

Københavns Byrets dom afsagt den 19. marts 2018 i sag nr. BS 28B-1798/2013:

A

og

B

mod

X A/S (tidligere ... ApS) Cvr-nr. ...

Sagens baggrund og parternes påstande

Denne sag, der er anlagt den 19. april 2013, omhandler værdiansættelsen af sagsøgernes aktieposter i X A/S, som er blevet tvangsindløst i henhold til selskabslovens § 70.

A og B har nedlagt følgende påstande:

1. Sagsøgte tilpligtes til hver af sagsøgerne at betale kr. 330.289,20 med tillæg af procesrente fra 30. juni 2012 til betaling sker subsidiært med tillæg af procesrente fra et senere tidspunkt fastsat af retten.
2. Sagsøgte tilpligtes til hver af sagsøgerne at betale procesrente af kr. 207.910,80 fra den 30. juni 2012, subsidiært fra et senere tidspunkt fastsat af retten, og til den 20. juni 2013.
3. Sagsøgte tilpligtes at skadesløsholde sagsøgerne for sagsøgernes udgifter til betaling af honorar til statsautoriseret revisor Chris Iversen for udarbejdelsen af skønserklæring af 8. marts 2013 på kr. 253.300,00 med tillæg af moms.
4. Sagsøgte tilpligtes endeligt at afholde omkostningerne til betaling af statsautoriseret revisor Chris Iversen for udarbejdelsen af supplerende skønserklæringer af 7. oktober 2015, 31. oktober 2016 og 21. december 2017.

X A/S (tidligere ... ApS) har nedlagt følgende påstande:

- | | |
|--------------------------------|---|
| Overfor sagsøgernes påstand 1: | Frifindelse. |
| Overfor sagsøgernes påstand 2: | Frifindelse. |
| Overfor sagsøgernes påstand 3: | Principalt: Afvisning Sul
diært: Frifindelse |

Overfor sagsøgernes påstand 4:

Principalt: Afvisning Sul
sidiært: Frifindelse

Dommen indeholder ikke en fuldstændig sagsfremstilling, jf. retsplejelovens § 218 a.

Oplysningerne i sagen

Det fremgår af fusionsredegørelse af 19. juni 2012, at X A/S ifølge fusionsplan overtog samtlige aktiver og passiver i søsterselskabet Y ApS og samtlige aktiver og passiver i moderselskabet ... ApS med virkning fra 1. januar 2012.

X A/S meddelte ved brev af 13. juni 2012 A og B, der var minoritetsaktionærer i selskabet med hver 1,38 % af aktiekapitalen, at selskabet havde besluttet af tvangsindløse selskabets minoritetsaktionærer i henhold til selskabslovens § 70.

I forbindelse hermed udarbejdede selskabets revisor, statsautoriseret revisor Jan Nyggard, et notat af 3. juli 2012 "vedrørende kursfastsættelse af X A/S". Det fremgår heraf, at værdien af X A/S blev beregnet til 15.065.794 kr. og indløsningskursen beregnet til 301,32 kr. pr. aktie, hvilket indebar at hver minoritetsaktionær kunne indløses med 207.910,80 kr. i henhold til denne beregning.

Da parterne ikke kunne nå til enighed om indløsningskursen, udmeldte Københavns Byret en skønsmand med henblik på fastsættelse af indløsningskursen, jf. selskabsloven § 70, stk. 2, jf., § 67, stk. 3.

Den 8. marts 2013 fremkom skønsmand, statsautoriseret revisor Chris Iversen, med sin erklæring om indløsningskursen på baggrund af et skønstema af 8. januar 2013 og et supplerende skønstema af 21. januar 2013. Skønsmanden valgte i sin erklæring at anvende som værdiansættelsesmetode både DCF og EBITDA multipel. Værdiansættelsen er beregnet i to scenarier, hvor det første tager udgangspunkt i et budget/forecast for årene 2012-2015 udarbejdet af selskabets ledelse, mens det andet scenarie er baseret på et revideret budget/forecast for årene 2012, som skønsmanden har udarbejdet efter de afholdte møder og oplysninger.

Af erklæringen fremgår bl.a.:

" ...

Værdiansættelse

Scenarie 1: Ledelsens budget/forecast

...

I min egenskab af skønsmand har jeg udbedt mig dokumentation for den af ledelsen forventede udvikling. Af referater fra afholdte bestyrelsesmøder, fremgår at ledelsen har megen fokus på udviklingen i kundeaftaler, ligesom der er iværksat effektiviseringsprojekter i virksomheden ("Turn around"). Ledelsens budget for 2013 og forecast for årene 2014 og 2015 indeholder umiddelbart alene i begrænset omfang nogen økonomisk effekt af disse tiltag.

Der er ikke modtaget noget materiale, som bekræfter den negative udvikling, som ledelsen har indarbejdet i henholdsvis budget 2013 og forecast for årene 2014 og 2015.

På den baggrund har jeg fundet anledning til at udarbejde revideret estimat for perioden 2013-2015 (benævnt "scenarie 2").

...

Opsamling

Med udgangspunkt i ovenstående forudsætninger vedr. selskabets fremtidige vækst, den estimerede alternativrente og vægtingen mellem de to scenarier kan værdien indikativt estimeres til 41.138 tkr. (25 % x 14.934 tkr. + 75 % x 49.872 tkr.).

...

2.7 Vurdering af værdien af nominelt 69.000 kr. aktier, opgjort pr. 30. juni 2012

Jeg er i egenskab af syn- og skønsmand blevet bedt om at oplyse værdien af nominelt 69.000 kr. aktier, svarende til 1,38 % af selskabskapitalen, i X A/S i fri handel og vandel pr. 30. juni 2012.

Efter min vurdering udgør værdien af kapitalandelene i X A/S ved et samlet salg på sædvanlige vilkår 39 mio. kr. pr. 30. juni 2012.

...

Ved et salg af nominelt 69.000 kr. aktier, svarende til 1,38 % af selskabskapitalen omfatter afhændelse af minoritetspost i selskabet, hvorved der efter sædvanlig praksis skal indarbejdes et fradrag i forhold til den situation, hvor den samlede aktiekapital afhændes. På grundlag af KPMG's erfaringer samt tilgængelige statistikker er det vor vurdering, at der skal foretages et fradrag på 23 %.

Efter min vurdering udgør værdien af nominelt 69.000 kr. aktier, svarende til 1,38 % af selskabskapitalen, i X A/S i fri handel og vandel pr. 30. juni 2012, i alt 414.414 kr.

Værdien fremkommer således:

Værdi af nominelt 69.000 kr. aktier:

<u>kr.</u>	<u>30/6 2012</u>
Værdi af virksomheden	39.000.000
Nominelt aktieselskab	500.000
Nominelt 69.000 aktier v/samlet salg	538.200
<u>Fradrag, 23 %</u>	<u>-123.786 .</u>
<u>Værdi af 1,38 % aktier (minoritetsaktier)</u>	<u>414.414 .</u>

..."

Den 10. april 2013 anlagde A og B sag mod X A/S med påstand om betaling af 538.200 kr. til hver af sagsøgerne. Beløbet udgør 1,38 % af 39.000.000 kr..

Sagsøgte indbetalte den 20. juni 2013 207.910,80 kr. til hver af sagsøgerne til dækning af de tvangsindløste aktiers værdi efter sagsøgte opfattelse.

Sagsøgernes påstand 1 udgør forskellen mellem 538.200 kr. - den nominelle værdi af 1,38 % aktier ved et samlet salg - og det af sagsøgte indbetalte beløb på 207.910,80 kr.

Skønsmanden besvarede supplerende skønstemaer i tillægsrapport af 7. oktober 2015, i tillægsrapport af 31. oktober 2016 og i tillægsrapport af 21. december 2017. Det fremgår af de tre tillægsrapporter, at skønsmanden ikke er bekendt med forhold, som indebærer, at den tidligere foretagne værdiansættelse på 39 mio. kr. i skønsrapport af 8. marts 2013 ikke skal fastholdes.

Forklaringer

Der er afgivet forklaring af statsautoriseret revisor Jan Nygaard, statsautoriseret revisor Chris Iversen og C.

Statsautoriseret revisor Jan Nygaard har forklaret, at han har været statsautoriseret revisor siden 1993, og han er hos Revisionsfirmaet Beierholm, som opstod efter en fusion med AP Statsautoriserede Revisorer. Han har været revisor for X A/S siden 2010 eller 2011, hvor han kom ind som generalforsamlingsvalgt revisor. Tidligere var selskabets revisor Price Waterhouse ved revisor Bo Madsen. Han var også revisor for det daværende ... ApS og C Holding. Han har ikke været revisor for D Holding ApS og heller ikke privat revisor for D.

