. Gesteld wordt onder meer:

**“Standpunt leden directie en raad van commissarissen**

*Carve-Out*

Aangezien wij stand-alone (i.e. zonder dat de Transactie of enige andere transactie zou plaatsvinden) ook al van plan waren de Carve-Out door te voeren op dezelfde of soortgelijke voorwaarden, en de ten aanzien van de Carve-Out verkregen fairness opinie bovendien onderschrijft dat het aan de Carve-Out gehangen prijskaartje eerlijk is, steunen wij de Carve-Out unaniem en zullen wij onze medewerking aan de Carve-Out verlenen.

*Transactie en het Verplichte Bod*

Ten aanzien van de Transactie die het Verplichte Bod tot gevolg zal hebben, zijn wij verdeeld in die zin dat alle leden van de raad van

---

<sup>150</sup> Cursief toegevoegd, onderzoeker. Vetgedrukt in het origineel.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

commissarissen en directie de Transactie in het belang van Xeikon en al Xeikon's stakeholders achten en de Transactie en het daarop volgende Verplichte Bod steunen en aanbevelen aan de aandeelhouders, behalve de heer Deschuytere, die zich onthoudt van het uitspreken van zijn steun.”

370. Ook bij Bencis en Punch International leefde het idee dat Xeikon het bod van steunde. In het persbericht van Punch International van dezelfde dag (23 augustus) bericht zij:

“De uitvoering van de overeenkomst tot verkoop van het belang in Xeikon nv en *de realisatie van de daarin bepaalde voorwaarden zitten op schema.*”  
(cursief toegevoegd)

371. De onderzoeker verwijst, tot slot naar nr. 375, in het bijzonder onder e) en j).
372. De onderzoeker herhaalt dat hij niet treedt in de beoordeling van de wenselijkheid van het ene of het andere beleid (aan de zijlijn blijven of actief betrokken zijn). De beleidskeuze is aan de bevoegde organen van Xeikon. Wat hij constateert is dat Xeikon onvoldoende transparant is geweest in de communicatie over haar keuze. Bij deze constatering betreft de onderzoeker dat Xeikon in de gegeven omstandigheden een verzwaarde zorgplicht had om geen onduidelijkheid te laten bestaan over haar eigen visie op de transactie. Onder normale omstandigheden zou de eigen visie van de doelwitvennootschap door de rvb en de rvc worden bepaald. In de omstandigheden waarin Xeikon in januari verkeerde, waren de gehele rvb en twee van drie commissarissen geconflicteerd. Er was daarom alle aanleiding om grote zorgvuldigheid te betrachten, onder meer op het punt van communicatie. Indien, zoals het inderdaad aannemelijk is, Xeikon niet in gesprek met Bencis was, maar Punch International, had het naar het oordeel van de onderzoeker op de weg van Xeikon gelegen om de markt over de nieuwe constellatie te informeren.

### *Consequentie*

373. Bij de beoordeling van de consequentie die van Xeikon mocht worden verwacht neemt de onderzoeker tot uitgangspunt dat enige mate van betrokkenheid door de vennootschap bij de gesprekken van haar meerderheidsaandeelhouder in een situatie als de onderhavige onvermijdelijk kan zijn. In dit verband heeft Xeikon

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

bijvoorbeeld erop gewezen dat zij het niet bezwaarlijk vond de bieder, onder de gebruikelijke voorwaarden van vertrouwelijkheid, gelegenheid te bieden om *due diligence* onderzoek bij Xeikon te doen. De onderzoeker meent dat een dergelijke betrokkenheid geen afbreuk hoeft te doen aan het principe van neutraliteit. De onderzoeker erkent ook dat de betrokkenheid vloeiende grenzen kan kennen en dat het voor een doelvennootschap lastig kan zijn te bepalen waar de neutraliteit overgaat in passieve medewerking. In het geval van de Overname is de onderzoeker van mening dat uit het verloop van de transactie de conclusie moet worden getrokken dat er een cumulatie van daden van medewerking is geweest uitmondend in de ondertekening van de Bencis Brief op 20 augustus, waaruit blijkt dat Xeikon in ieder geval vanaf laatstgenoemde datum niet langer aan de zijlijn is gebleven. Deze cumulatie komt nu aan de orde.

374. Bij de beoordeling van de consequentie van haar beleid inzake het aan de zijlijn blijven moet ook de vraag worden betrokken hoeveel ruimte Xeikon had om de door haar gekozen beleid uit te voeren. Indien de voorwaarden van de Overname voor haar gegeven waren, zou het verschil tussen actief betrokken zijn of aan de zijlijn blijven mogelijk weinig praktisch belang hebben. In dit verband heeft Xeikon toegelicht dat haar keuze om aan de zijlijn te blijven ingegeven was door het feit dat Punch International de enige gegadigde was voor de overname van het Accentis Belang. Xeikon wilde voorkomen dat zij, door (in een (te) vroeg stadium) mee te praten over een voorgestelde transactie, haar vrijheid om op het juiste moment een eigen afweging te maken zou verliezen of beperken.<sup>151</sup> De onderzoeker kan deze afweging in principe billijken. Aan de andere kant, bracht deze houding het risico mee dat als Xeikon te lang zou wachten met het bepalen van haar positie, zij voor een voldongen feit gesteld zou kunnen worden. Zeker nadat de overeenstemming tussen Bencis en Punch International bekend zou worden gemaakt, was het risico groot dat Xeikon voor het blok zou worden gezet met de keus: *take it or leave it*. Dit is wat uiteindelijk gebeurd is. Zoals Xeikon heeft erkend, kon het te nemen besluit maar twee kanten opgaan: wel of geen medewerking verlenen aan de tussen Punch International en Bencis overeengekomen *condition precedent* met betrekking tot de carve out van Accentis.<sup>152</sup>

---

<sup>151</sup> Memorandum 15 februari 2016, p. 8-9. Bovendien vreesde Xeikon dat het (voorbarig) meegaan in een voorgestelde transactie en de bekendmaking daarvan, terwijl die vervolgens mogelijk niet door zou gaan, de koers van haar aandeel en haar concurrentiepositie zou verzwakken, net zoals in 2010 was gebeurd na het afhaken van NPM.

<sup>152</sup> Memorandum 15 februari 2016, p. 20.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

375. De kwestie die op deze plaats verduidelijking behoeft is in hoeverre gezegd kan worden dat Xeikon haar beleid om aan de zijlijn te blijven consequent heeft doorgevoerd. Zonder aanspraak op volledigheid wijst de onderzoeker op de volgende feiten die duiden op een betrokkenheid van Xeikon bij de Overname die de getrokken zijlijn overschrijdt:

a) In een e-mail van 8 april 2013 (17:30) aan Maes (met cc aan Deschuytere, Vlasblom en Cok) schrijft olde Bolhaar:

“Wim

Het lijkt mij goed om ,conform ons telefoongesprek van afgelopen week, ook schriftelijk vast te leggen dat het in deze fase van de gesprekken niet is toegestaan met AGFA over een waiver van de change of control clause met Agfa te spreken. Het vroegste moment dat dit ter sprake kan komen is nadat er een binding offer op tafel ligt. Ik zal dan zelf contact opnemen met Stefan van Hoorn”

In een e-mail van 12 april 2013 (13:23) schrijft Calluy aan LoyensLoeff dat olde Bolhaar, kort gezegd, een waiver van Agfa zal trachten te verkrijgen (wat voor Bencis een conditio sine qua non is) en tot een regeling over de vertrekvoorwaarden van Deschuytere zal trachten te komen.

In een e-mail van 15 april 2013 (11:40) schrijft Graulich aan Maes en Vlasblom:

“Had zonet Herman aan de lijn die me bevestigde dat er goed gewerkt wordt op Agfa change of control en Accentis' carve out.”

In een e-mail van 18 april 2013 bericht olde Bolhaar aan Graulich dat Agfa geen probleem zal hebben de gevraagde waiver te geven. De op 28 juni 2013 formeel gegeven waiver luidt onder meer:

“As you will have read in our press release of 8 January 2012, Xeikon is engaged in discussions with a party, who has indicated to Xeikon that it may be interested in entering into a potential transaction regarding Xeikon, by way of making a public takeover bid for all shares in the capital of



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Xeikon. This situation may lead to a change of control over Xeikon.”<sup>153</sup>

b) In een e-mail van 15 juli (16:07) schrijft Graulich aan olde Bolhaar:

“In aansluiting met ons gesprek van deze morgen, stuur ik je de voorgestelde transactiestructuur door. Zoals afgesproken zal persbericht mbt support pas 2 weken later gebeuren en zal benoeming Wim<sup>154</sup> ipv Frank<sup>155</sup> niet gebeuren door AVA, maar onmiddellijk na signing.

Na disentanglement, zal bedrijf een netto cash positie aanhouden tussen 8 en 12 mio EUR. Dit bedrag zal worden aangewend om aandelen in te kopen door bedrijf evenals opname van externe (reeds geaccordeerde) schuld tussen 20 en 30 mio afhankelijk van succes van programma van inkoop eigen aandelen. Laatste gedeelte gebeurt dan bij verplicht openbaar bod. Zoals gemeld zal de bankschuld op de groep dus niet meer bedragen dan ongeveer 1 maal EBITDA. De overige schuld (30 mio indien in vennootschap 30 mio wordt ingekocht, 40 mio indien de inkoop minder succesvol is: totale senior debt is 60 mio) wordt gedragen door een door de kapitaalverschaffers opgerichte holding, maar dit zit vanzelfsprekend volledig buiten beursgenoteerde entiteit. De banken dragen deze structuur volledig en de LMA committed finance termsheet werd vandaag ondertekend. Hierdoor zijn verrassingen met de banken ongeveer volledig uitgesloten en is het enige punt om tot closing te komen enkel het laatste comfort met de cijfers.”

c) Uit het bijgevoegde document inzake de transactiestructuur in voornoemde e-mail (sub b) blijkt dat de buitengewone algemene vergadering van Xeikon in verband met de transactie vóór de levering van de aandelen door Punch International aan Bencis zal plaatsvinden, wat de zittende rvb en rvc in een andere positie plaatst dan

---

<sup>153</sup> Xeikon heeft de onderzoeker bericht dat het juist de taak van het management was om in het belang van Xeikon de toestemming van AGFA voor de *change of control* te verkrijgen en dat de *waiver* onderworpen was aan de voorwaarde dat de Overname zou doorgaan (Memorandum 26 oktober 2015, p.11). De onderzoeker meent dat ook wanneer men het eens zou zijn met deze opmerkingen, dit niet afdoet aan het feit dat olde Bolhaar enkele dagen voordat hij over de *waiver* gaat onderhandelen het management van Xeikon schriftelijk erop wijst dat het “niet toegestaan is” met AGFA te praten zolang er geen bindend bod op tafel ligt.

<sup>154</sup> Noot onderzoeker: Maes.

<sup>155</sup> Noot onderzoeker: Deschuytere.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

wanneer de algemene vergadering daarna zou plaatsvinden. Xeikon was hierop door haar juridisch adviseur geweest.<sup>156</sup>

---

<sup>156</sup> Xeikon heeft de onderzoeker bericht dat deze feiten een momentopname in een langdurig proces is waarin oude Bolhaar informatie haalt bij Bencis en van Bencis bepaalde *commitments* vraagt die oude Bolhaar in staat stellen zich een oordeel te vormen over eventuele medewerking. Bovendien zou de aangehaalde e-mail alleen de voorstelling van Bencis weerspiegelen (Memorandum 26 oktober 2015, p.12). De onderzoeker meent echter dat dat Bencis vanwege het handelen van Xeikon – waarvan de aangehaalde e-mail een illustratie is – in de veronderstelling verkeerde en mocht verkeren dat Xeikon aan de Overname zou meewerken. Daarnaast lijkt het de onderzoeker dat uit de e-mail niet alleen een bepaalde zienswijze, maar ook verwachtingen van Bencis over de medewerking van Xeikon blijken. De e-mail zegt “Zoals afgesproken zal persbericht mbt tot support pas 2 weken later gebeuren”. In de bijlage bij de e-mail “Transactiestructuur Apache” wordt over de transactiestructuur o.m. gesteld:

“(1) Overeenkomst tot verwerving van meer dan 30% van de zeggenschap in de target (dag 1 = T)

- Overeenkomst kent verschillende opschortende voorwaarden, zoals uitslag DD, mededingingsgoedkeuring, het nemen van bepaalde AvA besluiten bij de target en het verrichten van bepaalde carve-out transacties
- Persberichten van grootaandeelhouder(s), Bidco en de vennootschap waarbij transactie wordt aangekondigd en waarbij wordt vermeld dat tussen Bidco en de grootaandeelhouder(s) terzake voorwaardelijke overeenstemming is bereikt; *de target zal haar steun uitspreken voor de hoogte van het eventuele verplichte bod*” (cursief toegevoegd, onderzoeker).

Ook uit andere gegevens blijkt dat Bencis meer dan een zienswijze koesterde over de positie van Xeikon ten aanzien van het bod. Zo schrijft de juridisch adviseur van Xeikon aan oude Bolhaar op 5 augustus dat hij begrepen heeft dat Bencis er nog steeds vanuit gaat dat Xeikon z.s.m. een persbericht uitbrengt waarin Xeikon haar steun voor de Carve-Out en het bod uitspreekt.

Graulich, tot slot, heeft in een gesprek met de onderzoeker gezegd:

O: nog even over 18 juli. Voor u was het van groot belang dat Accentis eruit zou gaan. BG: het was niet enkel van groot belang, het was condi...

O: het was een condition precedent...

BG: ja.

O: en ik heb begrepen dat u niet bereid was te tekenen op 18 juli als u op dat moment geen zekerheid had dat dat daadwerkelijk ging gebeuren.

BG: ja natuurlijk ja.

O: u wist, hoe wist u dat ... op 18 juli toen u tekende, dat Xeikon ging meewerken aan de...

BG: omdat het een voorwaarde was he. Het was voor ons een voorwaarde. Het was een conditie tot closing. Dus wij hadden gezegd van, kijk whatever... he als Accentis er niet uit is voor onze transactie, dan kopen we niet.

O: ja maar dit was een voorwaarde tussen u, Bencis, en Punch International.

BG: absoluut met Punch International.

O: ja, maar degene die moest verkopen was niet Punch International, dat was Xeikon.

BG: absoluut, ja dat klopt. Maar dan is het ook logisch als men zo'n voorwaarde stelt, dan is het logisch dat Xeikon en Punch International met elkaar in contact zijn. He, dat is volledig logisch.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

d) In zijn correspondentie over de verkrijging van de opinies van Petercam heeft de juridisch adviseur van Xeikon de nadruk gelegd op het feit dat Xeikon de opinies geheel zelfstandig moest vragen, voor de eigen oordeelvorming om afspraken over met name de carve out met Bencis te kunnen maken (zie bijvoorbeeld e-mail van 28 juni 2013, 18:14). Uit de correspondentie rijst voor de onderzoeker het beeld dat Vlasblom druk heeft gezet op Petercam om de opinie snel gereed te hebben omdat Bencis en Punch International wensten dat er een opinie was voordat zij hun overeenkomst zouden tekenen:

“Beste Erik, doel momenteel is om de SPA te tekenen net na het weekend. Vanavond is een belangrijke meeting zodat we de finale datum hebben. Gaat dinsdag 2 juli lukken? Sorry voor het pushen maar we moeten nu door.” (e-mail Vlasblom aan Erik Verkest (Petercam) 25 juni 2013 3:49 PM)

“Wij vermoeden dat Bencis de SPA pas wil tekenen op het moment dat de Xeikon Letter door Xeikon getekend kan worden. De Xeikon Letter wordt best pas getekend als er zekerheid is over het bekomen van de fairness opinion(s). Vandaar dat Kees extra druk heeft gezet op Petercam.” (e-mail Calluy 28-6-2013 12:58)<sup>157</sup>

e) Voor oude Bolhaar kon geen twijfel bestaan over wat Punch International en Bencis over de carve out verwachtten van de zittende boards van Xeikon, en in het bijzonder van oude Bolhaar zelf. Rooryck schreef hem op 4 juli 2013 (22:36):

“De structuur van de transactie is zo dat er op dit moment eigenlijk geen bod is. Er is een overeenkomst in de maak tussen Punch en Bencis,

---

Maar wij hebben daar met die onderhandeling helemaal niks te maken.

O: nee, maar had u de zekerheid op een of andere manier dat Xeikon ging meewerken aan die vervreemding?

BG: nee helemaal niet. Nee, dat is juist het punt, we hadden wel ja kijk .. Ik zal u zeggen... een zekerheid... hier praten we..., het verschil is u denkt puur juridisch, ik denk bedrijfseconomisch.”

<sup>157</sup> De Xeikon-letter waarnaar hier wordt gerefereerd is de brief bedoeld in nr. 236. Xeikon heeft de onderzoeker bericht: “Voorzover al gezegd kan worden dat Petercam tot voortvarendheid is gemaand was de achtergrond daarvan dus om Xeikon houvast te geven met het oog op de ondertekening van de Xeikon *Letter*. Dat getuigt alleen maar van zorgvuldigheid.” (Memorandum 26 oktober 2015, p. 13).

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

waardoor de aandelen Xeikon in het bezit van Punch zouden worden overgedragen aan Bencis. Die overeenkomst zou nog onderworpen zijn aan een paar opschortende voorwaarden. Voor de realisatie van bepaalde van die opschortende voorwaarden is de medewerking van Xeikon vereist. Bencis eist evenwel dat reeds vóór ondertekening vaststaat dat Xeikon akkoord is om die opschortende voorwaarden in vervulling te laten gaan. De brief van Punch is misschien een beetje dubbelzinnig, maar vraagt eigenlijk niet meer dan dat de 'transactie' tussen Punch en Bencis zou worden 'gesteund' (en niet het bod) door een principiële akkoord met de voorwaarden van die onderdelen van de transactie waarbij Xeikon is betrokken, met name vooral de verkoop van Accentis. Bencis wil de deal met Punch niet eens tekenen als niet vaststaat dat Xeikon akkoord is met deze onderdelen. Als er niets getekend wordt, valt er ook niets bekend te maken. Het is dus dat of niets."

En de volgende dag schrijft Corten aan oude Bolhaar:

"ik begrijp van [de juridisch adviseur van Bencis, onderzoeker] dat Bencis van mening is dat is afgesproken dat X het bod steunt." (em 5-8-2013 19:27)

f) In nrs. 239-242 is gewezen op het document dat Calluy op 9 juli ten behoeve van Bencis heeft opgesteld omdat Bencis voorafgaande aan de closing een akkoord van de rvc van Xeikon met de Overname wenste te hebben. Xeikon heeft de onderzoeker bericht dat Calluy met het oog op het door Bencis gevraagde akkoord proactief een concept rvc besluit (in de vorm van rvc notulen) had voorbereid, maar dat er op 9 juli geen rvc vergadering heeft plaatsgevonden.<sup>158</sup> Cok heeft in een interview eveneens verklaard dat hij geen bijeenkomst heeft bijgewoond waarin medewerkers van Petercam de fairness opinies hebben toegelicht. De onderzoeker gaat er daarom vanuit dat op 9 juli geen rvc heeft plaatsgevonden. Dit neemt niet weg dat Vlasblom – die in de lezing van Xeikon sinds medio juni niet langer geconflicteerd was en in die lezing zijn bestuurschap ten volle kon uitoefenen – het groene licht aan Calluy heeft gegeven ("Geheel mee eens en akkoord") om aan Bencis te bevestigen dat er vóór de ondertekening van de overeenkomst tussen Bencis en Punch International een akkoord van de rvc met de carve out voorlag.<sup>159</sup>

<sup>158</sup> Memorandum 26 oktober 2015, p. 10-11.

<sup>159</sup> Xeikon heeft hierover opgemerkt: "Los van het feit dat de Onderzoeker niet eens heeft

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

g) De opinie van Petercam inzake de verkoop van het Accentis Belang spreekt over overeenstemming tussen Punch International en Xeikon op 18 juli 2013. Daarin wordt gerefereerd naar “The terms of the sale of the Accentis Participation and the Accentis Receivable (...) further detailed in the Transfer and Assignment Agreement between Xeikon and Punch International (the “TAA”) dated 18 July 2013.”<sup>160</sup> De tekst van deze TAA is op een enkele irrelevante redactionele aanpassing na identiek aan de overeenkomst die Xeikon en Punch International uiteindelijk tekenden. Uit de documentatie is de onderzoeker niet gebleken dat na 18 juli tussen Punch International en Xeikon enige onderhandeling over de TAA heeft plaatsgevonden.<sup>161</sup>

h) Ook voor de overeenkomst tot overdracht van de aandelen Point IT – een deelneming van Punch International die in verband met de Overname aan Xeikon zou worden overgedragen – is tussen Punch International en Bencis als onderdeel van hun SPA onderhandeld en later door Xeikon zonder wijzigingen overgenomen.

i) Ook de afspraken over het vertrek van Deschuytere geven het beeld van een handeling die tussen Xeikon en Punch International is verricht toen Xeikon zich nog formeel op het standpunt stelde dat zij aan de zijlijn stond. De handeling lijkt de onderzoeker in het bijzonder relevant omdat het hier gaat om de vervanging van de CEO, wat koersrelevante informatie is die openbaar behoort te worden gemaakt. Het verslag gaat daarom met enig detail op de kwestie in.

Schedule 2 van de SPA tussen Punch International en Bencis, die op 18 juli werd getekend, bepaalt o.m.:

---

onderzocht of vastgesteld waarop het ‘akkoord’ van Vlasblom precies zag (op de concept-notulen of op het geven van een bevestiging aan Bencis), heeft hij ook niet onderzocht of (laat staan vastgesteld *dat*) Calluy die bevestiging daadwerkelijk aan Bencis heeft gegeven. Bovendien gaat de Onderzoeker eraan voorbij dat er op 18 juli helemaal geen RvC besluit lag waarmee de carve out werd goedgekeurd.” (Memorandum van 16 februari 2016, p. 12; cursief in het origineel)

<sup>160</sup> In de draft van 5 juli 2013 wordt nog gesproken over “the Draft TAA dated 17 June 2013”.