Han var involveret i den fusionsredegørelse, der blev afgivet i den 19. juni 2012. Han lavede som revisor den udtalelse, der hører til fusionsredegørelsen, til kapitalejerne i X A/S. Formålet med fusionsredegørelsen var at forenkle koncernstrukturen, efter at C Holding havde overtaget yderligere halvdelen af ... ApS. Dermed var der en koncernstruktur, hvor C Holding ejede 100 % af ... ApS, som på det tidspunkt ejede ca. 94 % af aktierne i X A/S.

Han lavede udtalelsen, fordi det på det tidspunkt var et lovkrav i forbindelse med en skattefri fusion mellem selskaber, hvor det var sådan, at ... ApS ophørte, at der skulle laves en erklæring. Formålet med en sådan udtalelse er at beskytte kreditorerne i selskabet. I fusionsredegørelsen er revisors redegørelse for værdier lavet på grundlag af en sammenlægning af de værdier, der er efter bogføringen, og det omfatter de mellemregninger, der måtte være. Det udtrykker ikke de nilarsedsmæssige værdier, men alene de regnskabsmæssige værdier.

Han bekræfter, at han var involveret i beslutningen om tvangsindløsning af minoritetsaktionærerne i X A/S. Han var til en vis grad involveret i vurderingen af, hvorvidt C skulle tage imod tilbuddet om at sælge sin andel eller tage imod tilbuddet om at blive køber af D's andel. Det var sådan, at revisionsfirmaet rådgav C til ikke at købe.

Grunden til det var, at de havde set et selskab, hvor der havde været konflikter i ledelsen i mange år, og de så en omsætning i koncernen, der var faldende år for år. Selvom resultaterne var ganske pæne i de seneste år, synes de, at der var mange usikkerhedsmomenter, der pegede fremad. Hele området omkring ejendommen var omkranset af beboelsesbyggeri. Der var en forventning om på et eller andet tidspunkt ville myndigheder eller beboer begynde at klage

over støjniveauet, fordi lastbiler kørte til og fra. Det var derfor sandsynligt, at virksomheden skulle flytte på et eller andet tidspunkt, og det ville være omkostningstungt at flytte fabrikken, hvis den overhovedet skulle overleve. Derfor sagde de, at det tilbud, der var kommet, var ganske fornuftigt. Det afspejlede, hvad man kunne få for det selskab.

Reaktionen fra C var, at han sagde nej til at sælge, fordi han havde været involveret i fabrikken i så mange år og havde en særlig veneration for den fabrik. C gik imod deres råd og besluttede sig for at købe kapitalandelene og derefter tvangsindløse. Han var involveret i beregningen af, hvad værdien skulle være.

Øvelsen gik ud på at regne på, hvad værdien skulle være af de tvangsindløste aktier. Det forholdt sig sådan, at ... ApS ejede 94,48 % af kapitalen i X A/S, og der var 4 minoritetsaktionærer, heraf de to sagsøgere, der hver ejede 1/4 af forskellen.

De tog afsæt i den aftale, som var indgået mellem parterne om overdragelse af aktierne i ... ApS. Det fremgår af hans "Notat vedrørende kursfastsættelse af X A/S af 3. juli 2012", at C havde købt 50 % af kapitalen i ... ApS for 8.750.000 kr, og den samlede værdi så måtte være 17.500.000 kr.

Når den værdi sammenlignes med den regnskabsmæssige egenkapital på 27.602.202 kr. i koncernen, og der mellem de to parter er betalt 17.500.000 kr., måtte konklusionen være, at der var en mindreværdi på 10.102.202 kr.

Når de så på, hvad den mindreværdi knyttede sig til, var der på det tidspunkt tre selskaber. Der var et selskab i Singapore uden aktivitet, der var Y ApS uden aktivitet og X A/S med aktivitet. Da X A/S var det eneste aktive selskab, var konklusionen, at den mindreværdi måtte knytte sig til X A/S.

Resten af regnestykket er baglænsregning, som går ud på, hvad værdien af X A/S skal nedskrives til, hvis man skulle nå en samlet værdi for koncernen på 17.500.000 kr. Det er en ren mekanisk beregning. Hvis man isolerede de andre værdier, som var i koncernen, så var værdien af X A/S den andel, som ... ApS ejede på 94,48 % af 15.065.794 kr. svarende til 14.234.163 kr.

Derefter skulle den værdi dividedes med antallet af aktier, og så nåede man frem en værdi på til 301,32 kr. pr. aktie. Det er baggrunden for hans notat. Hans afsæt var den handel, der lige havde fundet sted ganske få uger forinden mellem C og D.

De havde haft modsatrettede interesser, men de var mødtes på den værdi, der var tilbudt på 8.750.000 kr. for 50 % af aktierne. Han er enig i, at der var et højt konfliktniveau, og dermed var fremtiden så meget mere usikker. Det blev afspejlet i værdiansættelsen.

Han er bekendt med, at Ds revisor, Bo Madsen, havde en anden opfattelse af værdiansættelsen af X A/S' aktier. Bo Madsen havde ikke nødvendigvis ret i sine beregninger. Bo Madsen brugte ikke den såkaldte DCF- model rigtigt, idet Bo Madsen brugte nogle forkerte komponenter. Blandt andet blev der tillagt omsætningsaktiver til den samlede beregnede værdi. Hvis man skulle bruge det, skulle man alene have tillagt de likvide midler. Heller ikke den forudsætning med en vækst på 2,5 % er efter hans opfattelse realistisk. Han ved ikke, hvor Bo

Madsen havde fået den vurdering fra. Realiteten var, at omsætningen var faldende over en lang årrække. I investeringsforudsætningen manglede den forudsætning, at fabrikken sandsynligvis skulle flyttes, og at det ville koste ganske voldsomt. Det havde Bo Madsen ikke taget højde for.

Den indre værdi er ikke nødvendigvis udtryk for markedsværdien, fordi det er den regnskabsmæssige værdi. I balancen i årsrapporten for X A/S 1. januar - 31. december 2012 viser aktivsiden 36.956.131 kr. og passivsiden 36.956.131 kr. Egenkapitalen på 25.254.487 kr. er forskellen mellem aktivsummen og gældsforpligtelsen på 11.645.937 kr. Det er rent regnskabsmæssige vurderinger, hvor blandt andet anlægsaktiverne er afskrevet lineært. Det er ikke udtryk for anlægsaktivernes værdi i handel og vandel, og der er ikke afsat forpligtelser til en eventuel flytning. Hvis varelageret skulle realiseres, var det ikke sikkert, man ville få de 10.974.516 kr. Det er de bogførte værdier af virksomheden i fortsat drift, der ikke nødvendigvis repræsenterer de markedsmæssige værdier eller den værdi, som selskabet kan sælges for. Det afspejler ikke handelsværdien.

Han deltog i enkelte bestyrelsesmøder i X A/S, specielt der hvor regnskabet skulle afleveres. Han har ikke kendskab til bestyrelsens vurdering af selskabets drift og fremtid. Generelt blev budgetterne ikke altid holdt, men han husker det ikke specielt.

Udviklingen i X A/S var sådan, at det i nogle år gik fint, medens i andre år var der store udsving. Omsætningen var generelt faldende. Nogle store kunder forlod forretningen, før han trådte til som revisor. Han ved, at de havde ændret prisstrukturen på et tidspunkt og holdt fast i nogle måske lidt for høje priser. Det gav kortvarigt et udtryk i fornuftige udviklinger på resultatet, men det betød også, at nogle kunder forsvandt.

I halvårsrapport & december rapport for X A/S & december rapport viser den øverste linje i oversigten omsætningen. Der er en faldende omsætning hen over perioden fra 2004 til 2012. Nedenunder er der antal stk, der starter med 4,97 mio. antal solgte emballager 2004. I den periode, hvor salget af virksomheden skete, faldt salget til det halve, 2,45 mio. styk solgte emballager. Efterfølgende er stykantallet steget noget, og så er det faldet igen. Hovedtendensen i perioden er en faldende omsætning, en stigende stykpris samt faldende antal solgte enheder. Det er kortvarigt en sund udvikling, hvis man kan holde stykprisen oppe med en lavere omsætning. Hvis stykantallet falder, og man er nødt til at sænke stykprisen igen for at tilpasse sig markedsudviklingen, går det galt. For værdiansættelsen har det en negativ påvirkning.

Han ved ikke, hvor skønsmanden i vurderingsrapporten af 8. marts 2013 for X A/S har fået den forudsætning at indarbejde en omsætningsvækst på 1 % i perioden fra 2013 -2014, og fra 2015 en forventet årlig omsætningsvækst på 1,5 %. Det passer i hvert fald ikke med den realiserede udvikling.

Med hensyn til det af ledelsen budgetterede dækningsbidrag på 37,8 % i 2013 og forventning om en forøgelse af dækningsbidraget for 2014 fra 37,8% til 39,5 % kan han ikke se, hvordan det skulle være muligt at opnå så høj en dækningsgrad. Selskabet har kortvarigt haft en høj dækningsgrad, men der er ikke noget, der har sandsynliggjort eller dokumenteret, at det skulle være muligt at opnå så høj en dækningsgrad. Derimod har dækningsgraden været faldende.

De ekstraordinære udgifter på 1.300 tkr., som indgår i det realiserede resultat for 2012 i vurderingsrapporten, ved han ikke hvor kommer fra. Det er et gæt fra skønsmandens side. Ledelsen har lavet et budget, men han har ikke været involveret i budgetlægning Udgifter til direktører, revisorer og advokater har i årene før været høje. Generelt er revisorregninger ikke en ekstraordinær post. Der har historisk set været høje advokatomkostninger i årene før, men advokatomkostninger er ikke ekstraordinære omkostninger i en virksomhed som denne.

Lejereduktionen på 750 tkr. i ledelsens budget er ønsketænkning. Den er ikke realiseret. Han kan ikke sige noget om den forventede reduktion. Den forventet omkostningsstigning på 1,5 % kan han ikke udtale sig om.

De af ledelsen indarbejdede udgifter til fraflytning i 2015 er gode nok ud fra hans kendskab til, hvad der skete efterfølgende. Udgifterne var dog langt højere. Der blev afholdt 10-15 mio. kr. til fraflytning. Den forudsætning om, at virksomheden ikke fraflyttede lokalerne i det reviderede estimat for perioden 2013-2015, men derimod afholdt 2 mio. kr. til afhjælpning af miljøproblemer i eksisterende lokaler, holdt ikke. I 2012 havde ledelsen ikke en forventning om, at de kunne blive boende, og derfor var det ledelsens vurdering, at man skulle flytte.

Skrotposten vedrører metalrester fra produktionen af metalspandene. Engang i mellem bliver der ryddet op og solgt skrot. Det har en enkelt gang indbragt et større beløb ind, men ikke noget, der før eller siden har været den store post.

Indtjeningsbidrag (EBITDA) i 2012 på 5,8 mio. på side 6 i vurderingsrapporten (ekstrakt s. 135), som ledelsen havde en forventning om, skal sammenlignes med regnskabet for 2012, side 6. EBITDA er resultat før finansielle poster og afskrivning. I regnskabet for 2012 var der et resultat før finansielle poster på 248.000 kr., og det var efter afskrivninger på 3,4 mio. kr.

Hvis man tager de 248.000 kr. og lægger de 3,4 mio. til, så har man det, der er sammenligneligt med EBITDA, hvilket vil sige, at det har været på ca. 3,6 mio. kr. I følge skønsmandens budget var der en forventning om et indtjeningsbidrag EBITDA på 5,8 mio. kr.

I første halvår 2012 var der et realiseret EBITDA på 4,2, og det kan ikke berettige til et EBITDA på 5,8. Det hænger sammen med, at virksomheden altid har haft en større omsætning det første halvår og en lavere omsætning det andet halvår. Det er sæsonbestemt, navnlig som følge af øget forbrug af træbeskyttelse det første halvår. Derfor kan man ikke tage første halvårs resultat og gange med 2. Dækningsbidraget vil i så fald blive for højt.

Da erklæringen blev lavet i marts 2013, burde man kunne se, hvad det reducerede EBITDA for 2012 var ud fra regnskabet. Den 8. marts 2013 var første halvårsregnskab ikke revideret. Det er regnskabet for hele året, der bliver revideret, og årsregnskabet for 2012 var ikke endelig revideret den 8. marts 2013. Den 8. marts 2013 kunne man alene se de bogførte tal, men man ville dog kunne konstatere, om noget var opnået, og man ville være relativt tæt på, om noget var opnået eller ikke opnået.

I 2012 i første halvår var der et EBITDA på 4,2 mio. kr. Det blev reduceret til et samlet EBITDA på 3,6 for hele året. Der sker som regel altid det, at der skal ske en regulering af værdien

af varelager på grund af differencer konstateret i forbindelse med optælling og nedskrivning af priser på varelageret.

Varelageret var stort og måske også usædvanligt stort i årene op til den 31. december 2011.

Hans mail af 29. september 2015 til advokat Casper Winther vedrørte ekstraordinære poster. Det var i forlængelse af diskussionen om, hvorvidt revisor- og advokatomkostninger var usædvanlige høje for 2012. I 2012 var beløbet til revision ikke usædvanligt højt. I 2013 var det højere på grund af fusionen. I 2014 faldt det igen. Der var store juridiske omkostninger i 2012 og det samme gjaldt rådgivning i 2012, og så var der ekstraordinære omkostninger i forbindelse med flytning. Det skulle der reguleres for.

I fusionsredegørelsens punkt 4, s. 2, er der bogført en værdi i ... ApS af kapitalandele i X A/S på 24.336.365 kr., og det svarer til, at den bogførte indre værdi af X A/S er på 25.758.000 kr.

De revisionsfaglige krav til en sådan erklæring, afgivet af revisor i forbindelse med fusionsredegørelsen, er de samme uanset om det er det ene eller andet revisionselskab. Dagsværdien, som anført på s. 2 i udtalelsen, er i det tilfælde det samme som den bogførte værdi. Han skulle forholde sig til, at kreditorerne ikke blev stillet ringere ved fusionen, og til at værdien ikke væsentlig afviger. På det tidspunkt, hvor han lavede erklæringen, var C blevet eneejer, og D havde solgt sine aktier.

I den nye erklæring af 3. juli 2012 vedrørende kursfastsættelse værdiansættes X A/S samlet set til 15.065.794 kr., selvom han i erklæringen 2 uger forinden fastsatte værdien til 25 mio. kr. Det skyldes den måde, man regnskabsteknisk lægger værdierne sammen i en fusion. Man tager den bogførte værdi i det ene selskab og lægger den sammen med den bogførte værdi i det andet selskab og regulerer for koncerninterne balanceposter. Denne regnskabsmæssige sammenlægning sikrer, at kreditorerne ikke bliver ringere stillet. Det er ikke udtryk for, at markedsværdien er vurderet. Den reelle værdi for X A/S er 15 mio. kr. Egenkapitalen udtrykker ikke et selskabs værdi i handel ogandel.

I årsrapporten for 2012 er egenkapitalen opgjort til 25 mio. kr. Når han midt i 2012 angiver, at selskabet kun er 15 mio. kr. værd, så var det fordi, at der midt på året var indgået en handel, der gav en dagsværdi i en handel ogandel. Ud fra et "going concern" princip og den værdiansættelsesmetode, der er lagt til grund ved regnskabsaflæggelsen, er værdien 25 mio. kr.

D Holding ApS skulle have indregnet en mindreværdi på 10,1 mio. kr. i forhold til den bogførte egenkapital. Det er rent mekanisk udregning. Man har en åbningsværdi og et købstilbud. Begrundelsen for at fremsætte købstilbudet var, at der havde været højt konfliktniveau i mange år. Han har ikke set nogen regnestykker fra D.

Chris Iversen har forklaret, at han har været statsautoriseret revisor siden 1993. I 2009 blev han partner i Revisions- og Rådgivningsfirmaet EY, som på daværende tidspunkt hed KPMG. De to virksomheder blev lagt sammen i Danmark, men er i realiteten det samme selskab som KPMG.

Han blev udpeget af FSR som skønsmand i hans egenskab af statsautoriseret revisor, og som statsautoriseret revisor har man også kendskab til værdiansættelse af virksomheder. Han har

arbejdet med den slags opgaver siden 2009. I EY inddrages i den slags opgaver en afdeling, som hedder "Evaluationservice", som på daglig basis beskæftiger sig med værdiansættelse. Det var Michael Bruhn fra afdelingen, som deltog i opgaven. Ved at inddrage Evaluationservice stiller EY det bedste team til opgaven, men han har som udpeget revisor det samlede ansvar. Han har ikke forelagt det for advokaterne i sagen, at dette team fra "Evaluationservice" blev inddraget i værdiansættelsen. Teamet er inddraget efter hans valg.