<sup>161</sup> Xeikon heeft hierover opgemerkt (Memorandum van 16 februari 2016, p. 12) dat het hier om een fout van Petercam ging, die abusievelijk naar een overeenkomst tussen Punch International en Xeikon over de carve out refereerde, terwijl het om een *condition precedent* ging. De onderzoeker deelt deze visie niet. Onder andere uit de brief van Xeikon van 18 juli (nr. 243) blijkt dat op die datum op zijn minst een voorwaardelijke overeenkomst tussen Xeikon en Punch International bestond, waarbij de voorwaarde was dat Petercam, kort gezegd, de transactie fair zou achten. De eerste versie van de notulen van de rvc van 19 juli luiden ook: “Aldus verleent de raad van commissarissen haar akkoord m.b.t. het uitvoeren van de overdracht van de belangen van Xeikon in Accentis en alle vorderingen op Accentis, onder de opschortende voorwaarde van het verkrijgen van een fairness opinie van Petercam die bevestigt dat deze overdracht fair en “at arm’s length” gebeurt.” (Bijlage 11)

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

“The Company [Xeikon, onderzoeker] has agreed to pay €230,000 to Frank Deschuytere/his management company in connection with the possible termination of their professional relationship.”

In een e-mail van 31 juli 2013 van Calluy aan Deschuytere (met cc aan Vlasblom) schrijft Calluy:

“Hallo Frank,  
Aangepaste dading als bijlage, conform met wat gisteren is besproken.  
Als de tekst voor jou ok is, wil je dan tekenen aub?”

De tekst van de dading is nagenoeg identiek aan de definitieve tekst die gedateerd is op 20 september 2013. Uit de e-mailcorrespondentie blijkt dat de versie van 31 juli door Xeikon niet getekend is omdat de ondertekening van de dading koersgevoelige informatie werd geacht die via een persbericht openbaar zou moeten worden gemaakt en de rvc er de voorkeur aan gaf om geen persbericht te publiceren.<sup>162</sup>

Deze gegevens stemmen niet overeen met de informatie over de totstandkoming van de dading die Xeikon aan de onderzoeker heeft verstrekt. Volgens Xeikon was de dading het gevolg van twee gesprekken die olde Bolhaar samen met Cok in september zouden hebben gevoerd.<sup>163</sup>

j) De onderzoeker wijst voorts op de Bencis Brief (nrs. 235-238 en 250). Het document is bijgevoegd als **Bijlage 9**.

Een eerste kwestie betreft de status van het document. Volgens Xeikon is dit niet een overeenkomst, maar meer een stappenplan. De onderzoeker kan dit standpunt niet delen. Reeds uit de beginwoorden van de slotbepaling (“This agreement is governed by Dutch law.”) volgt naar zijn oordeel dat het hier wel om een overeenkomst gaat.

---

<sup>162</sup> Em van 9 augustus 2013 14:03.

<sup>163</sup> Memoranda van 13 april 2015 (onder 3.4.11) en van 26 oktober 2015, p. 37.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

De overeenkomst is van belang omdat, zoals de juridisch adviseur van Xeikon opmerkte, zij een breuk vormt met het beleid van Xeikon om aan de zijlijn te blijven.<sup>164</sup> De ondertekening van de overeenkomst past ook in de lijn van de hiervoor sub b) en c) geschetste verwachtingen van Bencis dat Xeikon haar medewerking had toegezegd aan de carve out en het bod en van de besprekingen binnen de rvc zoals die blijken uit de eerste versie van de notulen. Vanaf het moment van ondertekening van deze overeenkomst kon Xeikon niet langer volhouden dat zij aan de zijlijn stond en had zij de markt moeten informeren, iets waarop zowel Calluy als LoyensLoeff meermaals vergeefs bij vooral oude Bolhaar hebben aangedrongen.

Xeikon heeft over het document opgemerkt dat het bepalingen bevat die normaliter in een merger protocol worden opgenomen.<sup>165</sup> De onderzoeker deelt dit standpunt, dat ook een bevestiging vormt van het contractuele karakter van het document. Maar het standpunt is moeilijk te rijmen met de mededeling van Xeikon aan de AFM op 11 september dat er geen fusieprotocol tussen Bencis en Xeikon was afgesloten (nr. 278).

k) De AFM heeft Xeikon naar aanleiding van het Position Statement gevraagd of Xeikon met Bencis in het kader van de Overname afspraken had gemaakt over onder andere de inkoop van eigen aandelen. Daarop heeft Xeikon geantwoord:

“Deze toezeggingen zijn mondeling gedaan.” (nr. 278).

### *Conclusie*

376. De structuur van de Overname heeft de positie van Xeikon in het overnameproces in belangrijke mate bepaald. Xeikon kon aan de zijlijn blijven of actief betrokken zijn. De onderzoeker onderkent dat Xeikon voor een dilemma stond: instemmen met een transactie onder voorwaarden die door anderen waren gedictieerd – met als zeker gevolg bevrijding uit Punch International en Accentis –, of zelf de voorwaarden mee willen bepalen – met als mogelijk gevolg dat de transactie niet door zou gaan en Xeikon ge-sandwiched bleef tussen Punch International en Accentis. Bij de

---

<sup>164</sup> Deze adviseur had afgeraden de overeenkomst te tekenen. Xeikon bestrijdt dat er sprake zou zijn van een breuk, omdat zij al na 18 juli niet langer aan de zijlijn stond (Memorandum 15 februari 2016, p. 13).

<sup>165</sup> Memoranda van 13 april en 26 oktober 2015, p. 24, resp. 35.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

oplossing van dit dilemma stonden twee dingen voorop. In de eerste plaats waren Punch International en Bencis principieel vrij om te bepalen of, en zo ja onder welke voorwaarden, zij de Overname tot stand wilden brengen. In de tweede plaats, en zoals al eerder is opgemerkt, was het eindresultaat van de Overname voor Xeikon, namelijk afscheid nemen van Punch International en Accentis, strategisch zeker een goede uitkomst. In zoverre was het eerste alternatief – instemmen met wat anderen hadden besloten – principieel aanvaardbaar.

377. Wat Xeikon naar het oordeel van de onderzoeker in de omgang met dit dilemma beter had kunnen en moeten doen, is dat zij de keus om aan de zijlijn te blijven duidelijker had kunnen nemen, implementeren en communiceren.
378. Al op 25 januari, aan het begin van de Overname, hebben Punch International en Bencis de voorwaarden van de Overname zonder zichtbare inbreng van Xeikon vastgesteld. Geconfronteerd met deze houding van de meerderheidsaandeelhouder en de bieder, had Xeikon bewuster en weloverwogen haar positie moeten bepalen. Een concreet middel daartoe, dat door de juridisch adviseur ook is voorgesteld, was om al in een vroeg stadium een eigen financieel adviseur in de arm te nemen.
379. Daarnaast had de zijlijn-strategie met meer consequentie uitgevoerd kunnen worden. Xeikon heeft echter met een cumulatie van daden van op zijn minst passieve medewerking de transactie zover laten komen dat er, in ieder geval na de Bencis Brief (20 augustus 2013), praktisch gesproken voor haar geen weg terug meer was.
380. Tot slot had Xeikon transparanter moeten zijn in haar communicatie over de eigen positie ten opzichte van de transactie. De gepubliceerde persberichten wekten op zijn minst de indruk dat Xeikon rechtstreeks in gesprek was met de overnemer. In ieder geval uiterlijk met de ondertekening van de Bencis Brief, had Xeikon openbaar moeten maken dat zij besloten had aan de Overname mee te werken.
381. Alles afwegend komt de onderzoeker tot de conclusie dat het beleid van Xeikon ten aanzien van dit deelaspect van de Overname niet juist is geweest, maar dat de gemaakte fouten, hoewel serieus te noemen, de kwalificatie wanbeleid niet rechtvaardigen.



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

## 7 De carve out

382. De Overname is gestructureerd als een overneming van een geheel zelfstandig Xeikon, dat wil zeggen, een Xeikon die geen banden zou hebben met moeder Punch International en dochter Accentis. De enige uitzondering op dit uitgangspunt was de voortzetting van de huurverhouding van een site (Lier) die Xeikon huurde van Accentis.
383. Deze verzelfstandiging werd door betrokkenen de 'carve out', en ook de 'disentanglement' genoemd. Hierna zal de eerste term worden gebruikt.
384. De carve out bestond in hoofdzaak uit de onderdelen die al bij de eerste *expression of interest* van Bencis in januari werden genoemd. De twee belangrijkste onderdelen waren de Accentis Deelneming en de Accentis Vordering. Beide onderdelen tezamen worden in dit verslag het Accentis Belang genoemd. Minder belangrijk, maar ook relevant omdat het waarderingstvragen zou kunnen oproepen, is de voortzetting van de huur van de site Lier (hierna '**de huur Lier**'), en de overdracht van de aandelen Point IT, die eigendom waren van Punch International.
385. De carve out is aldus vormgegeven dat Xeikon enerzijds en Punch International en Accentis anderzijds hun onderlinge verhoudingen, met uitzondering van de huur Lier, zouden beëindigen. Het resultaat van de carve out zou voor Xeikon zijn dat haar rekening courant verhouding met Punch International eindigde, zij geen vordering op noch deelneming in Accentis had, onroerend goed in leper verkreeg en de huur Lier voortzette.
386. Het is van bijzonder belang dat de voorwaarden waaronder de carve out plaatsvond worden onderzocht. Dit geldt vooral voor de voorwaarden waaronder het Accentis Belang door Xeikon aan Punch International is overgedragen. De carve out is immers voor Xeikon een transactie met een verbonden partij, haar meerderheidsaandeelhouder, in het kader van een overname die uiteindelijk alle aandeelhouders zou aangaan. De carve out hield het risico in, indien zij op voor Xeikon niet marktconforme voorwaarden zou geschieden, dat de meerderheidsaandeelhouder een voordeel zou toekomen dat aan de minderheidsaandeelhouders werd onthouden.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

387. Bij de beoordeling van de voorwaarden van de carve out stelt de onderzoeker voorop dat voor de carve out als zodanig hetzelfde geldt als voor de Overname als geheel: het berustte op een gezonde rationale. Het doorsnijden van de banden met Punch International en Accentis was conditio sine qua non van een succesvolle overname. Dit vindt bevestiging in het feit dat alle partijen – afgezien van Punch International zelf – die belangstelling hebben gehad voor een overname van Xeikon een dergelijk doorsnijden van banden als voorwaarde hebben gesteld. De carve out, zoals deze uiteindelijk vorm heeft gekregen in de Overname, is in wezen gelijk aan die welke met andere partijen is besproken (NPM, Gilde en Goss).
388. De onderzoeker betreft verder bij zijn beoordeling dat de voorwaarden van een verzelfstandiging zoals de carve out in belangrijke mate een kwestie van onderhandeling tussen bieder en Xeikon was. Hoezeer Xeikon een hogere prijs voor haar activa mogelijk zou willen verkrijgen, uiteindelijk is bepalend in hoeverre de bieder bereid is de gevraagde prijs te betalen. Dit neemt niet weg dat het de taak van bestuurders en commissarissen van Xeikon is ervoor te zorgen dat de verzelfstandiging niet oneigenlijk wordt gebruikt om de meerderheidsaandeelhouder te bevoordelen en dat verschillen in waardering van activa deugdelijk worden verantwoord. Een activum, zoals de Accentis Vordering, dat op de jaarrekening consequent op € 20 miljoen wordt gewaardeerd kan niet zonder een zeer deugdelijke motivering voor € 6 miljoen worden overgedragen.
389. Tegen deze achtergrond is de conclusie van de onderzoeker dat er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan de zakelijkheid van de carve out voor Xeikon en aan de correctheid van de besluitvorming daarover binnen Xeikon.
390. Xeikon heeft over het standpunt van de onderzoeker inzake de carve out opgemerkt dat de onderzoeker “niet heeft onderzocht of de koopprijs voor het belang in en de vordering op Accentis betaald heeft *fair* is. Zijn conclusie dat Punch International ‘*mogelijk*’ is bevoordeeld valt daarmee niet te rijmen, nog daargelaten dat de Onderzoeker niet heeft vastgesteld dát Punch International daadwerkelijk is bevoordeeld (en Punch International overigens niet bevoordeeld is). De enkele verwijzing naar het verschil tussen de boekwaarde en de betaalde prijs voor de Accentis vordering en naar ‘*bedenkingen van verschillende partijen*’ biedt geen basis voor de conclusie van de Onderzoeker.”<sup>166</sup> Daarnaast heeft Xeikon verschillende

---

<sup>166</sup> Memorandum 15 februari 2016, p. 22; cursief in het origineel. In dezelfde lijn heeft Cok gesteld:

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

omstandigheden aangevoerd die de carve out in haar ogen rechtvaardigden, onder meer: op de Accentis Deelneming was sinds 2010 een waardevermindering van 8 miljoen geboekt, er was geen markt voor de overname van deze deelneming, er was een kans dat Accentis er niet in zou slagen haar financiering te regelen, Xeikon had geen *fall back* scenario als de Overname niet door zou gaan.<sup>167</sup>

391. Het is inderdaad juist dat de onderzoeker de fairheid van de prijs die Punch International betaald heeft voor het Accentis Belang niet inhoudelijk heeft onderzocht. Dit onderwerp valt als zodanig, naar het oordeel van de onderzoeker, buiten de onderzoeksopdracht.<sup>168</sup> Maar ook zonder dat onderzoek is het mogelijk twijfels te uiten over de zakelijkheid van de transactie en de mogelijke bevoordeling van Punch International, op een vergelijkbare manier als bijvoorbeeld de accountant van Xeikon twijfels kon koesteren ondanks het feit dat hij de overgedragen activa niet zelf heeft gewaardeerd. Wat betreft de wenselijkheid van de transactie verwijst de onderzoeker naar zijn vooropstelling in nr. 387.
392. De twijfels over de zakelijkheid berusten op de volgende omstandigheden.

*Bedenkingen van verschillende partijen*

393. Verschillende hierna te noemen partijen hebben serieuze bedenkingen over de waardering naar voren gebracht. Tegenover deze bezwaren heeft Xeikon, voor zover de onderzoeker heeft kunnen nagaan, slechts gesteld dat dit nu eenmaal de voorwaarden van de Overname waren. De onderzoeker geeft enkele van deze bedenkingen weer.
394. In een e-mail van 23 januari (daags vóór de bespreking met Bencis op de 26ste) schrijft BDO aan Vlasblom:

“Gevolgen van de afgesproken carve-out

---

“De onderzoeker mag niet twijfelen aan iets – de zakelijkheid van de carve out – dat hij niet heeft onderzocht.” (Notitie 16 februari 2016, p. 34).

<sup>167</sup> Memorandum 15 februari 2016, p. 23-25.

<sup>168</sup> De onderzoeker meent, gelet op de beschikking van de raadsheer-commissaris in deze zaak van 1 augustus 2016, dat hij dit standpunt heeft kunnen innemen.

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Het nu voorliggende plan om de aandelen Accentis te verkopen voor € 1 mln. (waardering o.b.v. boekwaarde ca. € 12 mln. per 31-12-11 en o.b.v. beurskoers 31-12-12 ca. € 5 mln.) en de na aankoop pand leper resterende vordering op Accentis voor € 6 mln. (nominaal € 20 mln.)

De aandelen Accentis worden verkocht voor een bedrag van 20% van de beurskoers, de vordering op Accentis wordt verkocht voor een bedrag van 30% van de nominale waarde.

Dit leidt tot de volgende complicaties:

a) Als jullie betogen dat dit de reële waarde is van deze activa dan moet je uit kunnen leggen wat er veranderd is tussen moment opmaken jaarrekening 2011 (april 2012) en datum van de overeenkomst met de participatiemij. van december 2012. Met andere woorden; wat is er bij Accentis veranderd in deze 8-maandsperiode ? De tussentijdse cijfers en update van Accentis geven ons inziens geen aanleiding om te veronderstellen dat de situatie daar ernstig is verslechterd (halfjaarresultaten 2012 van Accentis lagen in lijn met verwachtingen in meerjarenprognose). Jij gaf aan dat er ook feitelijk niets veranderd is bij Accentis. Als je vol gaat houden dat de genoemde bedragen van resp. € 1 mln. en € 6 mln. echt de fair values waren in december 2012, betekent dit dat achteraf gezien de cijfers 2011 niet juist waren. Dan moet je dus de cijfers 2011 herzien. Gezien de beantwoording van de vragen van de AFM over 2011 tot nu toe zou dit ook richting AFM een extreme standpuntwijziging betreffen.

b) Als je er vanuit gaat dat de reële waarde van deze activa hoger is dan de waarden zoals genoemd in de overeenkomst vormt de lage overdrachtprijs hiervan kennelijk een compensatie voor de (te lage) aandelenprijs die PI ontvangt. In dat geval worden de overige aandeelhouders benadeeld, en krijg je uiteraard ook geen fairness opinie bij deze waardering. Je hebt dan in feite een voordeel toegespeeld aan één aandeelhouder. Wij hebben niet uitgezocht wat de juridische gevolgen daarvan zijn, maar dit lijkt ons geen wenselijke situatie.

Het gaat dus óf niet goed omdat je cijfers 2011 zal moeten corrigeren (situatie a), óf omdat je de andere aandeelhouders benadeelt (situatie b). Nog los van de vraag of het zal lukken een fairness opinie te krijgen bij

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

deze waarderingen.

Tijdens ons gesprek hebben wij van gedachten gewisseld hoe dit je dit probleem kan ondervangen. Daarbij was de conclusie dat de enige mogelijkheid is om de afspraken uit december 2012 met de part.mij. aan te passen op een zodanige wijze dat de afgesproken overdrachtswaarden in lijn komen te liggen met de reële waarde van deze activa. Dan benadeel je geen andere aandeelhouders en hoef je niet op voorhand je cijfers 2011 corrigeren hiervoor. *Wij concludeerden dat dit zal zijn een bedrag omstreeks de beurskoers voor de aandelen en een bedrag met eventueel een beperkte discount op de nominale waarde van de vordering op Accentis.* Hoe dit dan verder uitpakt voor alle betrokkenen laten wij hier verder buiten beschouwing.

Dit is nog steeds onze visie.” (cursief toegevoegd)

395. In een memo van 16 augustus schrijft BDO naar aanleiding van de fairness opinie van Petercam over de verkoop van het Accentis Belang:

o “Impairment indicaties lening Accentis  
*IAS 39 geeft diverse indicaties voor mogelijke impairment; ernstige financiële problemen van de tegenpartij, contractbreuk door het niet kunnen betalen van contractueel overeengekomen rente en aflossing, waarschijnlijk faillissement, financiële reorganisatie etc.*  
*Als gesteld wordt dat hiervan bij Accentis nu sprake is, is vervolgens de vraag of dit ook al niet aan de orde was ten tijde van het opmaken van de jaarrekening 2012 van Xeikon. Dit lijkt wel logisch want in 4 maanden zal er normaal gesproken weinig ontwikkeling zijn op dit vlak.*  
*In april 2013 is onderkend dat Accentis eind 2014 een stretch moet doen van lopende leningen om niet in de cash-problemen te komen. Dit werd toen haalbaar geacht.*  
*Het resultaat van Accentis exclusief waardeveranderingen in de vastgoedbeleggingen is de afgelopen jaren positief geweest, het eigen vermogen bedraagt volgens de jaarrekening 2012 ca. € 43 mln. (balanstotaal € 185 mln.), de solvabiliteit bedraagt 23%, de loan to value voor de financiële schulden op het vastgoed (excl. leningen verbonden partijen) bedraagt per 31 december 2012 ca. 50%. De banken van*

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

*Accentis hebben een garantie van Punch International (€ 80 mln.) voor de nakoming van de financiële verplichtingen van Accentis jegens de banken. Punch International heeft deze middelen niet maar kan haar bezit in Xeikon N.V. te gelde maken om aan de verplichtingen te voldoen. Na de effectuering van de voorgenomen transactie met Bencis zijn deze middelen er bij PI wel als cash.*

*(...)*

*Een impairment van de lening komt dus aan de orde bij het gedeeltelijk niet meer betalen van rente en aflossing. Het alleen uitstellen van rente en aflossing waarbij rente over het uitgestelde gedeelte wordt betaald leidt niet tot impairment.*

*Tussentijdse verkoop van de lening*

*(...)*

*Petercam calculeert in haar fairness opinie de markrente voor deze lening op 22%. Wij vragen ons af of dit percentage inderdaad gebruikt kan worden voor deze lening. Als dit percentage gemotiveerd wordt door een zeer hoog risico op credit risk zal dit naar onze mening ook moeten leiden tot een impairment indicatie en impairment verlies, dat waarschijnlijk ook in de cijfers 2012 tot uitdrukking had moeten worden gebracht.*

*NB:*

*Xeikon heeft eind 2008 de Accentis-lening van PI overgenomen voor nominale waarde minus een zeer beperkte discount (3 %). Nu wordt de lening terug verkocht aan PI met een discount van 77% (€ 5 mln. opbrengst ten opzichte van € 22 mln. boekwaarde).*

*(...)*

*De gehanteerde 22% komt ons erg hoog voor"*

396. In een draft rapport van PWC van 19 maart in verband met due diligence onderzoek bij Xeikon wordt gesteld:

*"\* Because the above steps<sup>169</sup> are mainly transactions between related parties, it is of the utmost importance that the value of the participation in Accentis and the receivable which Apache has on Accentis and PI is at arm's length and can be substantiated.*

---

<sup>169</sup> Noot onderzoeker: de carve out.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

*\* In this respect, it is not clear whether the sale of 43.74% stake in Accentis and the remaining receivable of some €21m for a total amount of €9.6m is at arm's length. This needs to be analysed before implementation.*" (cursief toegevoegd)

#### *Inconsistenties van Xeikon in de waarderingen*

397. De twijfels over de zakelijkheid van de carve out berusten voorts op de ongerijmdheid tussen de waarderingen die aan de carve out ten grondslag liggen en waarderingen die Xeikon in een ander verband heeft toegepast zonder dat er een overtuigende verklaring is gegeven voor de ongerijmdheid.
398. De jaarrekeningen 2009-2012 hebben de Accentis Vordering consistent tegen nominale waarde gewaardeerd.
399. In een brief aan de AFM van 28 september 2010 schrijft Xeikon:

"Punch Graphix N.V. ("Punch Graphix") heeft de langlopende vordering op Accentis N.V. ("Accentis") gewaardeerd zonder rekening te houden met een afwaardering omdat Accentis tot nu toe aan al haar verplichtingen naar schuldeisers heeft voldaan, de jaarrekening is opgesteld volgens het going concern beginsel en daarnaast is de rente over de langlopende lening aan Punch Graphix over 2009 betaald. Punch Graphix heeft kennis genomen van het meerjaren plan van Accentis (zie tevens antwoord in onderstaande paragraaf) en daarnaast kan zij meerjarige huurverplichtingen verrekenen met de uitstaande lening."