Som han altid gør, blev der afholdt et opstartsmøde i KPMG regi sammen med sagens parter, hvor det blev drøftet, hvad der særligt skulle være fokus på, indsamling af materiale, og hvilke særlige forhold, der skulle iagttages. Han har ikke fysisk været ude på virksomheden, men han har set billeder af virksomheden.

Det forholdt sig sådan, at selskabets revisor i april/ maj 2012 lige havde været igennem bogholderiet og forholdt sig til anlægsværdierne. Med hensyn til særlige forhold på ejendommen fik han noget materiale vedrørende støjgener, og det skulle der tages højde for. Parterne fik lejlighed til at præsentere materialet for ham. Han var ikke ude at se området omkring virksomheden.

Han har tidligere været involveret i revision, hvor der indgik emballagevirksomhed, og han har konkret kendskab til salg og køb af emballagevirksomhed. Han havde dog ikke konkret kendskab til udviklingen og forventninger til emballagevirksomhed, herunder udviklingen i f.eks. anvendelse af plast som emballage. Det blev oplyst, at de lavede metalemballage, og at der var nogle udfordringer.

Han fik nogle kundeoversigter, således at han kunne se, hvordan kundesegmentet var, og sammensætningen af størrelser på spande. Han mener, at han fik noget, der ligner oversigten "Historisk fordeling af salg på kundesegmenterne samt estimat for 2013 -". Det var en oversigt, der viste historisk, hvordan udviklingen havde været, og hvordan udviklingen var gengivet i bestyrelsens mødereferater, og der havde blandt andet også været drøftet en "turn around".

Udviklingen i oversigten, hvis man tager 2008 omsatte man på de 5 kunder ca. 72 mio. kr. ud af samlet 85 mio. kr. Det er kendetegnende for mindre virksomheder er, at de har få kunder, der udgør en større del af omsætningen. En køber vil interessere sig for kundesammensætningen. Her er omsætningen ikke ekstraordinær stor på de fem kunder. Det er ikke et forhold, der alene kan indvirke på vurderingen. Det er alle elementer, som skal indgå i vurderingen. Han er sikker på, at denne fordeling indirekte er indgået i den samlede prisfastsættelse. Han kan ikke sige, hvormeget det er indgået med.

Trenden var, at omsætningen var faldende, men fra 2011 til 2012 var den stigende med en vækst på 7,6 %. Han har set, hvordan udviklingen har været ud fra mødereferater og udtræk af omsætningen. Det er det samlede materiale, herunder mail af 28. januar 2013 fra C, som han har modtaget, han refererer til.

Ved den første skønsrapporten af 8. marts 2013 var han inde og vurdere ledelsens forudsætninger, som var indlagt i budgettet. Han lavede en beregning af værdien ud fra ledelsens budget for 2013 ved anvendelse af DCF-metoden. Det er alene ved DCF-metoden, at han afviger

fra ledelsens forudsætninger. Det er fordi ledelsens ikke har haft til opgave at vurdere den normaliserede EBIDAT for virksomheden, som anvendes ved ved mutiplemetoden. Årsagen til, at han vælger at komme med sin egen vurdering, er, at det var for lidt ambitiøst, det som ledelsen har lagt ind.

Ved valg af værdiansættelsesmetode er i rapporten angivet DCF og EBIDAT multipel. DCF blev lavet om i to scenarier. Ved den multiple del har han taget udgangspunkt i det budgetterede EBIDAT og korrigereret for særlige forhold, som han mente, at der skal korrigeres for, for at få det normaliserede EBIDAT.

I afsnit 2.4 nederst på side 5 i skønsrapporten mangler "2015" efter 2012.

I skemaet på side 6 for ledelsens budget for 2013 er EBITDA for første halvår 2012 opgjort til 4,262 mio. kr. og til 1,557 mio. kr. for andet halvår 2012 og samlet til 5,819 mio. kr. Han foretog ikke alene en vurdering, men tog også udgangspunkt i det resultat, der var fremkommet i første halvår af 2012, og så lagde han forudsætningerne om, hvordan trenden havde været, ind og fremskrev. Der blev sat en streg i sandet pr. 30. juni 2012 og derfra foretoges opgørelsen ud fra forventninger til omsætningen i 2. halvår 2012, 2013, 2014 og 2015.

For 1. halvår 2012 findes tallet i perioderegnskabet for 1. halvår 2012. Han mener der forelå et udkast til regnskab for 2012.

I resultatopgørelsen 1. januar - 31. december i årsrapporten for 2012 genfinder han ikke det EBIDAT på 5,8 mio. kr. for 2012. Der får man et EBIDAT på 3,6 mio. kr. Der må være kommet noget yderligere, som ikke er præsenteret for ham. Han ved ikke, hvad den regulering dækker over. Hans udgangspunkt var det budget, som var godkendt af virksomhedens ledelse, da han opgjorde det normaliserede EBIDAT.

Regnskabet for 2012 har ikke nogen effekt på EBIDAT, når den viden ikke var til stede. Regnskabet er fra 7. maj 2013, og han lavede rapporten den 8. marts 2013.

I skønsrapporten side 8 har han i tabellen med scenarie 2 anført EBIDAT på 4.6 under 2012B og 5.8 under 2012U. 2012B er det budgetterede EBIDAT og 2012U er det realiserede EBIDAT. På side 10 i skønsrapporten EBIDAT multipler har han anført, at "Henses der til selskabets økonomiske udvikling i 1. halvår 2012 (opgjort pr. 30. juni 2012) er det efter min opfattelse realistisk at selskabet ville kunne opnå et resultat for 2012, svarende til budgetteret EBITDA på 4.674 tkr." Tallet på 4.674 tkr. har han fra det budget, som har været forelagt og godkendt af selskabets ledelse. Forskellen på de 4,6 mio. kr. og de 5,8 mio. kr. er forventningen til omsætningen og til omkostninger.

Der forelå et udkast til regnskab for 2012, der viste de 5,8 mio. kr., hvis man trækker første halvdel fra, får man det for andet halvår. Han havde ikke kendskab til det reviderede regnskab. Hvis han havde haft kendskab til det reviderede regnskab med realiseret EBIDAT på 3,6 mio. kr., ville det kunne have haft betydning for EBIDAT, hvis der har været noget ekstraordinært. Der er ikke fremlagt materiale, der viser, at man har glemt noget i forbindelse med den supplerende erklæring. Han har set det reviderede regnskabet efterfølgende. Derudover har ledelsen lavet nogle fremskrivninger og nogle budgetter. Han har ikke spurgt til bag-

grunden for værdiansættelserne i regnskabet. Han har ikke fået forelagt andre forhold, som der skulle tages højde for, derfor fastholder han værdiansættelsen. Han har ikke spurgt til værdiansættelsen i regnskabet.

Da han afgav skønsrapporten den 8. marts 2013, er fusionen ikke gennemført. Det er formentlig en af årsagerne til, at regnskabet er blevet ændret. Det er ikke noget, som parterne har bragt frem for ham.

Han spurgte om, der var særlige forhold, der skulle indgå ved værdiansættelsen. Han har set på den aktivitet, der var i selskabet, og det er den, som han har værdiansat. Fusionen har han først fået oplyst efterfølgende, og han har ikke spurgt til noget efter, at regnskabet kom frem, selvom det viste sig, at der var ændrede forhold.

Korrektionerne, som er anført på side 8 i skønsrapporten, lavede han, fordi han så, dels at man i selskabet havde igangsat initiativer omkring turn around, dels at omsætningen havde været for nedadgående, og at det man havde lagt ind gjorde, at man kom frem til en værdi, som var under den egenkapital, som fremgår af det regnskab, der blev aflagt i marts 2012, på 26 mio. kr. Hvis man skulle realisere det oplæg, som ledelsen kom op med her, skulle man hellere afvikle selskabet og realisere de 26 mio. kr.

Den forventede årlige omsætningsvækst på 1,5% på side 8 i skønsrapporten under scenarie 2 baserede han på det materiale, som han havde fået. Som han ser det, har man vendt den negative trend. Han så på, hvilken vækst, han ville lægge ind. Det er tillagt, at ambinationniveauet ikke er så højt, som han mente det skulle være. Han har lagt en vækst ind, som han mente den burde være, og den er højere end den, som ledelsen mente.

Korrektionen i ekstraordinære udgifter i skønsrapporten side 8 er baseret på, at han så noget korrespondance vedrørende lejeniveauet, og noget korrespondance om at en af aktionærene var villig til at reducere lejen til et vist niveau. Det er et af de forhold, som er bragt frem som særlige forhold. På baggrund af ejendomsmæglerens vurdering af forskellen på markedsløjen og det man betalte. På baggrund af det materiale, som han fik forelagt, lagde han de 750 tkr. ind.

Korrektionen ved udgifter til revisor/advokat udgør de ekstraordinære udgifter for 2012, som han tog højde for som et særligt forhold.

Med hensyn til de af ledelsen indarbejdede udgifter til fraflytning lagde han til grund, at man ikke fraflyttede. Det støttede han på, at der på det tidspunkt ikke var truffet nogen beslutning om fraflytning. Han fik oplyst af ledelsen, at det var vurderet, at der skulle afholdes i niveauet 2 mio. kr. til at reducere støjen. Ledelsen valgte en anden forudsætning, som om at der var truffet beslutning om, at man skulle fraflytte lokalerne. I ledelsens budget var det lagt ind af den daglige ledelse, at man skulle fraflytte. Han har ikke set, at der var truffet beslutning om fraflytning, og derfor valgte han at lægge de 2 mio. kr. ind. Hvis ledelsens forudsætning var lagt ind, havde det givet et andet resultat i hans vurdering.

På side 6 i skønsrapporten har han anført en alternativ rente (WACC). WACC er det renteniveau, som man skal tage højde for, når man tilbagediskonterer. Den består af forskellige ele-

menter. Han korrigerede ikke på den, men de fik den fastsat, og der indgår alle de komponenter, som skal indgå i den. Det er ikke en rente, som ligger fast i alle situationer. Det er en rente, som bygges op, og så foretages der en samlet vurdering af, om den er rimelig.

På side 6 i 3. sidste linje i skønsrapporten skal der stå "under markedets gennemsnitlige risiko". Han begrundet "under markedets gennemsnitlige risiko" med, at de har været inde og se på sammenlignelige virksomheder. Han henviser til den supplerende tillægsrapport af 7. oktober 2015 side 5. De virksomheder er sammenlignelige, når man vurderer dem samlet. De er alle inden for samme branche med emballage. Man kan ikke finde en virksomhed, der er 100 % sammenlignelig. Man har set på de virksomheder, der er sammenlignelige, og hvad er det for en beta, som de har. Han har taget de virksomheder, der er muligt at tage. De har ikke skelnet mellem, om det er plasticemballage eller metalemballage.

I skønsrapporten side 6 er markedets gennemsnitlige risiko vurderet til 0,7 i betaværdi, fordi det er den median, der er fundet ud fra de virksomheder, der er mest sammenlignelige.

Rente på 1,4 % er fundet ud fra den risikofri obligationsrente. Markedsrisikopræmien på 6,6 % dækker analyser lavet af deres Evaluationservice. Det er ud fra det afgiftskrav, der er for en virksomhed som X A/S på omkring 8, og den risikofri rente på 1,4 %. Der ud fra får man en markedsrisikopræmie på 6,6 %. Den særskilte justering på 4,1% er illikviditet for at afspejle det forhold, at selskabets aktier ikke handles offentligt, idet det ikke er et børsnoteret selskab.

Ud fra de amerikanske studier er renten 12,1 %, men det er på det amerikanske marked. De 4,1 % reflekterer bedst de danske forhold. Small cap indgår som et element i den samlede vurdering, som han har lavet.

Han vægter ledelsens vurdering i forhold til egen vurdering med 1/4 til 3/4, fordi sandsynligheden for at hans vurdering realiseres er større end ledelsens scenarie. Det er hans personlige vurdering som skønsmand ud fra det materiale, som han har fået forelagt.

Han havde ikke kendskab til, at der var en faktisk handel nogle måneder forinden. Hvis man havde haft handlet den samlede virksomhed mellem uafhængige parter, havde han nok haft kendskab til det. Hvis den handel, der fandt sted, var en handel med moderselskabet, var det ikke en handel mellem uafhængige parter.

I tillægsrapporten af 7. oktober 2015 har han i besvarelsen af spørgsmål J anført vedrørende betydningen af, at virksomheden stod for at skulle flytte, at det var en efterfølgende begivenhed, som efter det foreliggende ikke havde betydning for værdiansættelsen.

I besvarelsen af spørgsmål 2.14 vedrørende fusionen har han anført, at fusionen ikke havde nogen relevans i forhold til værdiansættelsen pr. 30. juni 2012. På det tidspunkt, hvor han afgav skønsrapporten var der ikke truffet beslutning om fusionen. Det var en efterfølgende begivenhed, som ikke har betydning for værdiansættelsen.

Også i de efterfølgende tillægsrapporter af 31. oktober 2016 og af 21. december 2017 har han anført, at han ikke har set noget herunder vedrørende fusionen, som gav ham anledning til ændringer i hans vurdering. Også idag fastholder han den oprindelige værdiansættelse, som

var baseret på de informationer, som han havde ved værdiansættelsen. Han har ikke efterfølgende fået materiale vedrørende fusionen.

C har forklaret, at X A/S er en produktionsvirksomhed, der har været i familiens eje gennem generationer. I

1982 overtog hans mor ledelsen efter hans far. Han og hans søster, D, overtog metalvarefabrikken efter moderens død i 2004. Konstellationen har siden 2004 været sådan, at de hver ejede 50 % af ... ApS, som havde 94,48 % af aktierne i X A/ S. Han har stor veneration for virksomheden. Han har ikke nogen, der kan overtage virksomheden, men det har han tidligt indstillet sig på.

Mindretalsaktionærerne i X A/S deltog ikke i driften, men de kunne deltage i bestyrelsesmøder.

Han og D havde et godt indbyrdes forhold, hvor D havde stor tillid til ham, og han gjorde sit til at sætte hende ind i alt vedrørende virksomheden. De havde et tæt og tillidsfuldt samarbejde. De havde en professionel bestyrelse, der var sammensat af deres egne bestyrelsesmedlemmer sammen med et par bestyrelsesmedlemmer fra hans mors tid for, at der skulle være kontinuitet i det de gjorde.

Fra 1995 til 2005 varetog han den daglige ledelse. De antog en ekstern professionel direktør, fordi han havde andre opgaver. De havde 2 direktører i en periode, fordi det var svært at finde den rigtige.

I 2004, da de overtog ansvaret, var virksomhed velkonsolideret. De efterfølgende år faldt omsætningen, fordi markedet dykkede. Produktionen er et snævert sortiment. Det er blikspande til farve- og lakindustrien i forskellige varianter og til "do it your self" markedet. Det professionelle marked- emballage skal have godkendelse i henhold til eu-kravene, fordi emballagen skal være egnet til transport af meget brandfarlige produkter.

I 2005 havde de en nogenlunde balance mellem det professionelle markedet og "do it your self" på 40/60 %. Den fordeling har ændret sig voldsomt frem til idag. "Do it your self" markedet er stort set væk. Konkurrenterne er i realiteten kun store verdensomspændende koncerner med mange milliarder i omsætning.

Metalemballage, som virksomheden beskæftiger sig med, har en formidabel modstander i plastemballage. Omkring 90 % af deres naturlige marked er overtaget af plast på grund af prisen på plast. X A/S's marked er Skandinavien, som en væsentlig del af deres produktion er rettet mod. I princippet kunne X ligge hvor som helst.

Kundegrundlaget i 2004/2005 var på 45-50 kunder, der købte for op til 30 mio. kr. om året. De 5 af kunderne stod for 60 - 70 %. De små kunder er nu forsvundet, og de store kunder har de desværre mistet i perioden fra 2008-2011. Top 5 er blevet forøget, fordi en enkelt kunde er vokset yderligere og udgør 45 %. X er frygtelig sårbar idag og har ikke kunne vinde de kunder tilbage, som de mistede i 2008 og 2009.

I 2011 og 2012 var ledelsen sammensat af et par advokater i holding- og driftsselskabet og en professionel direktør i driftsselskabet. De budgetter, som bestyrelsen vedtog fra omkring 2007 - 2012, holdt ikke, idet der skete ret store udsving af forskellig slags. Der var en god begrundelse herfor, idet et par af deres væsentligste kunder gik fra dem. Det var ikke noget, som han eller bestyrelsen blev orienteret om.

Advokat Søren Stig Lyager udtrykte tvivl om hvordan udviklingen ville være, og det var mørke udsigter i 2012 og 2013. Der gik ikke lang tid før, at advokaterne var ude af billedet, og han var uvidende om, hvad budgetterne kunne medføre, men man underbudgettede i hvert fald ikke.