400. De notulen van de rvc van 15 juni 2009 vermelden:

"De RvC beslist bovendien om te trachten om de aandelen en R/C van PGX in Accentis ter verkopen. Minimumprijs voor onderhandelingen is EUR 50 Mio, bestaande uit EUR 43 Mio.(aandelen en R/C) en uit gebouw Heultje (waarde EUR 7 Mio). Van de mogelijke opbrengst van EUR 43 Mio dient een deel terugbetaald te worden aan de banken. PGX heeft oorspronkelijk EUR 20,7 Mio betaald voor de aandelen Accentis. Hierdoor ontstaat een boekverlies van ca EUR 10 Mio. De RvC geeft hierbij toelating

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

aan het bestuur om diverse scenario's rond de participatie te bekijken.”

Die van 23 februari 2010:

“Uitkomst goodwill impairment test:

De direct realiseerbare waarde van de participatie en de vordering Accentis wordt door BDO geraamd op 25MEUR, bestaande uit 5MEUR voor de participatie en 20MEUR voor de vordering. De RvC kan zich vinden in de waarde van de vordering ad 20MEUR. De argumentatie is gelegen in het feit dat de contante waarde van de nominale vordering ad 30MEUR tegen een WACC van 9% 20MEUR bedraagt.”

401. In het accountantsverslag van 1 mei 2013, over de jaarrekening 2012, schrijft BDO:

“De lening aan Accentis heeft een boekwaarde van € 25,9 mln ultimo 2012, de verschuldigde rente over 2012 ad € 1,6 mln is door Accentis schuldig gebleven aan Xeikon. In 2013 wordt naar verwachting de lening, inclusief de te ontvangen rente, voor een bedrag van ca. € 7 mln afgelost. Dit geschiedt door middel van de aankoop door Xeikon van Accentis van het bedrijfsgebouw te Leper, waarbij de koopsom minus financieringsschuld zal worden verrekend met de lening.

De kasstroomprognoses van Accentis geven aan dat er voor 2013 en 2014 toereikende liquiditeit aanwezig is om aan de rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen. Ons is medegedeeld dat Accentis voornemens is om in 2014/15 een herfinanciering te plannen voor de gehele groep. Dit heeft als doel om de aflossingen in lijn te brengen met de resterende gebruiksduur van de objecten en met hetgeen gebruikelijk is bij vastgoedfinancieringen. Dit geeft dan ook op de lange termijn voldoende vrije kasstromen om aan alle verplichtingen te voldoen. De rente op de lening zal vanaf medio 2013 gelijk zijn aan het 3-maands Euribortarief verhoogd met een opslag van 2% in plaats van het huidige vaste rentepercentage van 6,0%. Dit is contractueel in 2008 overeengekomen. Het feit dat het 3-maands Euribortarief inmiddels significant lager is dan ten tijde van het afsluiten van de leningovereenkomst in 2008, is geen reden onder IFRS om de waardering van de lening in de jaarrekening 2012 aan te passen. *Op basis van*



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

*voorgaande feiten en omstandigheden is de Raad van Bestuur van mening dat er geen redenen zijn om een eventuele bijzondere waardevermindering op de vordering op Accentis door te voeren. Wij onderschrijven deze mening.” (cursief toegevoegd, onderzoeker)*

402. Xeikon heeft de onderzoeker erop gewezen dat alle partijen die belangstelling getoond hebben voor een overname een korting op de Accentis Vordering hebben bedongen. Deze omstandigheid doet er echter niet aan af dat Xeikon zich ook bewust was van de noodzaak om de korting in het bijzonder tegenover de minderheidsaandeelhouders te verantwoorden. Hiervan geeft bijvoorbeeld blijk correspondentie tussen Vlasblom en Deblauwe bij gelegenheid van de beoogde overname door NPM:

“Wim, na een nachtje slapen en nadenken over de condities van ons overleg van vrijdag voorzie ik problemen met de waardering van de vordering van Accentis met een boekwaarde van vandaag ad 30 MEUR naar een transactiewaarde van 10 MEUR.

Het zoeklicht van de AFM en VEB in verband met “transacties met related parties” staat dan vol aan. Mijn suggestie zou zijn aanpassen als volgt 30 MEUR minus een discount van zeg 25% = 22,5 MEUR. Dit is naar de markt inclus de aandeelhouders van Accentis beter uit te leggen want anders leg je mijn in ziens een bom onder Accentis wanneer de markt weet krijgt van een discount van 20 MEUR (30 naar 10). Uiteraard stijgt de prijs per aandeel met een dito bedrag ( $12,5 \text{ MEUR} / 26.384 = + 0,47$ ).

Het uitdividen van de participatie Accentis is geen probleem want dit wordt verdeeld over alle aandeelhouders.

Graag jouw gedachte hierover. Wanneer kunnen we bellen? Vanmiddag?”<sup>170</sup>

In vervolgcorrespondentie schrijft olde Bolhaar o.m.:

“Kees

Wat is de onderbouw van de discount??? Deze dient consistent te zijn met de waarderingsonderbouw in onze jaarafsluiting en het accoord van

---

<sup>170</sup> Em 14 februari 2010 10:00.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

de RvC eerder gegeven om de participatie in Accentis te verhogen”<sup>171</sup>

403. De onderzoeker wijst, tot slot, op een calculatie die Maes en Vlasblom in mei 2012 hebben gemaakt in verband met de mogelijke invoering van een werknemersparticipatieplan bij Xeikon. De calculatie lijkt de onderzoeker om de volgende redenen relevant.<sup>172</sup> Zij is afkomstig van het bestuur van Xeikon; zij is opgesteld enkele maanden voordat het eerste bod in verband met de Overname werd gedaan; Maes was op het moment waarop de calculatie werd gemaakt bestuurder van Punch International en Vlasblom zou enkele maanden later daar CEO worden; de calculatie geeft inzicht in de waarde die bestuurders van Xeikon aan het bedrijf toekennen (het kopje van de calculatie luidt ook ‘Waardering Xeikon’); zij komt tot een waarde die – afgezien van de waardering van de Accentis Vordering en de Accentis Deelneming – niet substantieel verschilt van de waardering die Bencis conform de Term Sheet die gediend heeft voor de bespreking van 26 januari 2013 aan Xeikon toekende en die geleid heeft tot de prijs die Bencis uiteindelijk betaald heeft. Beide waarderingen worden als **Bijlage B-4.a** (waardering management Xeikon i.v.m. participatieplan) en **Bijlage B-4.b** (Term Sheet Bencis i.v.m. Overname) toegevoegd. De waardering berekent de opbrengst van de verkoop van de Accentis Deelneming aan Punch International op EUR 11 miljoen en van de Accentis Vordering ook aan Punch International op EUR 15 miljoen.
404. Tegenover deze omstandigheden staat dat Xeikon een fairness opinion van een gereputeerde derde over, kort gezegd, de faire waardering van het Accentis bij gelegenheid van de Overname heeft verkregen. Ook betreft de onderzoeker in zijn oordeel dat Xeikon in het verleden geprobeerd heeft de Accentis Vordering te (laten) verkopen, maar dat de adviserende banken daarvoor geen mogelijkheden zagen.

---

<sup>171</sup> Em 15-2-2010 12:40.

<sup>172</sup> Het idee achter het opzetje voor het optieplan was volgens Xeikon dat het een duur van 3 jaar zou hebben. Onzeker was op dat moment (mei 2012) wat er in beoogde looptijd van het optieplan zou gebeuren, een van de aannames was daarom een ‘going concern’ situatie (er liepen geen gesprekken met gegadigden voor een overname van Xeikon en/of Accentis, ook niet met Punch International), en – om het plaatje compleet te maken – werd in de pro forma de aanname gedaan dat Xeikon en/of Accentis gedurende de looptijd van het optieplan wellicht zou(den) worden verkocht. De in de pro forma waardering opgenomen ‘verkoopprijs’ voor het Accentis belang en de Accentis vordering was vooralsnog niet meer dan een hypothese (‘stel dat’), louter om een eerste beeld te verkrijgen. De waardering had dus niet meer dan een hypothetisch karakter en de pro forma waardering waarin enkele (‘stel dat’) aannames zijn gedaan kan dus niet vergeleken worden met de waardering vijf maanden later ten behoeve van de overname door Bencis. Aldus steeds Xeikon.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Zo schrijft een medewerker van Dexia aan Vlasblom op 2 maart 2011:

“Beste Kees,

Ook intern eens nagevraagd en in de huidige Accentis en globale markt omstandigheden is daarvoor geen markt te vinden om de lening zelf te herfinancieren (je kunt moeilijk aanvaarden dat je 10-20 krijgt voor 100 kapitaal.)”

405. Maar ook wanneer deze omstandigheden in aanmerking worden genomen is het overheersende beeld dat over de zakelijkheid van de waardering van het Accentis Belang serieuze twijfels bestaan.

*Twijfels over de correctheid van de besluitvorming*

406. De documentatie geeft voorts aanleiding om aan de correctheid van de besluitvorming over de carve out te twijfelen.
407. De twijfels zijn gegrond in de eerste plaats op het feit dat de voorwaarden van de carve out aan het begin van de Overname door Punch International en Bencis zijn bepaald zonder inbreng van Xeikon. Het ging hier echter om activa van Xeikon en op dit punt had Xeikon al vanaf het begin meer onderhandelingsruimte voor zichzelf kunnen eisen.
408. Daarnaast had het management van Xeikon zelf twijfels over fairheid van de waardering. De onderzoeker wijst op de opmerking van Vlasblom met de kennelijke strekking dat de prijs die Punch International betaalde voor het Accentis Belang “te laag” was (nr. 254). Ook olde Bolhaar heeft zorgen geuit over de waardering die in dezelfde lijn liggen. Hij schreef:

“• Het risico dat gezien wordt in de huidige waardering van de Accentis deal is dat we eventueel beschuldigd zouden kunnen worden van misleiding omdat we in het jaar verslag dat we nu publiceren vermelden dat de werkelijke waarde 25 mln is Daarnaast denk ik dat het lastig uit te leggen is dat we 4 maanden praten en in deze 4 maanden niemand benaderd hebben om Accentis over te nemen”<sup>173</sup>

---

<sup>173</sup> Em olde Bolhaar 12-4-2013 15:56.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

409. De twijfels worden voorts gevoed doordat in het bijzonder olde Bolhaar als voorzitter van de rvc en enige niet geconflieeerde persoon bedacht moest zijn op het tegenstrijdige belang dat Xeikon ten opzichte van Punch International had in de carve out. Hij moest er ook op bedacht zijn, mede gezien de ervaring bij de verkrijging van het Accentis Belang eind 2008, dat ook deze keer Punch International te zeer het eigen belang zou kunnen nastreven ten koste van de minderheidsaandeelhouders.
410. Ook ten aanzien van één van de onderdelen van de carve out – de huur door Xeikon van een pand van Accentis dat Xeikon gebruikt voor zijn activiteiten – was het Xeikon bekend dat de voorwaarden niet marktconform waren, maar in het voordeel van Accentis.<sup>174</sup> De “Term Sheet” die Bencis aan Xeikon bij e-mail van 25-1-2013 17:32 deed toekomen stelt onder 10:

Huurovereenkomst pand Lier:  
aantal m2 25.088  
huidige huursom 3.152.392  
next break 30/09/2013  
doorlopend contract tot 30/06/2017  
nieuw contract tot 30/06/2019 obv huidige condities  
**marktconforme condities vanaf 1/7/2019**<sup>175</sup>

---

<sup>174</sup> Xeikon heeft aan de onderzoeker bericht dat de huur Lier onder de voorwaarden van de carve out marktconform was. De afspraak hield in dat de overeenkomst verlengd zou worden eerder dan in de overeenkomst was voorzien. In verband met die verlenging verkreeg Xeikon een tijdelijke discount op de huurprijs. Dit – zo stelt Xeikon – is heel gebruikelijk bij huur van kantoor/bedrijfsruimte; in ruil voor de zekerheid die de verhuurder krijgt dat hij de ruimte kan (door)verhuren ontvangt de huurder een tijdelijke discount op de huurprijs. Dat is de reden dat tot de overname een hogere huur en na 30 juni 2017 weer een hogere huur werd betaald. In de tussentijd gold als trade off die lagere huurprijs. Memorandum 26 oktober 2015, p. 33.

<sup>175</sup> Vetgedrukt ook in het origineel. De onzakelijkheid van de prijs vindt steun in andere stukken in de documentatie. De onderzoeker volstaat met te wijzen op de bijlage bij een e-mail van Luijt (BDO) aan Vlasblom van 11 februari 2013 13:11, waar gesteld wordt: “Related parties: a. Voor Lier wordt € 3 mln. huur betaald aan Accentis terwijl volgens CBRE een huur van € 1,7 mln. marktconform is. Gevolgen voor toelichting in jaarrekening bespreken.” (p. 3, onder 13). BDO heeft de onderzoeker bericht dat de directie van Xeikon desgevraagd heeft aangegeven dat dit contract in het verleden is afgesloten en dat als men nu [de onderzoeker begrijpt: het moment waarop het gesprek tussen BDO en de directie plaatsvond, februari 2013] een contract zou afsluiten er een lagere huur van toepassing zou zijn. Er was geen directe verklaring voor de omvang van het verschil en het contract moest uitgediend worden tot einde looptijd, aldus nog steeds BDO.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

### *Conclusie*

411. Er bestaan serieuze twijfels over de zakelijkheid van de carve out. De prijs die Punch International heeft betaald voor het Accentis Belang is significant lager dan alle waarderingen die Xeikon zelf vóór de carve out aan dat belang heeft toegekend, ook wanneer bij die waardering werd uitgegaan van omstandigheden die vergelijkbaar zijn met die van de carve out (verkoop aan Punch International, snelle verkoop...). De prijs was bovendien significant lager dan de prijs waarvoor Punch International dezelfde activa vijf jaar eerder aan Xeikon had verkocht.
412. Er was voor Xeikon alle aanleiding om juist dit onderdeel van de Overname met waarborgen te omkleden: het ging om een transactie met de meerderheidsaandeelhouder, deze aandeelhouder had een slecht track record juist in verband met deze activa, de twijfels over de zakelijkheid zijn door verschillende partijen gesignaleerd... Het feit dat een gerenommeerde partij de fairheid van de prijs heeft getoetst heeft de zweem van onzakelijkheid die rondom de transactie is blijven hangen naar het oordeel van de onderzoeker niet kunnen wegnemen.
413. De onderzoeker komt tot de conclusie dat dit deelaspect van de Overname blijk geeft van wanbeleid.

## **8 De inkoop van eigen aandelen bij gelegenheid van de Overname**

414. Een van de voorwaarden van de Overname was dat binnen twee weken nadat Bencis de aandelen Xeikon van Punch International zou hebben overgenomen Xeikon tussen 4.922.906 en 8.205.844 eigen aandelen zou verkrijgen, wat overeenkomt met tussen 17.2% en 28.6% van haar geplaatste kapitaal. De inkoop zou plaatsvinden voor een bedrag van € 5,85 per aandeel, dat gelijk is aan het bedrag dat aan Punch International volgens de SPA is betaald en dat onder een uit te brengen verplicht openbaar bod aan alle andere aandeelhouders zou worden aangeboden. Het uiteindelijke totale bedrag van de inkoop bedroeg afgerond ca. € 30 miljoen.
415. Bencis en Xeikon hebben als reden voor de inkoop aangedragen dat de inkoop

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

aandeelhouders de mogelijkheid bood om niet te hoeven te wachten totdat het openbaar bod zou zijn uitgevoerd. De inkoop is gepresenteerd als een gelegenheid tot onmiddellijk vertrek uit Xeikon.

416. In de onderzoeksbeschikking heeft de OK vraagtekens geplaatst bij onder andere het belang dat voor Xeikon gemoeid zou zijn bij de inkoop (ro. 3.19 e.v.). Het verslag gaat nu op deze kwestie in.
417. De inkoop is niet een door Xeikon bedachte maatregel, maar een door de banken aan Bencis gestelde financieringsvoorwaarde. Dit blijkt onder meer uit de Bencis Brief, waarin in een van de considerans wordt gesteld:

*“as from completion of the Private Sale, Xeikon will repurchase own shares (up to maximum 28% of the shares), which will be financed with available cash and third party financing (the Repurchase); the Repurchase is a requirement from the lenders in the overall financing structure;”* (cursief toegevoegd)

418. De onderzoeker heeft in het belang van Xeikon geen bijzondere rechtvaardiging voor de inkoop kunnen vinden. De geïnteresseerde was Bencis, zoals blijkt onder andere uit een memo van de juridisch adviseurs van Bencis dat op 9 juli aan olde Bolhaar is toegezonden:

*“as from completion of the Private Sale, repurchase of shares by Xeikon from the free float and, as the case may be, Bidco as a means to accelerate creating debt on the level of Xeikon (the Repurchase), which is a key requirement from the lenders;”*

419. De inkoop was niet in het belang van Xeikon in zoverre zij was gefinancierd met eigen middelen van Xeikon of met door Xeikon aan te trekken vreemd vermogen. Een document waarin de financieringsstructuur van de Overname uiteengezet verwoordt dit als volgt:

*“It is foreseen that X NV will finance the Repurchase with: (i) bank debt under STL G for an amount of EUR 20.0 – 36.1 million (depending on the participation by the Free Float) and (ii) EUR 11.9 million cash consisting of cash that (a) is already available at Completion, (b) results from the*

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

refinancing of debts (excluding certain leases), and (c) follows from the proceeds of the disentanglements that will take place prior to Completion.

The EUR 11.9 million cash, as set out above, will for an amount of EUR 8.8 million be used to purchase shares that will be tendered by XBC under the Repurchase, which amount will subsequently be used by XBC to repay CBF1 for EUR 7.5 million and to make a repayment of share premium to XBHC for EUR 1.3 million. XBHC will use the EUR 1.3 million from the share premium to repay the Sponsor Cash Bridge.

The remaining EUR 3.1 million may be used to acquire shares from the Free Float.”<sup>176</sup>

420. Bij het voorgaande verdient aantekening dat in de gesprekken tussen Xeikon en Bencis over dit onderdeel van de transactie Xeikon (olde Bolhaar en Vlasblom) ervan uit ging dat de financiering voor rekening en risico van Bencis zou zijn. Toen het voor Xeikon duidelijk werd dat de financiering toch voor eigen rekening was, is Xeikon, na advies van haar juridisch adviseur te hebben ingewonnen, toch akkoord gegaan met de inkoop omdat de inkoop conditio sine qua non van de Overname was en de Overname uiteindelijk in het belang van Xeikon werd geacht.

#### *Conclusie*

421. De inkoop van aandelen die in dit subhoofdstuk is besproken is niet een beleidsmaatregel van Xeikon geweest, maar het gevolg van een voorwaarde die de banken hebben gesteld aan de financiering van de Overname. De inkoop diende niet het onmiddellijke belang van Xeikon. Het was een financieringslast ten behoeve van de Overname die de kopende partij bij Xeikon heeft gelegd. Of de inkoop uiteindelijk in het belang van Xeikon was, valt naar het oordeel van de onderzoeker samen met het antwoord op de vraag of de Overname in het belang van Xeikon was.

---

<sup>176</sup> Een ander document legt uit: “credit facilities (G1 and G2) to be used by Xeikon N.V. to repurchase its own shares. Any utilisation by Xeikon N.V. under these facilities will reduce the amount of acquisition debt (to be) incurred by XBC B.V. (the Repurchase Debt); a utilisation of the Repurchase Debt will always result (directly or indirectly) in a decrease of the A and B debt on the level of XBC B.V. (e.g. if Xeikon N.V. purchases own shares from XBC B.V. for an amount of EUR 20 million that is funded with the Repurchase Debt, the A and B debt will decrease pro rata with EUR 20 million).”

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

Boven is opgemerkt dat voor de Overname een gezonde rationale bestond (IV-2). In zoverre meent de onderzoeker dat de afweging van Xeikon om toch akkoord te gaan met de inkoop gedragen kan worden door het hogere goed van de Overname.

422. Xeikon heeft de inkoop met een oneigenlijk argument verdedigd, nl. dat het een bewuste keuze van Xeikon zelf was om aan aandeelhouders een snelle exit-mogelijkheid te bieden. De aandeelhouders zouden dankzij de inkoop niet hoeven te wachten op het openbaar bod van Bencis. Op dit punt had Xeikon transparanter kunnen zijn met haar aandeelhouders.