Fra omkring 2004 ændrede samarbejdet sig mellem ham og hans søster på forskellig vis. I 2007/ 2008 ændrede det sig væsentligt. Han har nok i en eller anden udstrækning mistet sin søsters tillid. Hans søster gik ind og var arbejdede bestyrelsesformand i X fra 2007-2009. I 2009 kom der en professionel direktør ind. Det var utvivlsomt velment, men ikke effektivt. Hans søster besluttede i foråret 2012, at hun kunne overtage virksomheden eller han kunne køre virksomheden alene.

Advokat Stig Lyager fortalte, at virksomheden var hårdt ramt, og så hårdt, at han var i tvivl, om den kunne drives videre. Man havde forkøbt sig og en af de store kunder havde meddelt, at man ville have en større rabat og hvis man ikke fik den, ville kunden forlade X A/S. Derfor skrev advokat Stig Lyager til ejerne i holdingselskabet, om de ville støtte driftsselskabet med likvider, hvilket de sagde nej til. De skulle sikre driften i datterselskabet, men det var hverken han eller hans søster interesseret, fordi de var i gang med at fordele de værdier, der var. Det var ikke ukendt for nogen, at virksomheden på et tidspunkt skulle sælges. Deres forhold var ikke sådan, at der blev givet ved dørene. Den pris, som han fik tilbudt for at kunne overtage aktierne, og den som han tilbød var udtryk for virksomhedens værdi. Hans rådgiver - daværende revisor - Jan Nygaard - sagde til ham, at han ikke var rigtig klog, hvis han købte. Som han kender sin søster, har hun haft sin rådgiver - Bo Madsen, som gennem mange år har været virksomhedens revisor - med på råd.

Han besluttede sig for at købe, fordi han har veneration for virksomheden. Siden 1959 har virksomheden ligget på Han ejede virksomheden sammen med søsteren med 50/50 hver. Hendes børn havde også en lille andel. Ledelsen i driftsselskabet mente, at lejen skulle sættes ned. Ejerkredsen kunne godt se, at der skulle ske en regulering, men de kunne ikke blive enige om, hvorvidt det skulle være i forhold til omsætningen.

Udviklingen med hensyn til virksomhedens beliggenhed har været sådan, at de startede på en strandeng i et industriområde og endte i et boligområde. Københavns Kommune besluttede i 2004 at likvidere industriområdet med henblik på, at der skulle være boligområde samt lettere industri. De har siden da vidst, at de skulle flytte virksomheden. De havde mulighed for at sælge i 2010 til en formidabel pris.

Bestyrelsen indarbejdede flytteomkostningerne i budgetterne.

Skønsmanden vidste fra ham, at de havde planer om en ny lokalitet, og udgifter til flytning lå i budgettet, som var godkendt af bestyrelsen. Der kom ingen huslejenedsættelse på 750.000 kr.

Virksomheden havde en del skrot fra udskæringer, og hvis virksomheden havde forkøbt sig. I 2012 havde de ryddet op på lagrene og det genererede et overskud på skrot på 1,6 mio. kr. Det var væsentligt over, hvad der var normalt på mellem 300-400.000 kr.

Med hensyn til skønsmandens vurdering af en vækst på 1,5 %, ville han ønske det havde været sådan. De har haft negativ vækst siden 2004. En vækst på 1,5 % har ingen relation til virkeligheden, bestyrelsesreferater eller den daglige ledelse.

Udviklingen på dækningsbidraget forud for 2012 var meget mager, idet de havde været nødt til at sætte priserne ned. Det betød, at dækningsbidraget blev reduceret, og at man måtte leve med stram livrem. At udvide dækningsbidraget til 5 % er rent skrivebordsarbejde. F.eks blev de presset til en rabat, og det havde indvirkning på dækningsbidraget.

Virksomheden havde ekstraordinære udgifter, idet de havde fået indsat en bestyrelsesformand, som de skulle betale for. Kapacitetsomkostningerne blev i efteråret 2013 sat ned til en kvart million over en 4 årig periode. De 750.000 kr. havde ikke noget på sig.

Han kan ikke forholde sig til udgifterne til støjdemper mv. De skulle indhente ny miljøgodkendelse, da de betjente sig af pvc som indeholdt talater.

Revisor Jan Nygaard har lavet hjælpebilaget. Kursen afspejler de reelle forhold.

Han var ikke til stede på generalforsamlingen i 2012, hvor Ds købstilbud blev fremsat/behandlet.

Parternes synspunkter

A og B har i påstandsdokument af 2. januar 2018 anført følgende:

"...

Denne sag omhandler spørgsmålet om, til hvilken værdi sagsøgte skal tvangsindløse sagsøgerne som minoritetsaktionærer i X A/S.

I henhold til sagsøgtes beregning af aktiernes værdi har sagsøgte den 20. juni 2013 betalt kr. 207.910,80 til hver af sagsøgerne til dækning af, efter sagsøgtes opfattelse - værdien af de tvangsindløste aktier.

Sagsøgerne, der var af den opfattelse, at værdien af sagsøgernes aktier var væsentlig højere end det tilbudte, og senere betalte, beløb, anmodede på den baggrund om udmeldelse af en skønsmand i henhold til selskabslovens S 70, stk. 2, jf. § 67, stk. 3.

Skønsmandens afgørelse mandede ud i, at skønsmanden fandt, at værdien af hver af sagsøgernes aktieposter skulle opgøres til kr. 538.200,00. Sagsøgernes påstand under denne sag

modsvarende af skønsmandens opgjorte værdi med fradrag af de den 20. juni 2013 af sagsøgte betalte beløb.

Skønsmanden var tillige, af sagsøgte, anmodet om at udtale sig om, hvorledes det ville påvirke værdiansættelsen, dersom de omtvistede aktieposter skulle vurderes som selvstændige minoritetsaktieposter og ikke som en forholdsmæssig andel af selskabets samlede værdi. Skønsmanden erklærede, at under de forudsætninger kunne aktieposterne hver især værdiansættes til kr. 414.414,00.

Eftersom det i retspraksis ligger fast (se sagsøgernes supplerende materialesamling), at det er den forholdsmæssige andel af selskabets samlede værdi, der danner grundlag for værdiansættelsen, er værdien af aktierne som selvstændige minoritetsaktieposter uden relevans.

Skønsmandens værdiansættelse af X A/S er sket pr.

30. juni 2012 og idet selskabets værditilvækst herefter tilfalder sagsøgte alene, gøres det gældende, at sagsøgte tilsvarende er forpligtet til at forrente købesummen fra denne dato, subsidiært fra den 10. november 2012, henset til at sagsøgte, såvel i henhold til selskabsloven som i henhold til sine egne vilkår i tvangsindløsningsmeddelelsen, var forpligtet til at gennemføre overdragelse og afregning af købesummen overfor sagsøgerne senest den 10. november 2012.

På sagsøgtes begæring har den i henhold til selskabsloven udmeldte skønsmand afgivet supplerende erklæring af 7. oktober 2015.

Af erklæringens konklusion (side 19) fremgår følgende:

"Afslutningsvis finder jeg anledning til at nævne, at jeg ikke er bekendt med forhold som indebærer, at den tidligere foretagne værdiansættelse på kr. 39 mio. ikke skal fastholdes, jf. pkt. 2.6 og 2.7 i skønsrapport af 8. marts 2013."

Ovenstående konklusion er ordret gentaget i skønsmandens supplerende erklæring af 31. oktober 2016 (side 2) og den supplerende skønserklæring af 21. december 2017 (side 2).

Der er følgelig intet grundlag for byretten for at komme til et andet resultat end den afgørelse, som skønsmandens erklæring af 8. marts 2013 er udtryk for.

Særligt ad påstand 3 og 4 bemærkes følgende:

Sagsøgerne har i overensstemmelse med selskabslovens udgangspunkt, som oprindelig skønserkvirent, afholdt omkostningerne til skønsmandens erklæring af 8. marts 2013, mens sagsøgte - der har begæret supplerende spørgsmål stillet - har afholdt omkostningerne til skønsmandens supplerende erklæringer af 7. oktober 2015, 31. oktober 2016 og 21. december 2017.

Henset til at skønsmandens fastsættelse af tvangsindløsningskursen, jf. skønserklæring af 8. marts 2013, afviger meget væsentligt fra den af sagsøgte tilbudte og betalte kurs og henset til, at skønserklæringerne af 7. oktober 2015, 31. oktober 2016 og 21. december 2017 fastholder afgørelsen af 8. marts 2013, gøres det gældende, at byretten bør udnytte hjemlen i selskabslo-

ven til at pålægge sagsøgte at afholde omkostningerne til skønserklæringernes udarbejdelse endeligt.