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

## V **Beleid inzake dividend en inkoop van eigen aandelen**

423. De Onderzoekbeschikking noemt het dividendbeleid van Xeikon vanaf 2008 als een van de onderdelen van het beleid dat onderzocht moet worden. De OK overweegt dat het dividendbeleid samenhangt met andere gegrond bevonden bezwaren van verzoekers in deze procedure (ro. 3.29). De onderzoeker leest in deze overweging dat naar het oordeel van de OK het ongerijmd overkomt dat Xeikon enerzijds stelt geen dividend te kunnen betalen omdat de aflossing van schulden voorrang heeft, terwijl de onderneming anderzijds middelen vrij heeft gemaakt om in 2008 het Accentis Belang en in 2013 eigen aandelen te verkrijgen.
424. Zoals hierboven is opgemerkt (nr. 8), heeft de onderzoeker bij het onderzoek naar het dividendbeleid ook de inkoop van eigen aandelen betrokken, omdat de inkoop een vergelijkbare wijze van overdracht van vermogen van de vennootschap naar de aandeelhouder is en in zekere zin als een vorm van, althans een alternatief voor dividenduitkering kan worden gezien. Dit standpunt vindt bevestiging in het feit dat tijdens de interviews Deblauwe en Cok over inkoop van eigen aandelen hebben gesproken als een alternatief voor dividenduitkering, die voor sommige aandeelhouders ook een gunstigere fiscale behandeling kon hebben dan de uitkering. Daarnaast kan het (voorgenomen) gebruik van dit middel inzicht geven in andere aspecten van het onderzoek, zoals de positie van minderheidsaandeelhouders.<sup>177</sup>
425. De inkoop van eigen aandelen in verband met de Overname is geheel bepaald door de omstandigheden rondom de Overname en is daarom in het vorige hoofdstuk behandeld. Deze inkoop blijft in dit hoofdstuk buiten beschouwing.
426. Het verslag zet eerst de bevindingen over dividendbeleid uiteen (1) en vervolgens

---

<sup>177</sup> Xeikon deelt dit standpunt niet. Zij stelt dat het enquêteverzoek en de eerste fase beschikking ter zake geen enkel bezwaar tegen, laat staan enige opmerking over de inkoop bevatten. Om te bepalen welke onderwerpen zelfstandige voorwerp van onderzoek vormen, dient het dictum van de eerste fase beschikking gelezen te worden in samenhang met de overwegingen waarop de beslissing berust. Het inkoopbeleid vanaf 2008 maakt daarvan geen onderdeel uit. Xeikon kan zich niet aan de indruk onttrekken dat de onderzoeker het onderwerp inkoopbeleid er met de haren bij sleept in een poging zijn stelling over de beweerde invloed van Cok binnen Xeikon te onderbouwen (Memorandum 15 februari 2016, p. 42-43).

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

die over inkoop van eigen aandelen (2). De conclusies over deze onderwerpen worden aan het slot van dit hoofdstuk uiteengezet (3).

## 1 Dividendbeleid

427. De onderzoeker heeft niet kunnen vaststellen dat Xeikon in de onderzoeksperiode een enigszins duurzaam dividendbeleid heeft vastgesteld.<sup>178</sup>

428. Xeikon heeft de onderzoeker desgevraagd op 10 juni 2015 een memorandum omtrent haar dividendbeleid gedurende de onderzoeksperiode doen toekomen. In het memorandum schrijft Xeikon dat het beleid was

“om van jaar tot jaar te bekijken in hoeverre een dividenuitkering opportuun was met inachtneming van de concrete omstandigheden per jaar.” (nr. 2.2.2)

429. Deze weergave vindt bevestiging in de documentatie.

430. De notulen van verschillende vergaderingen de rvc in 2008 en 2009<sup>179</sup> bevatten en bijlage met actiepunten, waaronder als nr. 11 “Voorstel maken voor reserverings en dividendbeleid”, met in de kolom “Status” toegevoegd “Done”. De onderzoeker heeft Xeikon naar deze notitie gevraagd, maar Xeikon heeft geantwoord niet over de notitie te beschikken. Ook in verschillende interviews heeft de onderzoeker naar de notitie gevraagd, maar de geïnterviewde personen konden zich niet herinneren dat er een dergelijke notitie was opgesteld. Voor zover de onderzoeker heeft kunnen nagaan, wordt in de notulen in de periode 2008-2012 geen andere mededeling gedaan over het dividend(beleid).<sup>180</sup>

---

<sup>178</sup> De bevoegdheid om over het resultaat te beschikken is in de loop van de onderzoeksperiode gewijzigd. Tot 21 januari 2011 kende Xeikon een stichting prioriteit, waaraan een zekere bevoegdheid inzake reservering en uitkering toekwam. Nadien is aan de directie, onder goedkeuring van de rvc, de bevoegdheid toegekend om te bepalen welk gedeelte van de winst wordt gereserveerd. Deze verschillen zijn voor het verslag zonder betekenis. Het verslag gaat daaraan voorbij.

<sup>179</sup> Bijv. 18 februari en 21 april 2008 en 21 januari 2009.

<sup>180</sup> Het jaar 2013 is niet representatief omdat reeds vanaf januari de Overname speelde en een van de voorwaarden van de Overname was dat Xeikon geen dividend zou uitkeren.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

431. In de jaarrekeningen 2008-2012 wordt het dividendbeleid als volgt verwoord:

“Punch Graphix vindt het vandaag niet wenselijk om te voorzien in een strikt dividendbeleid dat bijvoorbeeld een bepaalde payoutratio vastlegt. De Raad van Bestuur stelt dan ook voor om de eventuele uitkering van een dividend, onder welke vorm dan ook, elk jaar opnieuw te beoordelen, rekening houdend met de voorziene financieringsbehoeften van de groep.”<sup>181</sup>

432. In de accountantsverslagen wordt het dividend niet besproken.<sup>182</sup>

433. In haar memorandum over het dividendbeleid stelt Xeikon dat de rvc jaarlijks de (concept)jaarrekening, met daarin het voorstel van de directie tot reservering, heeft besproken en goedgekeurd.<sup>183</sup> De onderzoeker acht echter een dergelijke bespreking onvoldoende specifiek om van beleidsbepaling te kunnen spreken.

434. In het bijzonder Vlasblom heeft tijdens de interviews met nadruk erop gewezen dat hij geen ruimte zag voor uitkering van dividend, vooral vanwege de aflossingsverplichtingen die uit de Club deal volgden. Deze verplichtingen hielden in dat Xeikon tussen 2009 en 2012 jaarlijks € 10 miljoen moest aflossen en op 30 juni 2013 € 35 miljoen. Daarnaast heeft hij gesteld dat Xeikon grote moeite had om haar schuld te herfinancieren, omdat, ondanks de doorgaans positieve resultaten, de banken financiering weigerden vanwege de banden met Punch International, die, aldus Vlasblom, een slechte track record en reputatie onder de banken had. Voorts heeft Xeikon in haar memorandum van 10 juni 2015 erop gewezen dat de Club deal een beperking op de mogelijkheden tot uitkering inhield, dat, kort gezegd, erop neerkwam dat niet meer dan 50% van de netto winst van Xeikon en haar dochtermaatschappijen mocht worden uitgekeerd. Zij heeft er tevens op gewezen dat onder de Club deal ruimte zou zijn geweest voor uitkering in de jaren 2008, 2010, 2011 en 2012 en er geen ruimte was in 2009 en 2013.<sup>184</sup>

---

<sup>181</sup> 2008, p. 107. Een nagenoeg gelijke tekst in de volgende jaren: 2009, p. 107; 2010, p. 109; 2011, p. 109; 2012, p. 113.

<sup>182</sup> Het accountantsverslag 2009 (p. 23) spreekt over een mogelijkheid van dividenduitkering door dochtermaatschappijen aan Xeikon. Deze mogelijkheid is voor dit onderzoeksverslag zonder betekenis.

<sup>183</sup> Memorandum, nr. 2.2.4.

<sup>184</sup> Memorandum, nr. 2.3.1-2.3.4.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

## 2 Beleid inzake inkoop van eigen aandelen

435. Voor de inkoop van eigen aandelen geldt, zoals voor het dividendbeleid, dat de onderzoeker niet heeft kunnen vaststellen dat sprake is van een door Xeikon vastgesteld enigszins duurzaam beleid. Anders dan voor het dividendbeleid, geldt voor het inkoopbeleid echter dat Xeikon op verschillende momenten aandelen heeft ingekocht en op andere momenten de inkoop in verschillende verbanden heeft overwogen. Het komt de onderzoeker voor dat, zoals hierboven is opgemerkt, het gebruik van dit middel ook licht kan werpen op andere aspecten van het onderzoek, zoals de positie van minderheidsaandeelhouders en de transparantie tegenover de markt.
436. De bevoegdheid tot inkoop van eigen aandelen is tijdens de onderzoeksperiode door de algemene vergadering aan het bestuur telkens voor een periode van 18 maanden gedelegeerd. Het gebruik van deze bevoegdheid is in de jaarrekening 2008 als volgt verantwoord:

“De Raad van Bestuur heeft besloten om gebruik te maken van de machtiging tot inkoop eigen aandelen die hem werd verleend. Conform deze machtiging, die werd uitgebreid op de Buitengewone Algemene Vergadering van 13 februari 2009, is de Raad van Bestuur gemachtigd tot inkoop van eigen aandelen tot een hoeveelheid die ingevolge de wet en de statuten op het tijdstip van verwerving maximaal door de vennootschap kan worden verkregen, tegen een prijs die ligt tussen de nominale waarde en 110% van de beurskoers ten tijde van de verkrijging. De vennootschap zal in haar trimestriële trading updates periodiek berichten over het aantal ingekochte eigen aandelen en de gemiddelde verwervingsprijs.”<sup>185</sup>

437. Op de BAVA van 13 februari 2009 is besloten de statuten van de vennootschap op een aantal punten wijzigen. Een van de punten betrof de verruiming van de mogelijkheid tot inkoop van eigen aandelen, van 10% naar 50% van het geplaatste kapitaal. De directie heeft deze aanpassing als een technische aanpassing gepresenteerd. olde Bolhaar heeft de onderzoeker bevestigd dat de aanpassing een

---

<sup>185</sup> P. 59. Een soortgelijke tekst is gebruikt in de jaarrekeningen 2009-2012.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

technisch karakter had en dat voor de verruiming er geen concrete aanleiding bestond.<sup>186</sup> De notulen van de BAVA geven op het agendapunt inkoop van eigen aandelen onder meer de volgende toelichting:

“Het kan in het belang van de vennootschap zijn, om strategische redenen en met het oog op de situatie op de financiële markten, of om andere redenen, om van de mogelijkheid tot inkoop van maximaal 50% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap gebruik te kunnen maken. Eventueel toekomstige inkopen zullen plaatsvinden volgens de aan de directie verleende machtiging daartoe, na de voorafgaande goedkeuring van de raad van commissarissen en rekening houdend met de belangen van alle aandeelhouders.”

438. Het verloop van het eigen aandelen-bezit tijdens de onderzoeksperiode is als volgt geweest:<sup>187</sup>

<b>Ultimo</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Aantal ingekocht (jaar)	2.088.521	248.458	265.726	430.047	119.580
Totaal bedrag	5.548.000	393.000	686.000	1.402.000	332.000
Aantal ingekocht (cumul.)	2.088.521	2.336.979	2.602.705	3.032.752	3.152.332
Gemiddelde prijs (cumul.)	2,66	2,51	2,52	2,67	2,68
% v/h totaal geplaatste aandelen	7,27%	8,14%	9,06%	10,56%	10,98%

439. Het beeld van de inkoopbevoegdheid dat uit de officiële stukken van de vennootschap (statuten, ava's, jaarrekeningen...) rijst, is dat van een neutraal financieel instrument dat in het belang van de vennootschap wordt gehanteerd. De e-mailcorrespondentie geeft echter voorbeelden van gevallen waarin de vraag rijst of dit modelgebruik wordt gevolgd dan wel of het gebruik te rijmen is met andere beleidsuitgangspunten, zoals de prioriteit om schulden af te lossen.

---

<sup>186</sup> Em 20 november 2015.

<sup>187</sup> Bron: jaarrekeningen Xeikon 2008-2012. Het jaar 2013 is buiten beschouwing gelaten omdat het beeld in dat jaar bepaald wordt door de inkoop van 5.324.423 aandelen in het kader van de Overname.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

*Oktober 2008*

440. Op 15 oktober 2008 (12:36) schrijft Marc Maes aan Deblauwe (onderwerp: Inkoop eigen aandelen):

“Wim,

Één en ander even onderzocht.

Zoals gezegd, dienen we een statutenwijziging door te voeren, teneinde het inkooppercentage te wijzigen van 10% naar 50%. We kunnen de agenda tijdens de volgende RvC laten goedkeuren, waardoor de procedure opstart.

Tijdens de BAVA die we daarvoor samenroepen, dienen we tevens machtiging te vragen om tot 50% in te kopen. Momenteel staat deze machtiging nog op 10%.

In de toelichting van de agenda moeten we ook uitleggen waarom we dit willen doen, tegen welke voorwaarden, en waarom dit in het voordeel is van de vennootschap. De inkoopprijs zal tevens onder de beurskoers moeten liggen. Volgens het gelijkheidsbeginsel van de aandeelhouders zouden immers ook minderheidsaandeelhouders dezelfde exit kunnen vragen. Ook Herman en Philippe, als onafhankelijke bestuurders, zullen hun visie moeten geven.

Dit verhaal is zeer belangrijk, omdat de belangen van de minderheidsaandeelhouders in het gedrang zijn.

Na de BAVA kan de transactie gewoon onderhands gebeuren.

Er is geen risico dat PGX een openbaar bod moet doen als het boven de 30% uitkomt, omdat eigen aandelen geen stemrecht hebben, en omdat er daardoor geen “overwegende zeggingschap” ontstaat.

De te betalen bedragen moeten komen uit beschikbare reserves.

Bovendien mogen we Punch niet lager dan 30% laten zakken. Want als Punch later stijgt tot boven de 30%, riskeren we op dat moment wel een openbaar bod.

Even een kleine calculatie : als PI voor 15 Mio € aandelen verkoopt aan 3 € / aandeel (zijnde 5 Mio aandelen), dan zou PI op 51% uitkomen, en PGX op 17%.”

441. Hierop heeft Deblauwe geantwoord (19:42):

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

“Marc,  
Denk dat we het boven beurs moeten doen.”

442. Waarop Marc Maes repliceerde (16 oktober, 10:17):

“inderdaad”.

*Juni - December 2008*

443. Tussen 30 juni 2008 en 31 december 2008 zijn 2.059.119 eigen aandelen ingekocht voor in totaal € 5.328.470,18 (gemiddelde prijs € 2,59).<sup>188</sup>

*Januari 2009*

444. In januari 2009 is gecorrespondeerd tussen dhr. I.I. Goldmacher Meadows Communications) en Deblauwe. Meadows Communications was een door Xeikon tussen juli 2008 en maart 2009 ingeschakelde adviseur. De aanleiding is niet de inkoop van aandelen, maar het onderwerp wordt door Deblauwe ter sprake gebracht. De complete tekst van zijn e-mail wordt weergegeven om de uitlating over inkoop in context te plaatsen en omdat de rest van de e-mail relevant is voor andere onderdelen van dit verslag.

“Wim,  
(...)  
what was the rationale for Punch Graphix acquiring participation in Accentis? If this was a purely internal financial transaction, would it impact the value of Punch Graphix? If it does, how is the value of the Xeikon piece alone be affected? Speaking of the value, could you, if possible, guess what value you would put on Xeikon. say, for Q2 or Q3 (assuming an improvement in business and assuming business as it is now). This information is just for me!” (18-12-009 16:55)

445. Hierop antwoordt Deblauwe (21-1-2009 17:30):

“Irving,

---

<sup>188</sup> Bijlage bij em van Frank Keustermans aan Vlasblom van 19-3-2010 17:19.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

I am preparing some of the info you asked with people from marketing (which we downsized considerably)

The Accentis deal was a pure internal transaction to refinance the group and can as such always be carved out easily should Xerox be interested a certain day.

Xeikon threw in a better H2 2008 due to Drupa<sup>189</sup> and valuation is not impacted by the crisis since we have grown 2008 vs 2007. 2009 proves to be a tough year but our recurring revenue will help us through the winter. So the price will still be around 200 mio EUR (we are not in need of a lot of money). Of course, deals and prices need to be discussed. *We are buying back shares every day and PGX own around 8% of own stock right now, so it could well be possible that we try to delist (free float is only 23%).*"  
(cursief toegevoegd)

#### *Mei - december 2010*

446. Op 27 mei 2010 schrijft Wim Maes aan Vlasblom of het geen overweging verdient om eigen aandelen à € 2 of minder in te kopen. Hierop antwoordt Vlasblom per e-mail van dezelfde dag:

“Wim, heb ik aan gedacht maar wel eerst werkkapitaal en cash op orde brengen alvorens geld te besteden aan de aankoop van eigen aandelen. Ok?”

447. Op 5 augustus 2010 heeft Wim Maes, na overleg met Deblauwe, gevraagd aandelen in te kopen.<sup>190</sup>
448. Tussen mei en december zijn 190.496 aandelen ingekocht voor in totaal € 480.860.<sup>191</sup>

#### *2011*

449. In 2011 heeft Xeikon feitelijk uitvoering gegeven aan een inkoopprogramma, in zoverre op een planmatige wijze gedurende deze periode in verschillende fases

---

<sup>189</sup> Drupa is een voor de grafische sector belangrijke beurs.

<sup>190</sup> Em 5-8-2010 15:15.

<sup>191</sup> Bron: trading updates Xeikon augustus, oktober en december 2010.



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

aandelen zijn ingekocht.

450. Op 26 februari 2011 schrijft Vlasblom aan de commissarissen over het voldoen door Xeikon aan de financiële eisen die het bankenconsortium had gesteld:

“Onderwerp van discussie eerder deze week was hoeveel rek er zit in de compliance naar het bankenconsortium toe in 2011.

**De details zitten in de bijlage maar de samenvatting is als volgt.**

- Performance PGX conform budget 2011
- Inkoopprogramma eigen aandelen 5 MEUR
- Afschrijving participatie Accentis 10 MEUR (= afboeking naar beurswaarde)
- Discount op lening Accentis 5 MEUR

Met bovengenoemde aannames blijven we voldoen aan de gestelde ratio's van het bankenconsortium. Hierbij ben ik conservatief geweest zonder de grenzen van de compliance ratio's op te zoeken.” (em 26-2-2011 20:36)

451. Onderwerp van het gesprek is ook het activeren van het inkoopprogramma. Zoals in de e-mail weergegeven, en in een bijlage bij de e-mail verder ingebed in een kasstroomoverzicht, was voor 2011 voorzien dat de vennootschap voor € 5 miljoen aan eigen aandelen zou inkopen.

452. Op 27 februari 2011 (11:57) schrijft Wim Maes aan Vlasblom:

“PS: in uw compliance sheet zie ik nog veel ruimte. We kunnen, als CASH het toelaat, wel voor 10mio€ aandelen inkopen, correct?”

453. Waarop Vlasblom antwoordt (21:56):

“Wim, klopt, indien volgende [kennelijk: voldoende, *onderzoeker*] cash aanwezig kunnen we meer eigen aandelen inkopen. Hou wel rekening dat we in jan2012 wederom 5 MEUR aflossingen moeten doen maar obv de toegestane ratio's kan het.”

454. In maart heeft Vlasblom met Cok de mogelijkheid besproken dat Cok een bod op de uitstaande aandelen Xeikon zou uitbrengen. Cok was op dat moment nog geen commissaris van Xeikon. Hij werd in mei van dat jaar benoemd. De verkrijging van

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

eigen aandelen door Xeikon is kennelijk gezien als één van de onderdelen van het bod. Op 11 maart schrijft Vlasblom aan Cok:

“Gerard, vandaag hebben we een aanzienlijke hoeveelheid aandelen kunnen kopen tegen een prijs van 3,48. Hiermee komt het totaal over de periode 28 februari tot op heden op afgerond 103.000 stukken. Cumulatief zitten we op 2,7 mio (2.602.705 + 103.000).

Volgende week ga ik door tot ik de eerste schijf van 500keur inkoop aan eigen aandelen heb afgerond.

Gerard, heb je volgende week tijd om een aantal zaken te bespreken:

(...)

Inkoop eigen aandelen voor 5 MEUR indien mogelijk afronden in de periode juni september > situatie is dan 20% publiek (circa 6 mio aandelen) > bod doen tegen 4,00 euro betekent dat we circa 25 MEUR nodig hebben

(...)”

455. Op 15 maart schrijft Vlasblom aan Steve Theunissen (counsel Xeikon) met cc aan Wim Maes:

“Vandaag met Gerard gesproken over zijn plannen in de komende maanden om uiteindelijk een bod te doen op de aandelen PGX.

Zijn plan is om extra financiering in PI te verwerven en vervolgens een bod uit te brengen. We zijn op zoek naar 17,5 MEUR die waarschijnlijk door Gerard en cs bijeengebracht zal worden.

(...)

Ik ben in beginsel hier geen voorstander van zoals ik je gisteren heb aangegeven want met uitvoering hiervan hou je de eventuele claim exposure in PI. Misschien met wat juridische slimigheden kun je aantasting van de assets namelijk de aandelen PGX voorkomen.”

456. Hierop antwoordt Wim Maes (15:08): “Bedankt voor de info Waar gaan we de andere 10 mio halen?”

457. Waarop Vlasblom antwoordt (16:04): “Doorgaan met inkoop eigen aandelen en

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

hiermee circa 5 MEUR financieren wat ongeveer genoeg zou moeten zijn.”<sup>192</sup>

458. In een presentatie voor een rvc die op 16 december 2011 werd gehouden wordt gesteld:

“Status inkoop eigen aandelen

- Inmiddels 3.006.162 aandelen ingekocht of 10.47% aandelenkapitaal, mogelijkheid om tot 1 januari 2012 in te kopen, gemiddeld tussen 5.000 – 10.000 aandelen per dag.”

---

<sup>192</sup> De onderzoeker heeft deze e-mailcorrespondentie aan Xeikon voorgelegd, en gevraagd of de gesprekken tussen de directie en Cok in overleg met de rvc werden gevoerd en wat het standpunt van de rvc daarover was. Xeikon heeft geantwoord dat de in de e-mailwisseling geopperde mogelijkheid van een bod door Punch International op de uitstaande aandelen Xeikon een van de proefballonnetjes was waarover destijds is gesproken. De achtergrond van dit proefballonnetje was om in ieder geval een beursnotering (nl. die van Xeikon) op te heffen, wat de zaken overzichtelijker zou kunnen maken (in tegenstelling tot de toen bestaande situatie waarin sprake was van drie beursnoteringen, nl. van Punch International, Xeikon en Accentis). Hier is geen vervolg aan gegeven, en overigens was Kees Vlasblom daarvan geen voorstander, zie het slot van zijn e-mail aan Steve Theunissen en Wim Maes d.d. 15 maart. Aangezien het hier slechts ging om een verkenning van mogelijkheden (waartoe de raad van bestuur bevoegd is) is dit niet met de raad van commissarissen van Xeikon besproken. Immers: niet iedere verkenning behoeft aan de raad van commissarissen te worden voorgelegd. Dat aan dit proefballonnetje geen vervolg is gegeven blijkt ook uit het feit dat in 2011 niet voor EUR 5 miljoen aan aandelen is ingekocht. In 2011 (zie de jaarrekening 2011 van Xeikon) zijn ca. 430.000 aandelen ingekocht waarmee een bedrag van ca. EUR 1,4 miljoen gemoeid was. Met deze inkoop bleef Xeikon binnen de door de AVA verleende machtigingen (zie BAVA 18 oktober 2010 en AVA mei 2011). Aldus steeds Xeikon.

Cok heeft de onderzoeker bericht dat in de zojuist aangehaalde correspondentie er geen sprake is van een bepaalde aanwending van het inkoopprogramma zoals de onderzoeker suggereert. Het verzoek om enkele zaken te bespreken moet volgens Cok worden geplaatst in de bredere context waarin Xeikon zich bevond (aflossing van de Club Deal; geen toegang tot financiering door haar grootaandeelhouder; zwakke positie van Accentis, met het risico dat als zij (Accentis) zou omvallen Punch International zou worden meegesleurd; het niet verkoopbaar zijn van Accentis). Xeikon was voortdurend op zoek naar een oplossing voor haar complexe problemen, waarbij alles met elkaar samenhangt. Vlasblom doet in dat kader in zijn e-mail het verzoek aan Cok om eens te spreken over een mogelijk plan van aanpak. Er was ook geen sprake van aanwending van vermogen van de vennootschap omdat er verder geen uitvoering is gegeven aan het plan en omdat uit latere correspondentie blijkt dat Vlasblom en Cok andere scenario's probeerden te bedenken voor (de oplossing van) het dilemma waarin Xeikon verkeerde (Notitie 16 februari 2013, p. 36-37).

De onderzoeker zal aan het slot van dit subhoofdstuk op deze reacties ingaan.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

459. In dezelfde presentatie wordt in de “Cashflow planning mid term 2012 – 2016” voor de jaren 2012 – 2016 jaarlijks € 2 miljoen gebudgetteerd voor inkoop van eigen aandelen.

*2012*

460. In 2012 is het inkoopprogramma voortgezet. Er zijn in totaal 119.580 aandelen ingekocht, voor in totaal € 332.000.

*Positie Punch International*

461. Bij het voorgaande merkt de onderzoeker op – hij is door Xeikon daarop gewezen – dat het aandelenbezit van Punch International in Xeikon gedurende de onderzoeksperiode, met uitzondering van de Overname, niet is gewijzigd. Per ultimo 2008 en 2009 had Punch International steeds 19.056.298 aandelen en per ultimo 2010, 2011 en 2012 steeds 18.856.298. De onderzoeker heeft in de correspondentie ook geen aanwijzing gevonden dat Punch International betrokken was bij het inkoopprogramma.

### **3 Bevindingen over het beleid inzake dividend en inkoop van eigen aandelen**

462. Gedurende de onderzoeksperiode had Xeikon geen meerjarig dividendbeleid. De bestemming van eventuele winst vond jaarlijks plaats, en heeft geresulteerd in een algehele reservering van de winst alle jaren die de vennootschap een positief resultaat had. Ook ten laste van reserves is gedurende de onderzoeksperiode geen uitkering van dividend gedaan. Uit de interviews rijst het beeld dat bestuurders en commissarissen een voorkeur hadden voor reservering van de winst en dat zij eventuele vermogensoverdrachten van de vennootschap aan de aandeelhouders liever via inkoop van eigen aandelen deden.
463. De meeste bestuurders en commissarissen hebben tijdens de interviews het uitblijven van dividend verdedigd vooral met een beroep op de vermogenspositie van de vennootschap. Zij hebben gesteld dat een hoge prioriteit moest worden gegeven aan het aflossen van schulden en dat het veilig stellen van de nakoming van toekomstige verplichtingen weinig ruimte liet voor uitkeringen, vooral gelet op de

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

verplichtingen voortvloeiend uit de Club Deal. Ook het investeringsprogramma, in het bijzonder het ontwikkelen van een nieuwe technologie (Trillium), noopte volgens sommigen tot terughoudendheid in de uitkeringen. Deblauwe had een wat positievere opvatting over de financiële positie van de vennootschap. Volgens hem was de financiële positie van Xeikon, ook na de Club Deal, zeker niet slecht gelet op de resultaten van de vennootschap.

464. De onderzoeker acht het een goed te verdedigen beleid dat directie en commissarissen jaarlijks over de bestemming van het resultaat beslisten.<sup>193</sup> De onderzoeker plaatst echter de kanttekening dat het strakke financieel beleid dat de oorzaak zou zijn geweest van het uitblijven van dividenduitkeringen minder goed te rijmen is met het inkopen van eigen aandelen zoals de vennootschap dat heeft gedaan. Tussen 2008 en 2012 is voor ca. € 8,4 miljoen ingekocht. De ongerijmdheid klemmt in het bijzonder voor de periode juli-december 2008, waarin voor ruim € 5,5 miljoen is ingekocht. Dit zijn ook de maanden waarin ca. € 57 miljoen vanuit Xeikon naar Punch International werd geupstreamed. De onderzoeker heeft geen verklaring kunnen vinden voor het in deze periode naast elkaar bestaan van een strak financieel beleid gericht op de beheersing / afbouw van de schuldpositie met uitsluiting van dividenduitkering aan aandeelhouders aan de ene kant en een ruimhartige upstreaming van middelen aan de meerderheidsaandeelhouder en inkoop van 7,27% van het uitstaande kapitaal aan de andere kant.
465. Ook wat betreft de inkoop van eigen aandelen kan volgens de onderzoeker niet van een meerjarig beleid worden gesproken. Het beeld dat de onderzoeker heeft gekregen is dat ad hoc aandelen werden ingekocht naar mate de directie in de gegeven omstandigheden daartoe aanleiding zag. De onderzoeker plaatst daarbij de kanttekening dat de aanleiding soms onduidelijk of verkeerd was.
466. Onduidelijk zijn voor de onderzoeker in het bijzonder de inkopen in de periode juli-december 2008. Uit de notulen van de vergadering van de rvc van 20 oktober 2008

---

<sup>193</sup> Xeikon heeft de onderzoeker voorgelicht over de achtergronden van de reserveringsbeleid, die in het kort erop neerkomen dat Xeikon in de loop van de onderzoeksperiode verschillende financieringsbehoeften kende die het raadzaam maakten de winst, voor zover aanwezig, te reserveren (het voldoen aan bankenconvenanten, terugval van omzet, investeringen...). Xeikon heeft de onderzoeker verzocht in het verslag deze achtergronden te schetsen (Memorandum 15 februari 2016, p. 41). De onderzoeker acht dat niet nodig, omdat hij, zoals hij in de tekst stelt, het dividendbeleid van Xeikon principieel goed verdedigbaar acht.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

kan worden afgeleid dat de directie de aankopen aan de rvc heeft gemeld.<sup>194</sup> In de notulen van de vergadering van 22 december wordt ter rechtvaardiging van de machtiging aan het bestuur om eigen aandelen in te kopen gesteld: “de rvc beslist dat deze machtiging in het belang is van de vennootschap wegens de wezenlijke onderwaardering van het aandeel.” Maar de onderzoeker heeft uit de interviews geen consistent beleid inzake inkoop kunnen afleiden. Onduidelijk is eveneens voor de onderzoeker waarom in augustus 2010 is overgegaan tot inkoop nadat de CFO drie maanden daarvóór zich op het standpunt had gesteld – in zoverre in lijn met zijn verklaringen over het uitblijven van dividend – dat de kaspositie van de vennootschap onvoldoende ruimte voor inkoop bood.

467. Verkeerd is in de visie van de onderzoeker dat de directie met het inkopen van eigen aandelen een plan van Cok heeft gesteund om een bod op alle aandelen Xeikon uit te brengen. De inkoop behelsde een duidelijk risico van ongelijke behandeling van aandeelhouders omdat de directie meewerkte aan een transactie van de indirecte meerderheidsaandeelhouder. De onderzoeker vindt onvoldoende overtuigend de uitleg van Xeikon dat het plan ‘een proefballonnetje’ was en dat het daarom niet door de directie aan de rvc hoefde te worden voorgelegd. Het plan van het bod was in ieder geval voldoende concreet om het met het vermogen van de vennootschap te steunen. Deze aanwending van het vermogen van de vennootschap – aangenomen dat de aanwending in het belang van Xeikon en zonder bedenking was – had gedragen moeten worden door meer zorgvuldige besluitvorming op het niveau van directie en rvc. Van het een noch van het ander was sprake. De CFO was naar eigen zeggen geen voorstander van het plan, wat de vraag doet rijzen waarom hij dan toch aan het plan heeft meegewerkt en de kwestie niet aan de rvc heeft voorgelegd. Ook acht de onderzoeker onjuist dat één van de commissarissen in overleg met de directie plannen test om de beursnotering van de vennootschap te beëindigen zonder de andere commissarissen daarin te kennen. Dit is een aangelegenheid die naar het oordeel van de onderzoeker tot de collectieve verantwoordelijkheid van de raad behoort. Bovendien had Cok in deze aangelegenheid een tegenstrijdig belang met de vennootschap, wat een actieve betrokkenheid van de rest van de rvc des te noodzakelijker maakte. Het komt de onderzoeker voor dat als het plan om het bod uit te brengen nog niet voldoende was uitgekristalliseerd, Xeikon geen eigen aandelen in verband met dat plan had mogen verwerven.

---

<sup>194</sup> “Inkoop eigen aandelen : sinds start van inkoop werden 1 Mio aandelen ingekocht, zijnde ongeveer 3,5 % van het totaal aantal aandelen. Vorige week werden er 600.000 aandelen ingekocht van Ratio Capital.”

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

468. Het onduidelijke of verkeerde karakter van de inkoop op sommige momenten ziet de onderzoeker meer als incidentele tekortkomingen dan als structureel verkeerd beleid.

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

## VI Conclusies

469. Het beleid en de gang van zaken van Xeikon in de periode januari 2008 tot en met oktober 2013 was bepaald, voor zover van belang in de context van deze enquêteprocedure, door twee externe invloeden: die van moeder Punch International en die van dochter Accentis. De rode draad van het onderzoek is de vraag hoe Xeikon in 2008 onder deze invloeden kwam en hoe zij in 2013 daarvan werd losgelaten.
470. Het eerste deel van de vraag betreft de verkrijging van het Accentis Belang in 2008. Ter zake van dit aspect van het beleid komt de onderzoeker tot de volgende conclusies:
- a) De verkrijging van het Accentis Belang is het gevolg van de wijze waarop de Punch groep in 2008 werd geleid. Bij de verkrijging stond niet het belang van Xeikon centraal, maar dat van Punch International.
  - b) De verkrijging kan niet als een strategische beslissing van Xeikon worden gezien. De door Xeikon aangevoerde rechtvaardiging, nl. dat met de verkrijging een strategisch belang van Xeikon werd gediend omdat Xeikon zeggenschap verkreeg over Accentis – de vennootschap die enkele strategische gebouwen van Xeikon in handen had – acht de onderzoeker niet overtuigend. Als de gebouwen zo strategisch waren, is het niet goed te begrijpen waarom Xeikon zonder aantoonbare nood de zeggenschap daarover een half jaar eerder uit handen gaf. Het argument is ook tegengesproken door verschillende bestuurders en commissarissen, die bevestigen dat de beslissing niet uit strategische overwegingen, maar uit de financiële nood van Punch International geboren was.
  - c) Zo er al een strategie bestond ter zake van het onroerend goed van Xeikon, werd deze strategie door Punch International bepaald en niet door Xeikon zelf.
  - d) De verkrijging is ook niet met de vereiste zorgvuldigheid voorbereid.
  - e) De verkrijging van het Accentis Belang heeft voor Xeikon tamelijk negatieve gevolgen gehad. Financieel is de spankracht van Xeikon in belangrijke mate



Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

verminderd. Operationeel heeft de deelneming disproportioneel veel aandacht van het management gevraagd, die volgens het management zelf beter aan Xeikon had kunnen worden besteed. De onderzoeker deelt de constatering van de meeste bestuurders en commissarissen van Xeikon, dat het Accentis Belang een blok aan het been van Xeikon is geworden.

- f) Bij de verkrijging van het Accentis Belang verdient de positie van Dumarey bijzondere aandacht. Hij was, naast commissaris van Xeikon, bestuurder en (indirect) referentieaandeelhouder van Punch International. Daarnaast had hij (indirect) schulden aan Punch International. Dumarey is ernstig tekort geschoten in de vervulling van zijn taak als commissaris
- g) De onderzoeker concludeert dat ter zake van de verkrijging van het Accentis Belang sprake is van wanbeleid en dat de verantwoordelijkheid daarvoor hoofdzakelijk bij Dumarey ligt.

471. Het tweede deel van de vraag betreft de overname van Xeikon door Bencis (XBC). Ter zake van dit aspect van het beleid blijkt uit het onderzoek dat de Overname op een voor Xeikon legitiem uitgangspunt berustte, namelijk dat de invloed van moeder Punch International en dochter Accentis op Xeikon beduidend meer nadelen dan voordelen had en dat het in zoverre het voor Xeikon beter was uit die invloedssfeer te geraken. Hiervan uitgaande had de Overname voor Xeikon een strategisch positieve uitkomst. Daarmee is niet gegeven dat de Overname ook voor andere aandeelhouders dan Punch International zonder meer een positieve uitkomst betekende. Uit het onderzoek is gebleken dat er rekening moet worden gehouden met de mogelijkheid dat Punch International ten koste van de andere aandeelhouders is bevoordeeld (zie hierna nr. 473 onder (iii)).

472. De onderzoeker plaatst kanttekeningen bij het beleid en de gang van zaken bij Xeikon in de uitvoering van de Overname. De kanttekeningen betreffen de volgende deelaspecten:

- i. de omgang met tegenstrijdige belangen: alle bestuurders en twee van de drie commissarissen hadden een tegenstrijdig belang dat hen verhinderde deel te nemen aan de beraadslaging en besluitvorming over de Overname;
- ii. de structuur van de Overname: was het een private transactie tussen Punch

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

International als meerderheidsaandeelhouder van Xeikon en Bencis als koper of was het een publieke transactie tussen alle aandeelhouders van Xeikon en Bencis als openbare bieder?

- iii. de voorwaarden van de carve out: een *conditio sine qua non* van de Overname was dat alle banden tussen Xeikon en Accentis zouden worden doorgesneden. Dat zou gebeuren doordat Punch International het Accentis Belang zou overnemen. Daarbij moest worden gewaakt dat deze carve out niet zou gebeuren onder voorwaarden die een verkapte begunstiging inhield van Punch International als verkrijger / meerderheidsaandeelhouder ten koste van de overige aandeelhouders;
  - iv. de inkoop van eigen aandelen: een voorwaarde van de Overname was dat Xeikon, vooruitlopend op het openbaar bod dat Bencis op alle nog uitstaande aandelen zou uitbrengen, een substantieel aantal eigen aandelen zou inkopen. Vanwege het voor Xeikon hoge bedrag (ca. € 30 miljoen) dat daarmee was gemoeid rijst de vraag naar de rechtvaardiging van die inkoop, mede gezien het feit dat Xeikon in de voorgaande jaren geen dividend had uitgekeerd omdat de financieringsbehoefte van de vennootschap tot reservering van het resultaat zou hebben geroept.
473. Ter zake van deze deelaspecten komt de onderzoeker tot de volgende conclusies:

(i) *de omgang met tegenstrijdige belangen*

- a) Xeikon heeft het proces van besluitvorming en beleidsuitvoering dat geleid heeft tot de verkrijging van de aandelen Xeikon door Bencis onvoldoende met waarborgen omkleed om de tegenstrijdigheid van belangen die bij alle bestuurders en bij alle commissarissen op één na bestond tegen te gaan. Relevante omstandigheden bij deze conclusie zijn de volgende. De tegenstrijdigheid was evident en werd al aan het begin van het proces geconstateerd. De juridisch adviseur van Xeikon heeft met nadruk en regelmaat op het belang van een correcte omgang met de tegenstrijdige belangen gewezen en heeft daartoe concrete en haalbare voorstellen gedaan. De tegenstrijdigheid raakte alle bestuurders en commissarissen op de voorzitter van de rvc na. Op het niveau van de rvc raakte de tegenstrijdigheid het hart van de transactie, omdat twee commissarissen rechtstreeks betrokken waren bij de

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

meerderheidsaandeelhouder en, gegeven de structuur van de transactie, het reële risico bestond dat de belangen van de minderheidsaandeelhouders te zeer in het gedrang zouden komen. Xeikon was een beursvennootschap en van een dergelijke vennootschap mag bijzondere zorgvuldigheid op dit punt worden verwacht.

- b) De wijze waarop Xeikon tijdens de Overname met tegenstrijdige belangen is omgegaan geeft blijk van wanbeleid.

*(ii) de structuur van de Overname*

- a) De structuur van de Overname heeft de positie van Xeikon in het overnameproces in belangrijke mate bepaald. Xeikon kon aan de zijlijn blijven of actief betrokken zijn. De onderzoeker onderkent dat Xeikon voor een dilemma stond: instemmen met een transactie onder voorwaarden die door anderen waren gedictieerd – met als zeker gevolg bevrijding uit Punch International en Accentis –, of zelf de voorwaarden mee willen bepalen – met als mogelijk gevolg dat de transactie niet door zou gaan en Xeikon gesandwiched bleef tussen Punch International en Accentis. Bij de oplossing van dit dilemma stonden twee dingen voorop. In de eerste plaats waren Punch International en Bencis principieel vrij om te bepalen of, en zo ja onder welke voorwaarden, zij de Overname tot stand wilden brengen. In de tweede plaats, en zoals al eerder is opgemerkt, was het eindresultaat van de Overname voor Xeikon, namelijk afscheid nemen van Punch International en Accentis, strategisch zeker een goede uitkomst. In zoverre was het eerste alternatief – instemmen met wat anderen hadden besloten – principieel aanvaardbaar.
- b) Wat Xeikon naar het oordeel van de onderzoeker in de omgang met dit dilemma beter had kunnen en moeten doen, is dat zij de keus om aan de zijlijn te blijven duidelijker had kunnen nemen, implementeren en communiceren.
- c) Al op 25 januari, aan het begin van de Overname, hebben Punch International en Bencis de voorwaarden van de Overname zonder zichtbare inbreng van Xeikon vastgesteld. Geconfronteerd met deze houding van de meerderheidsaandeelhouder en de bieder, had Xeikon bewuster en weloverwogen haar positie moeten bepalen. Een concreet middel daartoe, dat

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

door de juridisch adviseur ook is voorgesteld, was om al in een vroeg stadium een eigen financieel adviseur in de arm te nemen.

- d) Daarnaast had de zijlijn-strategie met meer consequentie uitgevoerd kunnen worden. Xeikon heeft echter met een cumulatie van daden van op zijn minst passieve medewerking de transactie zover laten komen dat er, in ieder geval na de Bencis Brief (20 augustus 2013), praktisch gesproken voor haar geen weg terug meer was.
- e) Tot slot had Xeikon transparanter moeten zijn in haar communicatie over de eigen positie ten opzichte van de transactie. De gepubliceerde persberichten wekten op zijn minst de indruk dat Xeikon rechtstreeks in gesprek was met de overnemer. In ieder geval uiterlijk met de ondertekening van de Bencis Brief, had Xeikon openbaar moeten maken dat zij besloten had aan de Overname mee te werken.
- f) Alles afwegend komt de onderzoeker tot de conclusie dat het beleid van Xeikon ten aanzien van dit deelaspect van de Overname niet juist is geweest, maar dat de gemaakte fouten, hoewel serieus te noemen, de kwalificatie wanbeleid niet rechtvaardigen.

### *(iii) de voorwaarden van de carve out*

- a) Er bestaan serieuze twijfels over de zakelijkheid van de carve out. De prijs die Punch International heeft betaald voor het Accentis Belang is significant lager dan alle waarderingen die Xeikon zelf vóór de carve out aan dat belang heeft toegekend, ook wanneer bij die waardering werd uitgegaan van omstandigheden die vergelijkbaar zijn met die van de carve out (verkoop aan Punch International, snelle verkoop...). De prijs was bovendien significant lager dan de prijs waarvoor Punch International dezelfde activa vijf jaar eerder aan Xeikon had verkocht.
- b) Er was voor Xeikon alle aanleiding om juist dit onderdeel van de Overname met waarborgen te omkleden: het ging om een transactie met de meerderheidsaandeelhouder, deze aandeelhouder had een slecht track record juist in verband met deze activa, de twijfels over de zakelijkheid zijn door verschillende partijen gesignaleerd... Het feit dat een gerenommeerde partij de

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

fairheid van de prijs heeft getoetst heeft de zweem van onzakelijkheid die rondom de transactie is blijven hangen naar het oordeel van de onderzoeker niet kunnen wegnemen.