Uddybende bemærkes hertil følgende

Den 13. juli 2012 gav hovedaktionæren (sagsøgte) meddelelse til sagsøgerne om, at hovedaktionæren havde besluttet at tvangsindløse mindretalsaktionærene (E 81). Hovedaktionæren fastsatte indløsningskursen til kr. 301,32 pr. aktie å kr. 100,00, hvilket modsvarede kr. 207.910,80 til hver af sagsøgerne.

Efter korrespondance om indløsningskursen, som sagsøgerne fandt for lav, opfordrede hovedaktionæren sagsøgerne til at begære en skønsmand udmeldt, i medfør af selskabslovens bestemmelser, med henblik på at fastsætte indløsningskursen.

I medfør af selskabslovens § 70, jf. S 67, stk. 3, udmeldte Københavns Byret herefter statsautoriseret revisor Chris Iversen til at fastsætte værdien af kapitalandelene i X A/S.

Dette fandt sted ved den som bilag 4 fremlagte skønserklæring af 8. marts 2013 (E 129).

Skønsmandens afgørelse om kapitalandelens værdi fastsætter værdien af kapitalandelene til kr. 538.000,00 for hver af sagsøgernes kapitalandele. Skønsmanden fastsætter således værdien af kapitalandelene til kurs 779,71.

De relative tal er med andre ord, at sagsøgte tilbød kurs 301,32 svarende til kr. 207.910,80 pr. kapitalandel, mens skønsmanden fastsætter kursen til 779,71 svarende til kr. 538.000,00 pr. kapitalandel.

Skønsmanden fastsætter således kapitalandelens værdi til mere end 2 1/2 gange så meget som tilbudt af sagsøgte.

Skønsmanden blev af sagsøgte anmodet om tillige at fastsætte indløsningskursen, hvis der skulle indregnes en "minoritetsrabat" - hvilket der efter sagsøgernes opfattelse ikke er grundlag for. Selv i det tilfælde fastsættes kursen til 600,60 svarende til kr. 414.414,00 for hver af minoritetsaktieposterne, og således det dobbelte af den tilbudte kurs.

Det bemærkes, at skønsmandens afgørelse - hvilket skønsmandens honorar også afspejler er blevet til efter omfattende indlæg fra sagsøgtes side støttet af diverse beregninger og opgørelser foretaget af sagsøgtes revisor.

Det fremgår af selskabslovens § 70, stk. 3, hvorledes der skal forholdes med omkostningerne til en skønsmand, der har truffet afgørelse efter selskabslovens § 67, stk. 3.

Det hedder således

"Omkostningerne ved kursfastsættelsen afholdes af den, der har fremsat anmodning om kursfastsættelsen. Medfører en vurdering eller afgørelse en højere indløsningskurs end tilbudt af den indløsende kapitalejer kan retten, der

har udmeldt skønsmanden, pålægge den indløsende kapitalejer helt eller delvist at afholde omkostningerne."

Det er således udgangspunktet, at rekvirenten skal afholde omkostningernes

Dette er i forarbejderne (underbilag til bilag 13) begrundet som følger

"Det foreslås endvidere, at omkostningerne i forbindelse med en vurdering afholdes af den, der har begæret vurderingen. Denne ændring skal medvirke til at sikre, at en begæring om skønsmandsvurdering fremsættes på et velunderbygget grundlag. Dog kan retten, der har udmeldt skønsmændene, pålægge den indløsende kapitalejer helt eller delvist at afholde omkostningerne hvis skønsmændenes vurdering resulterer i en højere indløsningskurs."

Der var på dette punkt tale om en ændring i forhold til den oprindelige aktieselskabslovs § 20 b, hvorefter omkostningerne ved efterprøvelsen af den tilbudte kurs som udgangspunkt skulle afholdes af den indløsende kapitalejer. Formålet med ændringen har naturligt nok været at søge at undgå, at indløste kapitalejere omkostningsfrit kunne tage chancen ved at anmode om en skønsmandsafgørelse, der under alle omstændigheder ikke kunne stille minoritetsaktionærerne ringere end den tilbudte kurs.

Omvendt er det lige så klart, at i sager hvor der er tale om majoritetsmisbrug ved, at der tilbydes en indløsningskurs, der markant afviger fra kursen fastsat på objektive grundlag, er det nødvendigt at bevare muligheden for at pålægge den indløsende kapitalejer at afholde omkostningerne til kursfastsættelsen.

I denne sag, hvor skønsmanden har fastsat kursen til mellem 2 og 3 gange så meget som den tilbudte kurs, må det være meget vanskeligt at komme frem til andet resultat end, at der vil være anledning til at bringe sidste punktum i selskabslovens § 70, stk. 3, i anvendelse således, at retten pålægger den indløsende kapitalejer - sagsøgte - at afholde omkostningerne til skønsmanden. Henset til den meget store forskel mellem den tilbudte kurs og den af skønsmanden fastsatte kurs bør retten endvidere udnytte hjemlen til at pålægge sagsøgte at afholde omkostningerne fuldt ud.

I den forbindelse er der anledning til at ihukomme, at tvangsindløsning af mindretalsaktionærer i medfør af selskabslovens § 70 har karakter af et ekspropriativt indgreb og dermed en fravigelse af ejendomsretlige grundprincipper, hvorfor der er særlig anledning til at værne om den tvangsindløste aktionærs rettigheder.

Skønsmandens afgørelse er ikke en marginal forhøjelse af den tilbudte kurs, men en forhøjelse på 100-160 % og således markant højere end den tilbudte kurs, som sagsøgte har fastholdt, og med alle midler forsvaret overfor skønsmanden, hvilket har medvirket til at fordyre skønnsforretningen unødigt.

Der kan ikke være tvivl om, at sagsøgte er skønnsforretningens "tabende part", som i samklang med almindelige retsplejeregler må pålægges omkostningerne til det nødvendige retsskridt, som skønnsforretningen ubestrideligt har vist sig at være. Dette gælder såvel den oprin-

delige skønserklæring af 8. marts 2013, som de efterfølgende, på sagsøgtes begæring, indhentede "bekræftende" skønserklæringer af 7. oktober 2015, 31. oktober 2016 og 21. december 2017.

Dersom byretten ikke tager påstand 3 og 4 til følge, er det svært at forestille sig tilfælde, hvor minoritetsaktionærer ikke vil blive pålagt omkostningerne til en sådan skønsforretning og dermed vil skulle "betale for at få ret". Derved bliver selskabslovens § 70, stk. 3, sidste punktum, uden realitet, hvilket ubestrideligt ikke har været lovgivers intention.

Retten bør også tage i betragtning, at sagsøgte har fuld fradragsret for omkostninger til skønsmanden, ligesom sagsøgte har fuld fradragsret for momsen, hvorimod sagsøgerne vil skulle afholde omkostningerne uden mulighed for at fradrage omkostningen som en erhvervmæssig omkostning og uden mulighed for at afløfte momsen. Sagsøgerne vil, dersom der ikke gives medhold i påstand 3, således, af beskattede midler, skulle betale kr. 316.625,00 til skønsmanden til trods for, at skønsmanden har givet sagsøgerne medhold i, at den tilbudte kurs var endog meget væsentligt for lav. Det bør være oplagt, at det kan ikke være noget rimeligt resultat.

..."

X A/S har i påstandsdokument af 22. december 2017 anført følgende:

"...

at de omhandlede aktier er uden særrettigheder, og at værdien af aktierne skal fastsættes til disse aktiers værdi for sagsøgerne i fri handel pr. 30. juni 2012,

at den kurs der blev handlet til, for så vidt angår 50 % af moderselskabet (... ApS, som efterfølgende er fusioneret med X A/S og i dag hedder Z A/S) i maj måned 2012 udtrykker den reelle - og faktiske handelsværdi for de omhandlede aktieposter,

at sagsøgerne har modtaget betaling for aktierne svarende til disses handelsværdi,

at skønsmandens værdiansættelse af selskabet er forkert, hvorved bl.a. bemærkes,

at selskabets driftsmæssige risiko må anses for større end markedsgennemsnittet - som også anført i den oprindelige erklæring - hvorfor der er regnet med en forkert β -værdi, hvilket har medført for høj en værdiansættelse,

at den estimerede β -værdi ikke er korrigeret/ikke tager højde for, at mindre virksomheder alt andet lige har en større driftsmæssig risiko end store virksomheder, hvorfor β -værdien er estimeret for lavt for Z A/S, hvilket medfører, at værdiansættelsen af selskabet bliver for høj,

at det af skønsmanden indregnede risikotillæg er beregnet for lavt, hvorved bemærkes, at skønsmanden løbende har korrigeret/udvidet, hvad det dækker over,