- c) De onderzoeker komt tot de conclusie dat dit deelaspect van de Overname blijkt geeft van wanbeleid.

*(iv) de inkoop van eigen aandelen*

- a) De inkoop van eigen aandelen die Xeikon in verband met de Overname heeft uitgevoerd is niet een beleidsmaatregel van Xeikon geweest, maar het gevolg van een voorwaarde die de banken hebben gesteld aan de financiering van de Overname. De inkoop diende niet het onmiddellijke belang van Xeikon. Het was een financieringslast ten behoeve van de Overname die de kopende partij bij Xeikon heeft gelegd. Of de inkoop uiteindelijk in het belang van Xeikon was, valt naar het oordeel van de onderzoeker samen met het antwoord op de vraag of de Overname in het belang van Xeikon was. Boven is opgemerkt dat voor de Overname een gezonde rationale bestond. In zoverre meent de onderzoeker dat de afweging van Xeikon om toch akkoord te gaan met de inkoop gedragen kan worden door het hogere goed van de Overname.
- b) Xeikon heeft de inkoop met een oneigenlijk argument verdedigd, namelijk dat het een bewuste keuze van Xeikon zelf was om aan aandeelhouders een snelle exit-mogelijkheid te bieden. De aandeelhouders zouden dankzij de inkoop niet hoeven te wachten op het openbaar bod van Bencis. Op dit punt had Xeikon transparanter kunnen zijn met haar aandeelhouders.

474. De Ondernemingskamer heeft in de onderzoeksbeschikking bepaald dat het onderzoek zich mede dient uit te strekken tot het dividendbeleid van Xeikon gedurende de onderzoeksperiode. Op dit punt is de uitkomst van het onderzoek dat gedurende de onderzoeksperiode Xeikon geen meerjarig dividendbeleid had. De bestemming van eventuele winst vond jaarlijks plaats, en heeft geresulteerd in een algehele reservering van de winst alle jaren die de vennootschap een positief resultaat had. Ook ten laste van reserves is gedurende de onderzoeksperiode geen uitkering van dividend gedaan. De onderzoeker acht het een goed te verdedigen beleid dat directie en commissarissen jaarlijks over de bestemming van het resultaat beslisten.

## Onderzoeksverslag Xeikon | 4 augustus 2016

Dit verslag is strikt vertrouwelijk. Het is aan anderen dan Xeikon verboden daaruit mededelingen te doen, tenzij de Ondernemingskamer anders bepaalt (art. 2:353 BW).

475. Bij het onderzoek naar het dividendbeleid heeft de onderzoeker betrokken het beleid van Xeikon ten aanzien van inkoop van eigen aandelen, omdat inkoop vergelijkbare gevolgen kan hebben met uitkering van dividend. In de uitvoering van het inkoopbeleid heeft de onderzoeker incidentele tekortkomingen geconstateerd.

Amsterdam, 4 augustus 2016

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'J.M. Blanco Fernández'. The signature is written in a cursive, somewhat stylized font.

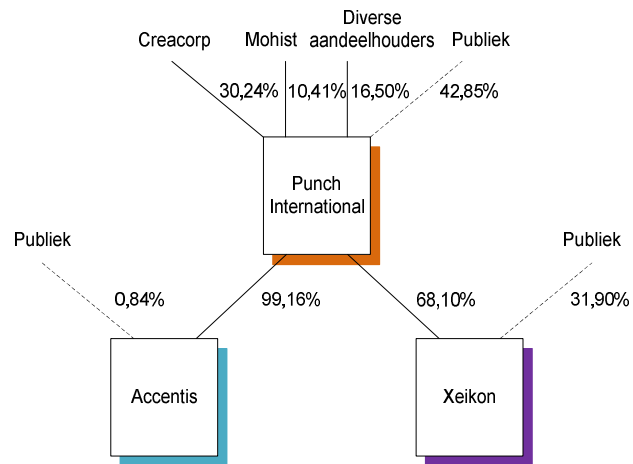
Mr. J.M. Blanco Fernández, onderzoeker



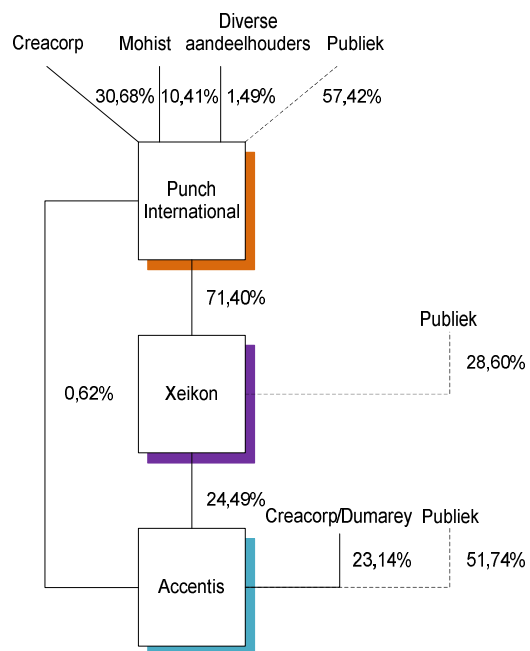
# Bijlage 1

## Aandeelhouderstructuur Punch International, Xeikon, Accentis(\*)

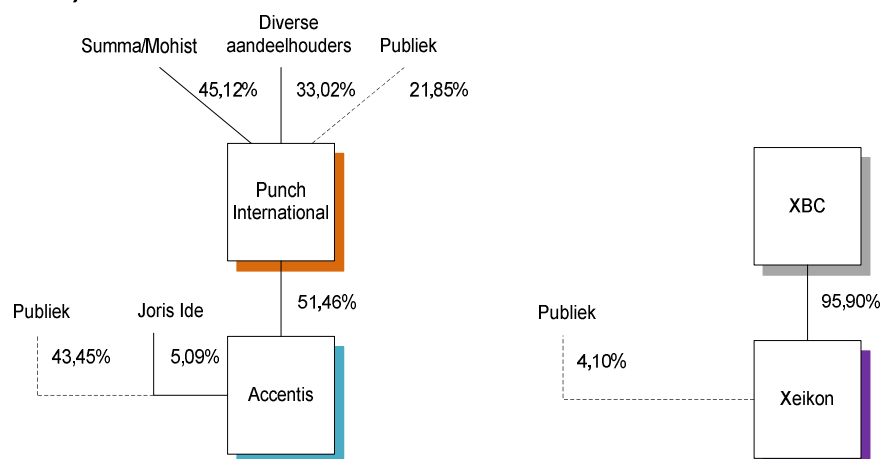
Vóór 31 december 2008



Na 31 december 2008



Na Overname  
(31-12-2015)



(\*) De gegevens zijn overgenomen uit de jaarrekening van de betreffende vennootschap.



## Bijlage 2

### Lijst van afkortingen

<b>Accentis</b>	Accentis N.V.
<b>Accentis Deelneming</b>	de deelneming die Xeikon in Accentis hield in de periode 30 december 2008 – 17 september 2013
<b>Accentis Vordering</b>	de vordering van Xeikon op Accentis die Xeikon van Punch International in december 2008 verkreeg ten titel van gedeeltelijke betaling voor de verkrijging van de Accentis Deelneming
<b>Accentis Belang</b>	de Accentis Deelneming tezamen met de Accentis Vordering
<b>Bencis</b>	Bencis Capital Partners Belgium N.V. of een van haar dochtervennootschappen
<b>Bencis Brief</b>	de brief van Bencis van 19 augustus 2013 (Bijlage 6)
<b>Carve out</b>	het geheel van handelingen dat ertoe strekte dat alle banden tussen Punch International en Accentis enerzijds en Xeikon anderzijds zouden worden doorgesneden
<b>Club deal</b>	de Facilities Agreement van 22 July 2008 tussen Xeikon en een consortium van drie banken waarbij deze banken aan Xeikon een financieringsfaciliteit van € 75 miljoen ter beschikking stelden
<b>em</b>	e-mail
<b>Gilde</b>	Gilde Buy Out Partners B.V.
<b>OK</b>	Ondernemingskamer
<b>Onderzoekbeschikking</b>	de beschikking van de OK van 22 juli 2014 waarbij het onderzoek werd gelast
<b>Overname</b>	het proces dat geresulteerd heeft in de verkrijging van de aandelen Xeikon door Bencis in 2013
<b>Position Statement</b>	het document van 11 september 2013, waarin bestuurders en commissarissen van Xeikon hun standpunt over de Overname publiekelijk uiteenzetten
<b>Punch International</b>	Punch International N.V., sinds mei 2014 Iep Invest N.V. genaamd

<b>Summa</b>	Summa N.V.
<b>Vennootschap</b>	Xeikon
<b>Xeikon</b>	Xeikon N.V., tot 15 november 2011 Punch Graphix N.V. genaamd

## Bijlage 3

### Belangrijkste geraadpleegde documenten

#### Vennootschappelijke stukken Xeikon

- Statuten
- Notulen (B)AvA 2007-2013
- Notulen RvC 2008-2013
- Reglement RvB
- Reglement RvC
- Verschillende schriftelijke besluiten van de RvB en RvC
- Profielschets van de RvC (zonder datum)

#### Jaarrekeningen e.d.

- Xeikon 2007-2015
- Punch International 2007-2015
- Accentis 2008-2014
  
- Accountantsverslag Xeikon 2008-2013

#### Intercompany transacties

- |   |  |
|---|--|
| • Koop- en verkoopovereenkomst van 30-06-2008                     | Overeenkomst tot verkoop van alle aandelen in Punch Properties door Punch International aan Accentis               |
| • Overeenkomst rekening courant Xeikon – Punch International 2008 | Kredietovereenkomst (december 2010)  |
| • Leningovereenkomst / Calloptie van 25-08-2009                   | Kredietfaciliteit van € 5.000.000 door Summa aan Punch International   |
| • Aandeelhoudersovereenkomst van 21-10-2009                       | Overeenkomst tussen diverse aandeelhouders van Punch International inzake de uitoefening van aandeelhoudersrechten |

#### Documenten in verband met de 'club deal'

- |                                       |  |
|---------------------------------------|--|
| • Facilities Agreement van 22-07-2008 | Kredietfaciliteit van € 75.000.000 door een bankenconsortium aan Xeikon  |
| • Leningsovereenkomst van 05-12-2008  | Overeenkomst tussen Xeikon en Punch International inzake de door Xeikon aan Punch International ge-upstreamde middelen |

- Overeenkomst van overdracht van aandelen van 30-12-2008 Overeenkomst tot verkoop van aandelen Accentis door het management van Punch International aan Punch International
- Share sale and purchase agreement van 31-12-2008 Overeenkomst tot verkrijging van de Accentis deelneming
- Overdracht van Schuldvordering van 31-12-2008 Overeenkomst tot verkrijging van de Accentis Vordering
- Diverse huur- en leaseovereenkomsten ter zake door Accentis aan Xeikon verhuurde/ter beschikking gestelde locaties

#### Documenten in verband met de Overname

- (Documenten i.v.m. de) Expression of interest van Gilde van 06-12-2012
- (Documenten i.v.m. de) Expression of interest van Bencis van 26-01-2013
- (Documenten i.v.m. de) Expression of interest van Goss van 15-03-2013
- Persberichten van Xeikon en Punch International
- (Documenten i.v.m. de) Share Purchase Agreement van 18-07-2013 Overeenkomst tot verkoop door Punch International van haar aandelenbelang in Xeikon aan Bencis
- Fairness Opinion Petercam van 7 August 2013 Opinie over de fairheid van de prijs per aandeel Xeikon
- Fairness Opinion Petercam van 7 August 2013 Opinie over de fairheid van de prijs van het Accentis Belang 'Bencis Brief' (bijlage 9 bij dit verslag)
- Overeenkomst tussen Xeikon en Bencis van 19-8-2013
- Position Statement van Xeikon van 11-09-2013 Stanpuntbepaling van Xeikon over de Overname
- (Documenten i.v.m. de) Senior Facilities Agreement van 17-09-2013 Bancaire kredietfaciliteit aan Bencis e.a. i.v.m. financiering van de Overname
- Transfer and assignment agreement van 17-09-2013 Overeenkomst tot vervreemding van het Accentis Belang

#### Andere overeenkomsten

- Agreement for the sale and purchase of all issued shares in XBC B.V. van 17-11-2015 Overeenkomst tot (indirecte) verkrijging van de aandelen Xeikon door Flint Group

#### Andere documenten

- Analisten rapporten over (het aandeel) Xeikon
- Businessplan Xeikon 2011-2014
- Diverse prospectussen in verband met uitgiften van aandelen

## Bijlage 4

### Geïnterviewde personen<sup>1</sup>

#### AFM

Dhr. P.W. van Gerwen, Hoofd Toezicht Efficiënte Kapitaalmarkten  
Dhr. H. van Kammen, Manager Kwaliteit Accountantcontrole en Verslaggeving

#### BDO

Dhr. O. van Agthoven en dhr. H.J. Luijt, als accountant betrokken bij de controle van de jaarrekening van Xeikon (2008-2013)

Dhr. G. Cok, commissaris van Xeikon (mei 2011 - september 2013)

Dhr. W.G.M. Deblauwe, CEO (2008 - medio 2009) en commissaris (oktober 2009 - oktober 2012) van Xeikon

Dhr. F.A.S.M. Deschuytere, CEO van Xeikon (januari 2013 - september 2013)

Dhr. G.Z.P. Dumarey, commissaris van Xeikon (2008 - september 2009)

Dhr. F.A.M.J. Faas, bestuurder van Recalcico, verzoekster

Dhr. P.J.P. Ghekiere, commissaris van Xeikon (juli 2007 - januari 2009)

Dhr. B.S.D.N. Graulich, commissaris van Xeikon (september 2013 - december 2015)

Dhr. W.M. Maes, CEO van Xeikon (oktober 2009 - december 2012)

Dhr. H.B. olde Bolhaar, president commissaris van Xeikon (maart 2005 - juni 2014)

Dhr. P. Tytgadt, CFO van Xeikon (2008 - november 2009)

Dhr. B.C. van Assche, commissaris van Xeikon (januari 2008 - februari 2011)

Dhr. Z.J. van Gessel, commissaris van Xeikon (september 2013 - december 2015)

Dhr. A. Vanhoutte, commissaris van Xeikon (mei 2011 - september 2013)

Dhr. C. Vlasblom, CFO van Xeikon (november 2009 - oktober 2013)

---

<sup>1</sup> Met sommige personen zijn meerdere gesprekken gevoerd.

## Bijlage 5

# Chronologie

### Club Deal

februari 2008	Management van Xeikon begint gesprekken over een kredietfaciliteit van € 60 miljoen
10 juni 2008	Schriftelijk besluit rvb en rvc voor aangaan/goedkeuren kredietfaciliteit
juni 2008	Xeikon is debt free (MT notulen 30 juni 2008)
22 juli 2008	Overeenkomst club deal wordt getekend
augustus 2008	Twee upstreamings van gelden naar Punch International (€ 20 miljoen en € 15 miljoen). Protest in de rvc
16 september 2008	Upstreaming € 20 miljoen
oktober 2008	<ul style="list-style-type: none"><li>• Verdere upstreaming van gelden naar Punch International. € 60 miljoen van de € 75 miljoen van de kredietfaciliteit is opgenomen)</li><li>• Protest in de rvc</li><li>• Instructies rvc aan de directie</li></ul>
29 december 2008	rvc keurt overname Accentis goed
2 januari 2009	Koers aandeel Accentis stort in

### 2009-2012

maart 2009	Upstreaming € 5 miljoen naar Punch International en garantstelling Xeikon jegens Commerzbank voor € 30 miljoen voor krediet Punch International bij Commerzbank
juni 2009	<ul style="list-style-type: none"><li>• rvc besluit tot verkoop Accentis Belang; minimum onderhandelingsprijs € 50 miljoen</li><li>• olde Bolhaar tijdelijk CEO</li></ul>
najaar 2009	<ul style="list-style-type: none"><li>• Dumarey (Creacorp) geen controlerende aandeelhouder Punch International meer; Cok (Summa/Mohist) controlerende aandeelhouder</li><li>• Dumarey treedt per 1 oktober als commissaris af</li><li>• Nieuwe rvb: Maes CEO (oktober); Vlasblom CFO (november)</li></ul>

25 maart 2010	Punch International en NPM maken overeenstemming bekend over overdracht belang Punch International in Xeikon gevolgd door een bod van NPM op de andere aandelen. rvc Xeikon steunt het bod
10 mei 2010	Bod NPM wordt ingetrokken
december 2010	Kapitaalverhoging Accentis. Belang Xeikon stijgt van 24,49 % naar 44,13 %
medio 2011	Wijzigingen in de rvc: Van Assche treedt af; Cok en Vanhoutte treden toe

## Overname

september 2012	Verkennde gesprekken van Maes en Vlasblom over een mogelijke overname
oktober 2012	Deblauwe treedt af als commissaris
december 2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gilde brengt ter kennis van Xeikon een niet bindend bod van € 6,25 per aandeel</li> <li>• Vlasblom wordt CEO van Punch International benoemd</li> </ul>
1 januari 2013	Deschuytere treedt aan als CEO van Xeikon en Maes treedt af (formele benoeming vindt in mei plaats)
8 januari 2013	Xeikon brengt een persbericht uit over betrokkenheid bij een bod op alle aandelen
26 januari 2013	Bencis stuurt Xeikon een <i>Expression of interest</i> ; prijs van € 5,85 per aandeel
28 januari 2013	Gilde trekt zich formeel terug
29 januari 2013	Punch International stelt Vlasblom op non actief i.v.m. <i>conflict of interests</i>
februari 2013	Due diligence door Bencis
15 maart 2013	Goss stuurt Xeikon een <i>Expression of interest</i> ; prijs van € 7,00-8,25 per aandeel
5 april 2013	Sluiting data room voor Bencis
8 april 2013	Xeikon stuurt Bencis een brief met verzoek in onderhandelingen te treden over een merger agreement
23 april 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Goss bevestigt belangstelling; <i>non binding indicative offer</i> van € 7,65 per aandeel</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gesprekken met Bencis <i>on hold</i></li> </ul>
29 april 2013	Opening data room voor Goss
begin juni 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Goss trekt zich terug vanwege uitblijven vereiste interne goedkeuring</li> <li>• Hervatting van de gesprekken met Bencis</li> <li>• Vlasblom niet langer geconflicteerd</li> </ul>
begin juli 2013	Begin van de werkzaamheden van Petercam i.v.m. het afgeven van twee opinies over de door Bencis geboden prijs per aandeel en over de voorwaarden van de carve out
18 juli 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verkoop door Punch International van haar belang in Xeikon aan Bencis</li> <li>• Persbericht van Xeikon dat zij kennis heeft genomen van de verkoop</li> </ul>
7 augustus 2013	Opinies Petercam worden bij Xeikon ingediend
19 augustus 2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Overeenkomst Xeikon - Bencis (Bencis Brief)</li> </ul>
begin september 2013	Gesprekken tussen Xeikon en Bencis over door Bencis verlangde zekerheden door Xeikon ten gunste van de banken die de Overname financieren
11 september 2013	Position Statement Xeikon; bod Bencis wordt aan de aandeelhouders aanbevolen
17 september 2013	BAvA Xeikon: bod Bencis wordt toegelicht
20 september 2013	Verkrijging Xeikon-belang van Punch International door Bencis
6 november 2013	Openbaar bod van Bencis



## Bijlage 6




### Namen en functies van de in het verslag meest voorkomende personen

<b>Calluy (Bert)</b>	Dhr. B. Calluy, legal counsel Xeikon
<b>Cok (Gerard)</b>	Dhr. G. Cok, commissaris van Xeikon (mei 2011 - september 2013)
<b>Corten (Peter)</b>	Dhr. P. Corten, advocaat (LoyensLoeff), raadsman van Xeikon
<b>Deblauwe (Wim)</b>	Dhr. W.G.M. Deblauwe, CEO (2008 - medio 2009) en commissaris (oktober 2009 - oktober 2012) van Xeikon
<b>Deschuytere (Frank)</b>	Dhr. F.A.S.M. Deschuytere, CEO van Xeikon (januari 2013 - september 2013)
<b>Dumarey (Guido)</b>	Dhr. G.Z.P. Dumarey, commissaris van Xeikon (2008 - september 2009)
<b>Ghekiere (Philip)</b>	Dhr. P.J.P. Ghekiere, commissaris van Xeikon (juli 2007 - januari 2009)
<b>Graulich (Benoit)</b>	Dhr. B.S.D.N. Graulich, commissaris van Xeikon (september 2013 - december 2015)
<b>Marc Maes</b>	Dhr. M. Maes, secretaris Xeikon
<b>Maes (Wim)</b>	Dhr. W.M. Maes, CEO van Xeikon (oktober 2009 - december 2012)
<b>olde Bolhaar (Herman)</b>	Dhr. H.B. olde Bolhaar, president commissaris van Xeikon (maart 2005 - juni 2014)
<b>Rooryck (Peter)</b>	Dhr. P. Rooryck, advocaat, raadsman van Punch International
<b>Tytgadt (Peter)</b>	Dhr. P. Tytgadt, CFO van Xeikon (2008 - november 2009)
<b>Van Assche (Ben)</b>	Dhr. B.C. van Assche, commissaris van Xeikon (januari 2008 - februari 2011)
<b>Van Gessel (Zoran)</b>	Dhr. Z.J. van Gessel, commissaris van Xeikon (september 2013 - december 2015)
<b>Vanhoutte (Arthur)</b>	Dhr. A. Vanhoutte, commissaris van Xeikon (mei 2011 - september 2013)
<b>Vlasblom (Kees)</b>	Dhr. C. Vlasblom, CFO van Xeikon (november 2009 - oktober 2013)