at den relativt større driftsmæssige risiko i Z A/S (som en mindre virksomhed) end i store virksomheder ikke er - og ikke kan have været - indeholdt i det særlige risikotil-

læg på 4,1 %, da dette tillæg ifølge skønsmanden tillige dækker over illikviditet og manglende diversifikation hos investor i Z A/S, hvorved bemærkes, at β -værdien, jf. ovenfor, ikke er korrigeret for den manglende diversificering,

at der af bilag L fremgår et mere nøjagtigt risikotillæg end det af skønsmanden anvendte - ca. 12,1 % - og at værdiansættelsen ville have været markant lavere, hvis dette tillæg var blevet anvendt,

at ledelsens forventninger som alene vægtede med 25 %, hvor skønsmandens egne forudsætninger vægtede med 75 %, kom tættere på de realiserede tal, og at værdiansættelsen havde været lavere, hvis der havde været lagt større vægt på ledelsens forventninger,

at huslejen eksempelvis ikke blev nedsat som af skønsmanden forudsat,

at også den beregnede værdi på grundlag af multipel-metoden er for høj, hvilket i sagens natur også fører til for høj en samlet værdiansættelse,

at skønsmanden, for så vidt angår multipler, har taget udgangspunkt i transaktioner vedrørende virksomheder med omsætninger på to cifrede milliardbeløb, hvilket ikke er sammenligneligt med, endsige

giver mening i forhold til, det omhandlede selskab,

at de udvalgte virksomheder, som multiplen er beregnet på grundlag af, i øvrigt ikke er sammenlignelige med Z A/S, da forudsætningerne for at bruge dem som grundlag for beregning af multiplen - samme forventninger til vækst og samme risiko - ikke var til stede,

at den "normaliserede" EBITDA er ensidigt baseret på skønsmandens egne forudsætninger og er ansat urealistisk højt, hvormed værdiansættelsen tilsvarende bliver urealistisk høj,

at der i skønsmandens beregning på grundlag af multipler endvidere i opgørelsen af EBITDA er medtaget ekstraordinære poster, som påvirker resultatet markant, og at disse ekstraordinære poster burde være udeladt,

at der under alle omstændigheder skal tages hensyn til, at der var tale om minoritetsaktieposter, og der skal ske et fradrag som følge heraf,

at indfrielse ud fra en værdifastsættelse af selskabets samlede værdi vil medføre, at sagsøgerne opnår en ugrundet berigelse,

at der ikke er hjemmel til sagsøgernes rentepåstand,

at indfrielse ud fra en værdifastsættelse af selskabets samlede værdi vil medføre, at sagsøgerne opnår en ugrundet berigelse,

at sagsøgte således skal frifindes for påstand 1 og 2,

at sagsøgerne ikke har nogen retlig interesse i at få taget påstand 3 og 4 under påkendelse, idet skønsmandens honorar kan/skal indgå i omkostningsafgørelsen, og

at påstandene derfor må afvises.

Subsidiært gøres i relation til sagsøgernes påstand 3 og 4 gældende,

at det selvsagt ingen betydning har for afgørelsen, at alene den ene part måtte have fradragsret for omkostningerne,

at betingelserne for at pålægge sagsøgte at afholde omkostningerne forbundet med det afholdte syn og skøn ikke er opfyldt, og

at sagsøgte derfor skal frifindes.

I relation til sagens omkostninger gøres det gældende,

at det skal tillægges omkostningsmæssig betydning, at spørgsmålet om rettidig indbringelse for domstolene og dermed tilladelse til at stille supplerende spørgsmål er blevet forhandlet særskilt, og at det har været nødvendigt at få prøvet spørgsmålet i tre instanser, og

at det tillige skal tillægges omkostningsmæssig betydning, at spørgsmålet, om hvem der skulle afholde skønsmandens honorar, tillige er blevet appelleret, hvorved bemærkes, at sagsøgerne ej heller fik medhold i dette spørgsmål.

..."

Parterne har i det væsentligste procederet i overensstemmelse hermed.

Rettens begrundelse og afgørelse

Værdiansættelsen af sagsøgernes kapitalandele

Sagsøgtes indsigelse mod den af skønsmanden foretagne værdiansættelse af minoritetsaktionærernes aktieposter drejer sig om de forudsætninger og beregninger, som skønsmanden har inddraget i værdiansættelsen i skønsrapporten af 8. marts 2013.

Efter bevisførelsen finder retten ikke grundlag for at tilsidesætte de af skønsmanden indlagte forudsætninger og beregninger i værdiansættelsen. Retten har herved lagt vægt på skønsmandens forklaring om, at han spurgte til, om der var særlige forhold, der skulle indgå ved værdi-

ansættelsen, og at han så på den aktivitet, der var i selskabet, og det var den, som han værdiansatte. Skønsmanden så i den forbindelse perioderegnskab, udkast til regnskab for 2012 og nogle af ledelsen udarbejdede budgetter og fremskrivninger. Skønsmanden har videre forklaret, at han først efterfølgende har fået oplysning om fusionen, og at der ikke er fremlagt materiale i forbindelse med de supplerende erklæringer, der viser, at han skulle have glemt noget i forbindelse med værdiansættelsen.

Endvidere har retten lagt vægt på, at skønsmanden i de tre tillægsrapporter har erklæret, at han ikke er bekendt med forhold, som indebærer, at den tidligere foretagne værdiansættelse på 39 mio. kr. ikke skal fastholdes.

Herefter skal skønsmandens vurdering af kapitalandelene ved et samlet salg på sædvanlige vilkår til 39 mio. kr. pr. 30. juni 2012 og de nominelt 69.000 aktier ved samlet salg fastsat til 538.000 kr. lægges til grund.

Retten finder ikke grundlag for at indregne en "minoritetsrabat", som anført af sagsøgte, idet det ifølge retspraksis er den forholdsmæssige andel af selskabets værdi, der danner grundlag for værdiansættelsen af sagsøgernes kapitalandele ved tvangsindløsning.

Rente

Idet sagsøgte i henhold til meddelelsen om tvangsindløsning i brev af 13. juli 2012 og selskabslovens § 70 var forpligtet til at gennemføre overdragelsen og afregne købesummen den 10. november 2012 finder retten, at købesummen skal forrentes fra den dato.

Omkostninger ved syn og skøn

Skønsmanden har fastsat kapitalandelenes værdi til en værdi, der afviger væsentligt fra den af sagsøgte tilbudte. Da denne værdi er fastholdt af skønsmanden i de 3 tillægsrapporter og lagt til grund under nærværende sag, finder retten, at omkostningerne ved værdiansættelsen skal pålægges sagsøgte, jf. selskabslovens § 70, stk. 3.

Som følge af det anførte tages sagsøgernes påstande 1-3 til følge i det anførte omfang, idet det bemærkes, at sagsøgernes påstand 4 skal medtages under rettens stillingtagen til sagens omkostninger, og derfor ikke kan indgå som en selvstændig post under sagsøgernes påstande.

Sagens omkostninger

Skønsmandens honorar for besvarelse af supplerende spørgsmål i tre skønsrapporter og afhjælpning i retten andrager i alt 281.200 kr. + moms. Skønsmandens honorar, der ligger indenfor honoraroverslaget, er godkendt særskilt af retten.

Som følge af sagens udfald skal udgifterne til skønsmandens honorar afholdes af sagsøgte.

Vedrørende sagens omkostninger forholdes i øvrigt som nedenfor bestemt, idet retten kan oplyse, at der er tilkendt 26.140 kr. i retsafgift og et passende beløb til dækning af udgift til advokatbistand med 60.000 kr. (beløbet er inkl. moms). Retten har ved fastsættelsen taget

hensyn til sagens værdi, forløb og udfald, samt at sagsøgerne er repræsenteret af samme advokat. Omkostningsbeløbet betales med halvdelen til hver af sagsøgerne.

Thi kendes for ret:

X A/S skal inden 14 dage betale 330.289,20 kr. til hver af sagsøgerne, A og B, med tillæg af procesrente fra 10. november 2012 til betaling sker.

X A/S skal til hver af sagsøgerne, A og B, betale procesrente af 207.910,80 kr. fra den 10. november 2012 til den 20. juni 2013.

X A/S tilpligtes at skadeløsholde sagsøgerne, A og B, for sagsøgernes udgifter til betaling af honorar til statsautoriseret revisor Chris Iversen for udarbejdelsen af skønsrapport af 8. marts 2013 på kr. 253.300,00 med tillæg af moms.

X A/S skal endvidere betale sagens omkostninger til hver af sagsøgerne A og B med 43.070 kr.

De idømte sagsomkostninger forrentes efter rentelovens § 8 a.