## Bijlage 7

### RvB - RvC Xeikon 2008-2014 | Functies bij Punch International of Accentis

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dumarey	Commissaris Xeikon	Commissaris Xeikon	Commissaris Xeikon				
Ghekiere	Commissaris Xeikon	Commissaris Xeikon					
Van Assche	Bestuurder Xeikon	Commissaris Xeikon	Commissaris Xeikon	Commissaris Xeikon			
Deblauwe	Bestuurder Punch International	Bestuurder Punch International	Bestuurder Punch International	Bestuurder Punch International	Bestuurder Punch International		
	Bestuurder Accentis	Bestuurder Accentis	Bestuurder Accentis	Bestuurder Accentis	Bestuurder Accentis		
Tytgadt	Bestuurder Xeikon	Bestuurder Xeikon		Bestuurder Accentis			
Olde Bolhaar	Commissaris Xeikon	Commissaris Xeikon	Commissaris Xeikon	Commissaris Xeikon	Commissaris Xeikon	Commissaris Xeikon	Commissaris Xeikon
Maes				Bestuurder Punch International	Bestuurder Punch International	Bestuurder Punch International	Bestuurder Xeikon
Vlasblom (*)			Bestuurder Xeikon	Bestuurder Xeikon	Bestuurder Xeikon	Bestuurder Xeikon	Bestuurder Xeikon
Deschuytere						Bestuurder Xeikon	
Vanhoutte			Bestuurder Punch International	Bestuurder Punch International	Bestuurder Punch International	Bestuurder Punch International	Bestuurder Punch International
				Commissaris Xeikon	Commissaris Xeikon	Commissaris Xeikon	
Cok				Bestuurder Accentis	Bestuurder Accentis	Bestuurder Accentis	Bestuurder Accentis
Den Ouden							Bestuurder Xeikon
Van de Voorde							Commissaris Xeikon
Van Gessel							Commissaris Xeikon
Graulich							Commissaris Xeikon

	Commissaris Xeikon
	Bestuurder Xeikon
	Bestuurder Punch International
	Bestuurder Accentis

(\*) Per 29 januari 2013 op non-actief gesteld als bestuurder van Punch International i.v.m. de Overname

Bijlage 8

Memorandum Xeikon van 7 juli 2016

---

# stek

## MEMORANDUM

## VERTROUWELIJK

Aan : Mr. J. Blanco Fernández  
Van : Ellen Soerjatin  
Inzake : Reactie op het concept onderzoeksrapport d.d. 10 juni 2016  
Datum : 7 juli 2016

---

1. Xeikon heeft kennis genomen van het concept onderzoeksrapport d.d. 10 juni 2016 ('Concept II') waaraan vooraf zijn gegaan onder meer<sup>1</sup> de Voorlopige Bevindingen van de Onderzoeker d.d. 19 augustus 2015 (en de reactie daarop van Xeikon d.d. 26 oktober 2015), en een concept onderzoeksrapport d.d. 11 december 2015 ('Concept I'), waarop Xeikon bij memorandum van 15 februari 2016 heeft gereageerd.
2. Uit Concept I bleek dat de Onderzoeker voorbij is gegaan aan de door Xeikon zelf, de heren Vlasblom en oude Bolhaar, en Bencis (de heren Van Gessel en Graulich) verstrekte informatie en toelichtingen. Hierdoor is bij Xeikon de indruk ontstaan dat de Onderzoeker al in een vroeg stadium van het onderzoek zijn mening heeft gevormd en dat de door Xeikon (en anderen) verstrekte toelichtingen en informatie daar niet in passen.
3. In haar reactie op Concept I heeft Xeikon gemotiveerd betoogd en toegelicht dat Concept I - onder andere door de gehanteerde onderzoeksmethode, het gebrek aan een (deugdelijke) motivering, en het negeren van de verstrekte toelichtingen en informatie, althans de selectieve weergave daarvan - een onjuist en onvolledig beeld geeft van het beleid en de gang van zaken in de onderzoeksperiode.
4. Xeikon meende dat met inachtneming van haar (eerdere) toelichtingen, de omvangrijke informatieverstrekkingen en haar reactie op Concept I de onderzoeksbevindingen drastisch herzien zouden moeten worden, en verzocht de Onderzoeker om een herzien concept onderzoeksrapport.
5. In Concept II heeft de Onderzoeker weliswaar enkele onderdelen van de reactie van Xeikon op Concept I (meestal in een noot) weergegeven, maar nog steeds zeer selectief, enkel om deze te *weerspreken*, en voorbijgaand aan de kern daarvan. De reactie van Xeikon op Concept I wordt voor het overige genegeerd. Concept II bevestigt derhalve de hierboven in nr. 2 weergegeven indruk.
6. De Onderzoeker blijkt ook in Concept II vast te houden aan de door Xeikon betwiste onderzoeksmethode inhoudende dat de onderzoeksbevindingen nagenoeg uitsluitend

---

<sup>1</sup> Afgezien daarvan (en van de verstrekte informatie in vele interviews met ex bestuurders en commissarissen van Xeikon), heeft Xeikon vele andere schriftelijke toelichtingen aan de Onderzoeker verstrekt, ook ter beantwoording van specifieke vragen van de Onderzoeker.

worden gebaseerd op 0,19% van de aan de Onderzoeker beschikbaar gestelde e-mailcorrespondentie over los van elkaar staande omstandigheden, met voorbijgaan aan de door Xeikon en haar ex bestuurder/commissaris verstrekte toelichting op de gang van zaken (inclusief op de context van de e-mailcorrespondentie). De Onderzoeker blijft een door hem zelf gemaakte zeer beperkt selectie van een klein aantal e-mails doorslaggevend achten voor zijn onderzoek. De onderzoeksbevindingen zijn niet althans nauwelijks herzien, en de strekking van het Concept II is ten opzichte van Concept I niet gewijzigd.

7. Gelet op het bovenstaande zou een reactie op Concept II slechts een onnodige herhaling opleveren van de eerder door Xeikon verstrekte uitgebreide toelichtingen, reacties en informatie. Aangezien deze door de Onderzoeker ook bij het opstellen van Concept II buiten beschouwing zijn gelaten, heeft Xeikon niet de illusie dat een inhoudelijke reactie op Concept II zal leiden tot de verzochte (en noodzakelijke) drastische herziening van de (strekking van de) onderzoeksbevindingen.
  8. Xeikon volstaat dan ook met een betwisting van de onderzoeksbevindingen onder verwijzing naar onder meer de in nr. 1 van dit memo genoemde toelichtingen en reacties. Xeikon wenst door het achterwege laten van een inhoudelijke reactie op individuele onderdelen van Concept II niet geacht te worden zich met de inhoud van de onderzoeksbevindingen te verenigen.
  9. Xeikon verzoekt de Onderzoeker om de tekst van dit memorandum integraal in het definitieve onderzoeksrapport op te nemen, althans dit memo als bijlage aan het onderzoeksrapport te hechten. Volledigheidshalve wijst Xeikon erop dat de heren Vlasblom en oude Bolhaar achter de onderhavige reactie staan.
-

Bijlage 9  
Bencis Brief

Strictly Private & Confidential

To: The Supervisory Board of Xeikon N.V., attn. Mr. Herman Olde Bolhaar

19 August 2013

Dear Sirs,

**TRANSACTION**

We are pleased to confirm that Bencis wishes to acquire all shares of Xeikon (the Transaction). The Transaction would be structured as follows:

- Bencis, as purchaser, entered into a share purchase agreement with Punch International, as seller, regarding the transfer of all of its 18,856,298 shares (65,68%) held in Xeikon (the **Private Sale**);
- An extraordinary shareholders' meeting of Xeikon will be convened within the legal terms and such extraordinary shareholders' meeting will be held on 17 September 2013 in which, among others, the following matters will be put to vote: (A) certain amendments of the articles of association, (B) authorisation of the Executive Board to repurchase own shares, (C) resignation, discharge and appointment of certain members of the Supervisory Board (the **Extraordinary Shareholders' Meeting**);
- as from completion of the Private Sale, Xeikon will repurchase own shares (up to maximum 28% of the shares), which will be financed with available cash and third party financing (the **Repurchase**); the Repurchase is a requirement from the lenders in the overall financing structure;
- after successful completion of the Private Sale, Bencis would acquire a controlling interest ("*overwegende zeggenschap*") in Xeikon pursuant to which Bencis would make a mandatory offer for all remaining shares in Xeikon, followed by a statutory squeeze out or other measure to acquire any and all remaining shares in Xeikon (the **Mandatory Offer**).

The price that would be paid for the shares of Xeikon in the framework of the Transaction is in each case EUR 5.85 in cash (without interest and less applicable withholding taxes, if any).

bencis capital partners

CULLIGANLAAN 2C | 1831 DIEGEM | BELGIUM

PHONE: +32 (0)2 6100 300 | FAX: +32 (0)2 6100 301 | E-MAIL: INFO@BENCIS.BE | WEB: WWW.BENCIS.BE



## **FINANCING**

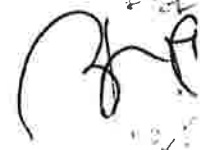
The envisaged debt financing is expected to be in line with current market practice. Xeikon envisages to attract financing in an amount of up to EUR 30 million to finance the purchase of its own shares.

## **ARRANGEMENTS AND PRINCIPLES**

Given the nature of the Transaction, the arrangements and principles set out below are essential for a smooth process and a successful completion and financing of the Transaction:

- At the latest on September 17, 2013, Xeikon and the Boards of Xeikon will (i) confirm that the Transaction, the price and particularly the Mandatory Offer are fair to the Xeikon shareholders from a financial point of view and in the best interest of Xeikon and its stakeholders, such confirmation to be supported by a fairness opinion issued by Petercam, (ii) confirm support and recommendation for the Transaction, and (iii) publish a press release supporting and recommending the Transaction, after consulting with Bencis;
- Xeikon will not tender the treasury shares under the Mandatory Offer nor transfer such shares in any other way;
- Xeikon will use its best efforts to obtain change of control waivers from BNP Paribas Fortis and Belfius;
- As Bencis' willingness to proceed with the Transaction is still subject to certain confirmations by PWC in connection with Xeikon's financials as at 30 June 2013, Xeikon will (i) grant PWC reasonable access to its premises during normal business hours, (ii) cooperate to allow PWC to conduct the necessary review, and (iii) provide all documents and information as may reasonably be requested by Bencis and/or PWC for the purposes thereof;
- Xeikon (and its subsidiaries) agree to conduct its (and their) business and operations in the ordinary and usual course of business consistent with past practice;
- In general, Xeikon will use all its best efforts to fully collaborate and cooperate with Bencis with a view to a successful and smooth completion of the Transaction (including the Repurchase), and Xeikon will use all its best efforts to assist Bencis with the release of any existing security in connection with any existing third party financing and the creation of security for the new financing that will be incurred in connection therewith.

This letter and its contents must be kept confidential and may not be disclosed to any third party except as required pursuant to applicable laws and regulations, including Dutch securities laws and regulations, it being understood that Bencis and Xeikon may disclose this letter to its advisers and to their finance parties.







## **STRATEGY**

Xeikon has currently a leading position in certain digital printing market segments and offers prepress solutions for the traditional analogue printing market. The company has further growth opportunities in niche segments of the digital Document & Commercial and digital Labels & Packaging printing markets. From a geographical perspective, growth opportunities exist in Latin America and Asia.

For Xeikon's digital printing activities, there are challenges of new emerging digital printing technologies (e.g. high-performance inkjet, nanography), growing competition (e.g. from big companies such as HP, Océ, Konica Minolta, Xerox, Fuji; from numerous new entrants in inkjet; from Landa) and the uncertain macro-economic environment. Whereas Xeikon has gained market share in Labels & Packaging over the past years, it is losing market share in Document & Commercial. For the prepress activities, overall markets are structurally declining and severe competition exists from lower cost manufacturers (e.g. companies like Cron, Luscher, Fuji) which puts pressure on the competitiveness of Xeikon's prepress solutions.

Bencis' support and resources can address the challenges Xeikon faces, realise its full potential and execute its growth strategy and the required investments. Bencis is well placed to support Xeikon into its next phase of development.

By supporting and executing Xeikon's strategy, Bencis aims to strengthen Xeikon's competitive position and thereby creating a basis for long term value creation. Such value creation would be of benefit to Xeikon, Bencis and the funds managed by Bencis as they will be the (indirect) shareholder of Xeikon.

The Transaction will have a number of advantages for Xeikon and its stakeholders:

- (i) Bencis has experience in the graphics and printing industries to support management teams in the execution of their strategic plans.
- (ii) Bencis is committed to structure the financial leverage in such a way that it provides the financial flexibility needed for growth in the next stage of the development of Xeikon.
- (iii) The transaction creates a stable environment for Xeikon.

Based on its current knowledge of Xeikon and its businesses, Bencis' overall aim is to maximise the operational performance of Xeikon's current activities. Taking into account such overall aim, Bencis will respect and support Xeikon with the realisation of its strategy, including the following items in particular:

- (i) Further develop and strengthen its sales and service network in emerging markets such as Latin America and Asia.
- (ii) Focus on developing long-term relationships in niche segments in the Labels & Packaging market and refocus its activities in the Document & Commercial market by means of new technological developments and continuous innovation, such as Trillium.
- (iii) Remain focused on recurring income by offering integrated solutions, technical support, services and consumables.

The transaction should contribute to the continuity of the company and the employment.

A handwritten signature in black ink, appearing to be "M. Bencis", located in the bottom right corner of the page.

This agreement is governed by Dutch law. All disputes arising in connection with this letter shall be referred to and finally settled by arbitration in accordance with the Arbitration Rules of the Netherlands Arbitration Institute (*Nederlands Arbitrage Instituut, NAI*). The arbitral tribunal shall be composed of three arbitrators and shall make its decision in accordance with the rules of law (*regelen des rechts*). The place of arbitration shall be Amsterdam, the Netherlands. The arbitral proceedings shall be conducted in the English language. Consolidation of arbitral proceedings with other proceedings as provided for in article 1046 of the Dutch Code for Civil Procedure is excluded.

We would very much appreciate if Xeikon could confirm its agreement with the arrangements set out in this letter by countersigning this letter and returning a copy to us.

Sincerely yours,

For Bencis

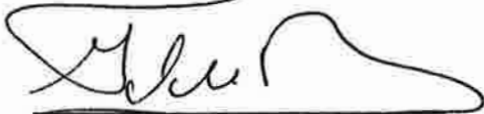


By:

Function:

Benoit Franckel  
Director, Bencis Buyout Fund IV GPBV,  
representing Bencis Buyout Fund IV A CV and  
For acknowledgement and agreement: Bencis Buyout Fund IV B CV

For Xeikon N.V.



Mr Herman Olde Bolhaar

Chairman of the Supervisory Board

Bijlage 10

Conceptpersbericht van Xeikon van 23 augustus 2013

## PERSBERICHT

### Zeikon NV

Eede, Nederland – 23 augustus 2013 – In vervolg op de persberichten die Zeikon op 12 en 18 juli jl. uitbracht nadat Zeikon kennis had genomen van persberichten van Punch International nv (“Punch”) en Punch en Bencis Capital Partners Belgium NV (“Bencis”) gezamenlijk, ten aanzien van, onder meer, de voorwaardelijke overeenstemming tussen Punch en Bencis over de verkoop aan Bencis van het belang van Punch in Zeikon voor een prijs van EUR 5,85 in contanten per aandeel (de “Transactie”), hebben wij ons beraden op de Transactie en het verplichte bod op alle uitstaande aandelen in het kapitaal van Zeikon dat Bencis na voltrekking van de Transactie zal moeten uitbrengen (het “Verplichte Bod”). Daarnaast hebben wij ons beraden op een specifieke voorwaarde voor de Transactie dat de banden tussen Zeikon en Punch verbroken worden door middel van een “carve-out”-transactie voorafgaande aan voltrekking van de Transactie (de “Carve-Out”).

Om tot een zorgvuldig oordeel ten aanzien van de Transactie en het daarop volgende Verplichte Bod te kunnen komen, heeft Zeikon twee verschillende fairness opinies aangevraagd: één ten aanzien van het aan de Carve-Out verbonden prijskaartje en één ten aanzien van de door Bencis geboden prijs per aandeel (de “Biedprijs”).

Voor de Carve-Out heeft [●Petercam] een fairness opinie afgegeven waarin [●Petercam], na onafhankelijke toetsing en onder gebruikmaking van de gebruikelijke waarderingsmethodieken, stelt dat het aan de Carve-Out gehangen prijskaartje eerlijk is.

Voor de Biedprijs heeft [●Petercam] eveneens een fairness opinie afgegeven waarin [●Petercam], na onafhankelijke toetsing en onder gebruikmaking van de gebruikelijke waarderingsmethodieken, stelt dat de Biedprijs eerlijk is.

### Standpunt leden directie en raad van commissarissen

#### *Carve-Out*

Aangezien wij stand-alone (i.e. zonder dat de Transactie of enige andere transactie zou plaatsvinden) ook al van plan waren de Carve-Out door te voeren op dezelfde of soortgelijke voorwaarden, en de ten aanzien van de Carve-Out verkregen fairness opinie bovendien onderschrijft dat het aan de Carve-Out gehangen prijskaartje eerlijk is, steunen wij de Carve-Out unaniem en zullen wij onze medewerking aan de Carve-Out verlenen.

#### *Transactie en het Verplichte Bod*

Ten aanzien van de Transactie die het Verplichte Bod tot gevolg zal hebben, zijn wij verdeeld in die zin dat alle leden van de raad van commissarissen en directie de Transactie in het belang van Zeikon en al Zeikon’s stakeholders achten en de Transactie en het daarop volgende Verplichte Bod steunen en aanbevelen aan de aandeelhouders, behalve de heer Deschuytere, die zich onthoudt van het uitspreken van zijn steun.

De reden van de heer Deschuytere zich te onthouden van het uitspreken van zijn steun is [●dat hij, ondanks de door Zeikon verkregen fairness opinies op de Biedprijs en de Carve-Out, twijfelt of de Biedprijs eerlijk is, omdat zich in het verleden een potentieel geïnteresseerde partij heeft gemeld die een prijs van EUR 7,00 per aandeel bood].

De redenen van de overige leden van de raad van commissarissen en de directie om de Transactie in het belang van Zeikon en al Zeikon’s stakeholders te achten en de Transactie en het daarop volgende Verplichte Bod te steunen en aan te bevelen aan de aandeelhouders, zijn [●dat zij, gegeven hun inschatting van de waarde van Zeikon, daarbij beide fairness opinies en de actuele resultaatontwikkeling van Zeikon in acht nemende, alsmede het feit dat de potentieel geïnteresseerde

partij aan wie de heer Deschuytere refereert zich destijds onverrichterzake heeft teruggetrokken en er op dit moment geen andere geïnteresseerde partijen zijn, van mening zijn dat de Biedprijs vanuit financieel perspectief eerlijk is en dat de overname van Xeikon door Bencis in het belang van Bencis en al haar stakeholders zal zijn, aangezien [●Bencis Xeikon's strategie steunt, ernaar zal streven Xeikon's marktpositie te verstevigen, Xeikon's waarde op lange termijn wil verhogen, ervaring heeft in de ondersteuning van management in de grafische- en printindustrie, zich gecommitteerd heeft de financiering van Xeikon zo te organiseren dat Xeikon over de benodigde financiële flexibiliteit beschikt om te groeien en zo haar potentieel kan optimaliseren en bovendien wil bijdragen aan de continuïteit van de vennootschap en haar personeel]. Daarnaast hebben zij in overweging genomen dat grootaandeelhouder Punch zich reeds aan de Transactie heeft gecommitteerd en dat de Transactie het Verplichte Bod tot gevolg zal hebben, dat niet alleen onvoorwaardelijk zal zijn, maar waarbij Bencis ook verplicht zal zijn een billijke prijs per aangemeld aandeel te betalen (dat wil zeggen de hoogste prijs die Bencis gedurende het aan de aankondiging van het Verplichte Bod voorafgaande jaar voor een aandeel Xeikon heeft betaald; ervan uitgaande dat Bencis gedurende dat jaar alleen aandelen Xeikon heeft verkregen door middel van de Transactie, zal die billijke prijs gelijk zijn aan de Biedprijs).

### **Inkoop eigen aandelen**

Bencis heeft Xeikon in het kader van de Transactie en het daarop volgende Verplichte Bod verzocht tussen de voltrekking van de Transactie en het daarop volgende Verplichte Bod eigen aandelen in te kopen tegen een prijs gelijk aan de Biedprijs per aandeel. Aangezien de directie en de raad van commissarissen (afgezien van de heer Deschuytere) de Transactie en het daarop volgende Verplichte Bod van Bencis steunen, is besloten de aandeelhoudersvergadering om een aanvullende machtiging tot inkoop van eigen aandelen tegen EUR 5,85 per aandeel te verzoeken en heeft de directie een dienovereenkomstig verzoek op de agenda voor de BAVA van 17 september a.s. geplaatst. Indien de machtiging wordt verleend, zullen de directie en raad van commissarissen (afgezien van de heer Deschuytere) Xeikon, voor zover toegestaan, eigen aandelen laten inkopen tegen EUR 5,85 per aandeel en zal het iedere aandeelhouder vrijstaan zijn of haar aandelen ter inkoop aan Xeikon aan te bieden. Mocht Xeikon niet kunnen overgaan tot inkoop van aan haar aangeboden aandelen, dan zullen de aandeelhouders hun aandelen alsnog onder het Verplichte Bod van Bencis kunnen aanmelden en zal Bencis verplicht zijn deze af te nemen tegen voornoemde billijke prijs.

### **Tegenstrijdig belang bestuurders en commissarissen**

#### *Directie*

De directie bestaat uit twee leden: de heer Deschuytere (CEO) en de heer Vlasblom (CFO). Beide heren hebben een (potentieel) tegenstrijdig belang bij de Transactie en het daarop volgende Verplichte Bod, welk er in het geval van de heer Deschuytere uit bestaat dat Bencis heeft aangegeven hem [●na afwikkeling van het Verplichte Bod] te wil vervangen, en er in het geval van de heer Vlasblom uit bestaat dat hij tevens bestuurder is van grootaandeelhouder Punch en bovendien een aanbod van Bencis heeft gekregen na afwikkeling van het Verplichte Bod aan te blijven als CFO onder verwerving van een (indirect) belang in Xeikon.

#### *Raad van commissarissen*

De raad van commissarissen bestaat uit drie leden: de heren Vanhoutte, Cok en Olde Bolhaar (voorzitter). De heren Vanhoutte en Cok hebben een (potentieel) tegenstrijdig belang bij de Transactie, welk er in het geval van de heer Vanhoutte uit bestaat dat hij bestuurder is van grootaandeelhouder Punch, en er in het geval van de heer Cok uit bestaat dat hij (direct of indirect) grootaandeelhouder is van Punch en bestuurder is van Accentis NV, van welke vennootschap Xeikon ongeveer 44% van het uitstaande aandelenkapitaal houdt en welke vennootschap betrokken zal zijn bij de Carve-Out.

Vanwege deze (potentieel) tegenstrijdige belangen, beraadslaagt en besluit de heer Olde Bolhaar ten aanzien van de Carve-Out, de Transactie en het Verplichte Bod, daarbij (voor zover toegestaan) bijgestaan door een intern gevormd transactiecomité, bestaande uit de heren Deschuytere, Vlasblom en Calluy (jurist) en externe adviseurs.

Indien en zodra ontwikkelingen daartoe aanleiding mochten geven, zullen nadere mededelingen worden gedaan.

Dit is een openbare mededeling ingevolge artikel 5:25i lid 2 van de Wet op het financieel toezicht.

Voor verdere informatie kunt u contact opnemen met de heer H.B. olde Bolhaar, voorzitter van de raad van commissarissen, te bereiken via het directiesecretariaat van Xeikon: +31 (0)117 – 37 5020.

#### **Over Xeikon**

Als innovator op het gebied van digitaal drukken ontwerpt, ontwikkelt en levert Xeikon NV (XEI: AEX) hoogwaardige digitale kleurendruksystemen voor etiketten en verpakkingen, documenten en commercieel drukwerk. Deze systemen bestaan uit geavanceerde rotatiepersen op basis van elektrofotografie met LED-arrays en droge toner, aangevuld met open workflowsoftware, toepassings specifieke toners en andere verbruiksartikelen van exclusieve kwaliteit. Als OEM-toeleverancier ontwerpt en ontwikkelt Xeikon plaatbelichtingssystemen voor krantenoffsetdruk. De firma produceert ook computer-to-plate-systemen (CtP) voor de drukindustrie onder de merknaam basysPrint. Deze beproefde CtP-systemen voor de belichting van conventionele UV-platen combineren de nieuwste belichtingstechnieken met de kostengunstige, flexibele en kwalitatief hoogwaardige UV-plaattechnologie. Xeikon is - onder de merknaam ThermoflexX - ook actief in de flexomarkt. Het ThermoflexX-gamma bevat een aantal flexoplaatbelichtingssystemen in hoge resolutie met de bijbehorende geavanceerde screeningstechnologie, kleurmanagement- en workflowmanagementoplossingen. Bezoek [www.xeikon.com](http://www.xeikon.com) voor meer informatie.

#### **Voorbehoud toekomstgerichte verklaringen**

Bepaalde verklaringen in deze aankondiging zijn toekomstgerichte verklaringen ('forward-looking statements'). Elke toekomstgerichte verklaring geldt slechts op de datum van deze aankondiging. Dergelijke verklaringen zijn gebaseerd op huidige verwachtingen en overtuigingen en houden, uit de aard der zaak, een aantal bekende en onbekende risico's en onzekerheden in waardoor de werkelijke resultaten en prestaties aanzienlijk kunnen afwijken van verwachte toekomstige resultaten of prestaties verwoord of geïmpliceerd in de toekomstgerichte verklaringen. De informatie en standpunten vervat in deze aankondiging kunnen zonder voorafgaande kennisgeving veranderen, en Xeikon NV heeft niet de bedoeling, noch de verplichting, om de toekomstgerichte verklaringen in dit bericht te actualiseren, behoudens voor zover het daartoe verplicht is door enige toepasselijke wetgeving of door de regelgeving van enige beurs waarop zijn aandelen mogelijk verhandeld worden.

## PRESS RELEASE

### Zeikon NV

Eede, the Netherlands – 23 August 2013 – ●

Further announcements will be made if and when circumstances so require.

This announcement is made pursuant to Section 5:25i, second paragraph of the Act on Financial Supervision (*Wet op het financieel toezicht*).

For information, please contact Mr H.B. olde Bolhaar, Chairman of the Supervisory Board, reachable via the head office of Zeikon at +31 (0)117 – 37 5020.

#### **About Zeikon**

Zeikon NV (XEI: AEX) is an innovator in digital printing technology. The company designs, develops and delivers web-fed digital color presses for labels and packaging applications, document printing, as well as commercial printing. These presses utilize LED-array-based dry toner electrophotography, open workflow software and application-specific toners.

As an OEM supplier, Zeikon designs and produces plate makers for newspaper offset printing applications. Zeikon also manufactures basysPrint computer-to-plate (CtP) solutions for the commercial printing market. These proven CtP systems combine the latest exposure techniques with cost-efficient UV plate technology, high imaging quality and flexibility.

For the flexographic market, Zeikon offers digital platemaking systems under the ThermoFlexX brand name. ThermoFlexX systems provide high resolution plate exposure including screening, colour management, as well as workflow management.

All the Zeikon solutions are designed with the overarching principles of profitability, quality, flexibility and sustainability in mind. With these guiding principles and a deep, intimate knowledge of its customers, Zeikon continues to be one of the industry's leading innovators of products and solutions.

#### **Cautionary statement regarding forward-looking statements**

This press release contains certain forward-looking statements. Any forward-looking statement applies only on the date of this press release. Such statements are based on current expectations and convictions and, by their nature, are subject to a number of known and unknown risks and uncertainties as a result of which the actual results and performance may differ substantially from expected future results or performance expressed or implied in the forward-looking statements. The information and views contained in this press release may change without prior notice, and Zeikon NV has neither the intention nor the obligation to update forward-looking statements in this communication, except insofar as it is obliged to do so by any applicable legislation or by the rules of any stock exchange on which its shares may be traded.

Bijlage 11

Vergelijkingstabel notulen rvc Xeikon juli-augustus 2013



## Oorspronkelijke tekst

## Aangepaste tekst<sup>2</sup>

**(EM BC 17-6-2013 15:09)**

**Notulen rvc 13 juni 2013**

9. Bespreking project Apache

9. Bespreking project Apache

De RVC neemt kennis van het feit dat Van Gogh heeft aangegeven dat het op dit ogenblik voor haar niet mogelijk is om Xeikon over te nemen. De RVC neemt verder kennis van het feit dat de gesprekken met Apache opnieuw zullen worden opgestart door Punch International.

T.a.v. project Apache is in april een besluit genomen over de (mogelijke) tegenstrijdige belangen van bepaalde leden van de RvC en RvB en is besloten dat de heer Olde Bolhaar – als enige niet (mogelijk) geconflieeerde persoon binnen de RvC en RvB, beslissingen zou nemen inzake dit project (verwezen wordt naar het betreffende besluit van april 2013 (als bijlage aangehecht)). T.a.v. Kees Vlasblom geldt vanaf begin juni dat niet langer sprake is van een (mogelijk) tegenstrijdig belang, omdat – anders dan ten tijde van de rechtstreekse gesprekken tussen Xeikon en Bencis over een mogelijk bod – niet langer tussen Kees Vlasblom en Bencis wordt gesproken over het in het vooruitzicht stellen van een vergoeding bij het slagen van de transactie en/of een "sweetener" in de vorm van aandelen en dergelijke en hij bij Punch v.w.b. de besluitvorming reeds op non-actief is gesteld gezien zijn dubbele positie als bestuurder bij Punch en Xeikon. Daarom zal Kees Vlasblom vanaf heden, naast de heer Olde Bolhaar, kunnen participeren in de beraadslagingen en besluitvorming t.a.v. project Apache.

---

<sup>2</sup> De tekst is overgenomen uit de documenten die Xeikon aan de onderzoeker ter beschikking heeft gesteld. Niet de volledige tekst is overgenomen. De vergaderingen van 19 juli en 12 augustus zijn telefonisch geweest. De notulen van 12 augustus vermelden dat Cok verontschuldigd was. Bij alle vergaderingen waren de twee bestuurders aanwezig.

Er wordt kennis genomen van het feit dat Van Gogh heeft aangegeven dat het op dit ogenblik voor haar niet mogelijk is om Xeikon over te nemen en dat Apache en Punch International rechtstreeks gesprekken voeren met elkaar over een mogelijke transactie.

**(EM BC 17-7-2013 18:46)**

**Geen 'officiële' notulen beschikbaar**

**Notulen Raad Van Commissarissen van 9 juli 2013 –14.30 uur**

**Agenda**

Bespreking fairness opinion Petercam m.b.t. carve – out Accentis

**Beraadslaging en beslissingen**

Petercam geeft toelichting bij de fairness opinion, die als bijlage bij deze notulen wordt gevoegd.

De Raad van Commissarissen heeft deze fairness opinion gevraagd om na te gaan of de carve out van Accentis, zoals die voorligt, at arm's length zal gebeuren.

Petercam heeft 2 methodes gehanteerd: enerzijds een marktwaardering van de participatie en de receivable, anderzijds een liquidatiewaardering waarbij men uitgaat van een liquidatie van Accentis.

De Voorzitter verzoekt Petercam om de naam van Gerard Cok uit het document te halen.<sup>3</sup>

---

3

**Supporting documents Petercam opinion (4 July 2013) p. 46**

Next to bank debt, Accentis had (unsecured) debts to three related parties at 31 December 2012:

**Supporting documents Petercam opinion (26 July 2013) p. 46**

Next to bank debt, Accentis had (unsecured) debts to three related parties at 31 December 2012:

Men heeft, m.b.t. de receivable, een vergelijking gemaakt met een CC-bond. Er zijn een aantal verschillen tussen Accentis en de CC-bonds. Accentis is kleiner in omvang, is minder liquide en heeft bovendien een langere "maturity".

De receivable zou 7.4 mio EURO waard zijn indien Accentis zijn schulden kan blijven nakomen, hetgeen weinig waarschijnlijk is. Indien er een schulderstructurering zou plaatsvinden, zou er een waardering op 5 mio EUR zijn. Als er tot 2018 geen hoofdsom of interest zou worden betaald, wordt de receivable gewaardeerd op 4,2 mio EUR.

De carve – out voorziet een prijs van 9.6 mio EUR.

Op p. 56 wordt een evaluatie gegeven van de voorziene carve out. Petercam besluit dat, gelet op de elementen en de overwegingen die zijn opgenomen in de fairness opinion, de carve out van Accentis fair is, vanuit een financieel oogpunt.

De Raad van Commissarissen gaat akkoord met de inhoud van de fairness opinion en met het besluit van Petercam, en is op die basis akkoord om de carve out van Accentis uit te voeren, volgens de voorwaarden zoals beschreven in de fairness opinion.

Het besluit om het belang van Xeikon in Accentis te verkopen, ligt volledig in lijn met de strategie van de

---

- **Xeikon NV**: EUR 26.660.730 (principal amount)  
- **Summa NV** (investment vehicle controlled by Mr. Gerard Cok, main shareholder of Punch International): EUR 2.150.000  
- **Punch International NV**: EUR 1.717.557

- **Xeikon NV**: EUR 26.660.730 (principal amount)  
- **Summa NV** (main shareholder of Punch International): EUR 2.150.000  
- **Punch International NV**: EUR 1.717.557

vennootschap, die steeds de bedoeling heeft gehad om de banden met Accentis door te knippen.

**(EM BC vr 19-7-2013 10:27 en wo 24-7-2013 09:45)**

### **Agenda**

Bespreking van het persbericht van Punch International in het kader van de transactie die Punch met Bencis benaarstigt.

De raad beoogt een principiële beslissing te nemen over de medewerking van Xeikon aan de volgende voorwaarden van de beoogde transactie tussen Punch en Bencis

Overname Point – IT;  
Overdracht van alle belangen van Xeikon in Accentis;  
Overdracht van alle vorderingen op Accentis;

### **Beraadslaging en beslissingen**

De raad van commissarissen heeft kennis genomen van het persbericht van Punch International en Bencis.

De raad bespreekt de voorwaarden die deel uitmaken van de beoogde transactie tussen Punch en Bencis waarvoor de medewerking van Xeikon vereist is.

De raad is van oordeel dat de overname van de aandelen in Point IT een logisch gevolg is van de transactie tussen Punch International en Bencis en verklaart zich akkoord met de

**Notulen Raad Van  
Commissarissen van 19 juli 2013,  
9.30 uur, telefonisch**

### **Agenda**

Bespreking van het persbericht van Punch International in het kader van de transactie die Punch met Bencis benaarstigt.

### **Beraadslaging**

De vennootschap heeft kennis genomen van het persbericht van Punch International en Bencis.

Besproken worden de voorwaarden die deel uitmaken van de beoogde transactie tussen Punch en Bencis waarvoor de medewerking van Xeikon vereist is. Het betreft met name:

Overname Point – IT;  
Overdracht van alle belangen van Xeikon in Accentis;  
Overdracht van alle vorderingen op Accentis;

De overname van de aandelen in Point IT is een logisch gevolg van de transactie tussen Punch International en Bencis.

De overdracht van alle belangen van Xeikon in Accentis en van alle vorderingen op Accentis is in lijn met de strategie van de vennootschap. Het is steeds de bedoeling van de vennootschap geweest om de banden met Accentis door te

verwerving van deze aandelen door de vennootschap.

De raad is verder van oordeel dat de overdracht van alle belangen van Xeikon in Accentis en van alle vorderingen op Accentis in lijn is met de strategie van de vennootschap. Het is steeds de bedoeling van de vennootschap geweest om de banden met Accentis door te knippen. De raad is principieel akkoord met de overdracht van alle belangen van Xeikon in Accentis en van alle vorderingen op Accentis, maar wenst hiervoor een fairness opinie te vragen bij een onafhankelijke zakenbank. De raad beslist om deze opinie te vragen bij Petercam. De raad van commissarissen vindt het aanvragen van een dergelijke opinie essentieel om te kunnen voldoen aan zijn zgn. "fiduciary duties". Aldus verleent de raad van commissarissen haar akkoord m.b.t. het uitvoeren van de overdracht van de belangen van Xeikon in Accentis en alle vorderingen op Accentis, onder de opschortende voorwaarde van het verkrijgen van een fairness opinie van Petercam die bevestigt dat deze overdracht fair en "at arm's length" gebeurt.

#### **(EM BC 31-7-2013 15:02)**

De RVC bespreekt de draft fairness opinie die door Petercam werd bezorgd en die als bijlage bij deze notulen wordt gevoegd.

De RVC is van mening dat de onderkant van de bandbreedte zoals verwoord in de fairness opinie van Petercam i.v.m. de aandelenprijs op €5.80 moet worden gezet.

knippen. De heer Olde Bolhaar wenst op dit punt evenwel een fairness opinie te vragen bij een onafhankelijke zakenbank. De heer Olde Bolhaar (namens de RvC) en de heer Vlasblom (namens de RvB) beslissen om deze opinie te vragen bij Petercam. Het aanvragen van een dergelijke opinie is essentieel om te kunnen voldoen aan de zgn. "fiduciary duties". Aldus zal een fairness opinie aan Petercam worden gevraagd, teneinde bevestigd te zien dat de overdracht fair en "at arm's length" gebeurt.

Ook wordt besloten om Petercam een fairness opinie te vragen over het mogelijke bod op aandelen dat zal kunnen volgen op de beoogde transactie tussen Punch en Bencis zoals die thans voorligt.

Pas nadat de fairness opinies zijn verkregen, kan een formele beslissing worden genomen over de hogervermelde overdrachten.

#### **Notulen rvc 30 juli 2013**

De draft fairness opinies die door Petercam werden bezorgd, worden besproken en worden als bijlage bij deze notulen gevoegd

Er wordt geoordeeld dat de onderkant van de bandbreedte zoals verwoord in de fairness opinie van Petercam i.v.m. de aandelenprijs onvoldoende is en moet worden verduidelijkt.

De RVC geeft Kees Vlasblom opdracht om opnieuw contact te nemen met Petercam in verband met dit punt.

De RVC beslist, op basis van de inhoud van de fairness opinie van Petercam, om de overdracht van alle belangen van Xeikon in Accentis en van alle vorderingen op Accentis goed te keuren.

De heer Olde Bolhaar geeft Kees Vlasblom opdracht om opnieuw contact te nemen met Petercam in verband met dit punt, teneinde de gevraagde verduidelijking te bekomen.

**(EM BC 12 augustus 12 augustus 2013 en di 13-8-2013 13:23)**

De RVC bespreekt de draft fairness opinies die door Petercam werd bezorgd en die als bijlage bij deze notulen wordt gevoegd.

De eerste fairness opinie betreft die i.v.m. Accentis.

De raad heeft in verband met deze opinie geen opmerkingen en is het eens met de conclusie dat, gezien de marktomstandigheden, dit een goede transactie is. De fairness opinie wordt bijgevolg goedgekeurd.

De tweede fairness opinie betreft het bod op de aandelen, zoals dat nu voorligt in de beoogde transactie tussen Punch International en Bencis.

De WAC is aangepast t.o.v. de vorige opinie.

De waardering van leper is eveneens aangepast. De Prepress unit loopt sterkt terug in het eerste half jaar t.o.v. het business plan. De DCF range is daardoor verlaagd naar een bedrag

**Notulen rvc 12 augustus 2013 (telefonisch)**

De fairness opinies die door Petercam werden bezorgd en die als bijlage bij deze notulen worden gevoegd, worden besproken.

De eerste fairness opinie betreft die i.v.m. Accentis.

Er zijn in verband met deze opinie geen opmerkingen. Er wordt geoordeeld dat, o.m. gezien de marktomstandigheden, dit een goede transactie is. De heren Olde Bolhaar en Vlasblom beslissen daarom om de fairness opinie goed te keuren.

De tweede fairness opinie betreft het bod op de aandelen, zoals dat nu voorligt in de beoogde transactie tussen Punch International en Bencis.

De WACC is aangepast t.o.v. de vorige opinie.

De waardering van leper is eveneens aangepast. De Prepress unit loopt sterkt terug in het eerste half jaar t.o.v. het business plan. De DCF

tussen 5.80 en 8.00 Euro. Kees Vlasblom licht toe dat dit, gelet op de teruggang in de Prepress Unit, terecht is, te meer daar wordt verwacht dat deze teruggang zich verder zal doorzetten.

De Voorzitter merkt op dat er nu een range is, waarbij er geen waarde is toegekend aan Trillium bij de waardering van de onderkant van de bandbreedte. De raad overweegt enerzijds dat de technologie nog niet op punt staat, maar tegelijk ook dat Xeikon sterk gelooft in deze technologie. Op dit punt verschilt de raad dus van mening met Petercam.

Wat betreft de onderkant van de bandbreedte (5.80) en het punt dat de beoogde prijs voor de aandelen, in het kader van de beoogde transactie tussen PI en Bencis, overweegt de raad dat de markt sinds 8 januari 2013 weet dat er gesprekken aan de gang zijn en dat er sedertdien geen andere partijen zich gemeld hebben met een interesse die zo vergaand was als die van Bencis, dat een prijs van 5.85 Euro per aandeel zou bieden in het kader van de beoogde transactie met Punch International

De raad verwijst tenslotte nog expliciet naar blz. 38 van de presentatie van Petercam, die de berekeningsmethode goed verduidelijkt.

De raad van commissarissen beslist om, rekening houdende met de inhoud van de fairness opinie van Petercam, het verplichte bod, indien dat zou volgen, te steunen.

range is daardoor verlaagd naar een bedrag tussen 5.80 en 8.00 Euro. Kees Vlasblom licht toe dat dit, gelet op de teruggang in de Prepress Unit, terecht is, te meer daar wordt verwacht dat deze teruggang zich verder zal doorzetten.

De Voorzitter merkt op dat er nu een range is, waarbij er geen waarde is toegekend aan Trillium bij de waardering van de onderkant van de bandbreedte. Er wordt enerzijds overwogen dat de technologie nog niet op punt staat, maar tegelijk ook dat Xeikon sterk gelooft in deze technologie. Op dit punt verschilt Xeikon dus van mening met Petercam.

Wat betreft de onderkant van de bandbreedte (5.80) en het punt dat de beoogde prijs voor de aandelen, in het kader van de beoogde transactie tussen PI en Bencis, wordt overwogen dat de markt sinds 8 januari 2013 weet dat er gesprekken aan de gang zijn en dat er sedertdien geen andere partijen zich gemeld hebben met een interesse die zo vergaand was als die van Bencis, dat een prijs van 5.85 Euro per aandeel zou bieden in het kader van de beoogde transactie met Punch International

Ten slotte wordt nog expliciet verwezen naar blz. 38 van de presentatie van Petercam, die de berekeningsmethode goed verduidelijkt.

Op basis van het voorgaande beslissen de heren Olde Bolhaar en Vlasblom om ook de fairness opinie

Frank Deschuytere, CEO en voorzitter van de raad van bestuur, wenst zich te onthouden van het verlenen van steun aan de transactie, gelet op het belangenconflict dat in zijn hoofde bestaat.

i.v.m. de aandelenprijs goed te keuren.

De voorzitter geeft evenwel ook expliciet aan dat er momenteel nog geen beslissing kan worden genomen over steun aan een eventueel verplicht bod dat zou volgen, omdat Xeikon geen zicht heeft op m.n. de stand van de financiering van de transactie tussen Punch International en Bencis.