

# De invloed van de rechter en deskundigen op waarderingen binnen het ondernemingsrecht

I.J.C. Graumans & A.J.F. Lafarre

## 1 Inleiding

In de Delaware-zaak *Cede & Co v. Technicolor, Inc.* uit 2003 concludeerde Chancellor Chandler dat:

[a]lthough 8 Del. C. § 262 requires this Court to determine “the fair value” of a share of Technicolor on January 24, 1983, it is one of the conceits of our law that we purport to declare something as elusive as the fair value of an entity on a given date, especially a date more than two decades ago. Experience in the adversarial, battle of the experts’ appraisal process under Delaware law teaches one lesson very clearly: valuation decisions are impossible to make with anything approaching complete confidence.<sup>1</sup>

In de Nederlandse context wordt eveneens erkend dat de begrippen ‘waarde’ en ‘waardering’ inherent subjectief zijn.<sup>2</sup> Wat voor de ene persoon van onschatbare waarde is, kan voor een ander van minimale betekenis zijn. In de ondernemingsrechtelijke context doen zich waarderingvraagstukken voor in diverse situaties. Een voorbeeld hiervan is de verplichte overdracht van aandelen in het kader van de geschillenregeling, zoals momenteel besproken wordt in het wetsvoorstel Wet aanpassing geschillenregeling en versterking ondernemingsrecht (*Wagevoe*), dat eind november 2023 werd voorgelegd aan de Tweede Kamer.<sup>3</sup>

De keuze voor een bepaalde waarderingmethode kan van grote invloed zijn op de (aandelen)prijs die uiteindelijk door de rechter wordt vastgesteld in waarderingvraagstukken. Een complexe methode als de zogenaamde *Discounted Cash Flow*-methode (hierna: DCF-methode) leunt bovendien sterk op de waarden van de verschillende parameters (zie par. 2). In Nederland is er een grote rol weggelegd voor zowel de rechter als de waarderingsdeskundige bij waarderingvraagstukken, inclusief de keuze voor de waarderingmethode.<sup>4</sup> De wet bepaalt bijvoorbeeld expliciet dat het de taak is van de rechter om de prijs van de aandelen vast te stellen in het kader van de uitstootregeling van art. 2:359c van het Burgerlijk Wetboek (BW) en de uitkoopregeling van art. 2:359d BW uit de Europese Overnamerichtlijn, en

1 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, Civil Action No. 7129 (2003).

2 Zie bijv. S.W. van den Berg, *Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht* (diss. Nijmegen; Serie Onderneming en Recht, deel 107), Deventer: Wolters Kluwer 2019/1.

3 Wetsvoorstel aanpassing geschillenregeling en verduidelijking ontvankelijkheidseisen enquêteprocedure.

4 J.E.C. Gulyás, *Waarderingsdeskundigen bij de geschillenregeling: vrijheid, blijheid?*, *TvOB* 2024, afl. 1, p. 26-31.

de uitkoopprocedure van art. 2:92a/201a BW, al dan niet met behulp van een of meer waarderingsdeskundigen. Uit art. 2:92a/201a lid 5 en 2:359c lid 6 BW volgt vervolgens dat de rechter *kan* bevelen dat een of drie deskundigen zullen berichten over de waarde van de over te dragen aandelen. Maar ook bij de uitstotingsvordering in het kader van de wettelijke geschillenregeling komen de rol van de rechter en de benoeming van waarderingsdeskundigen naar voren. Zo stelt art. 2:339 lid 1 BW dat de rechter een of meer deskundigen benoemt die over de prijs schriftelijk bericht moeten uitbrengen. Deze deskundigen nemen in hun deskundigenbericht de relevante (statutaire) afspraken tussen partijen mee (art. 2:339 lid 2 BW). In art. 2:339 lid 3 BW is bepaald dat de rechter in het kader van de geschillenregeling de benoeming van deskundigen achterwege kan laten indien tussen partijen overeenstemming bestaat over de waardering van de aandelen, of als de statuten of een overeenkomst een duidelijke waarderingsmaatstaf bevatten en de rechter aan de hand daarvan de prijs zonder meer kan vaststellen.

Ook bij een vrijwillige verkoop van aandelen kunnen waarderingsdeskundigen worden betrokken. Indien statutair is bepaald dat de blokkeringsregeling van toepassing is, *kan* de aandeelhouder *verlangen* om een prijs te laten vaststellen door een of meer onafhankelijke deskundigen (art. 2:195 lid 1 BW). Dit geldt ook wanneer een aanbiedingsplicht van toepassing is op grond van de statuten (art. 2:87a/192 lid 1 sub c BW). De statuten kunnen overigens zelf ook een prijsbepalingsregeling bevatten. In deze gevallen is het dus niet aan de rechter, maar aan de aandeelhouder om ervoor te kiezen om een waarderingsdeskundige te betrekken in de waardering.

De hiervoor genoemde wetsingangen gaan over het algemeen niet in op de te hanteren waarderingsmethode, met uitzondering van de biedprijs in het kader van de wettelijke uitstoot- en uitkoopregelingen (zie par. 3.1). Vanuit de rechtspraak en de literatuur zijn er een paar summiere aanknopingspunten te vinden voor de wijze waarop de waardering plaatsvindt. Zo is het bijvoorbeeld vaste rechtspraak dat de waarde ‘pro rata parte’ wordt bepaald<sup>5</sup> en zijn er uitgangspunten voor de peildatum. Voor het grootste gedeelte lijken rechters en deskundigen echter aangewezen te zijn op eigen inzichten.<sup>6</sup> Verschillende auteurs hebben reeds getracht inzicht te krijgen in de wijze van waardering in de ondernemingsrechtelijke context, waaronder in het mooie TvOB-themanummer over waarderingsregelingen dat onlangs is verschenen.<sup>7</sup> Zo bespreekt Gulyás aan de hand van een jurisprudentieanalyse de rol van de waarderingsdeskundige in de geschillenregeling op basis van drie thema’s: het aantal deskundigen dat wordt benoemd, de keuze voor deskundige en onpartijdige

5 Zie bijv. HR 6 november 2020, ECLI:NL:HR:2020:1745, r.o. 3.25; Hof Amsterdam (OK) 25 april 1991, ECLI:NL:GHAMS:1991:AD1440, NJ 1991/620, r.o. 2.3. Dit is simpelweg de waarde gedeeld door het aantal aandelen. Zie o.a. Hof Amsterdam (OK) 26 juni 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX0325 (Econocom), r.o. 2.13 en F.W.C. Blom, Uitkoop: waarom tegen pro rata parte prijzen?, De NV 1995/4, p. 84.

6 Zie hierover T. Salemink, Uitkoop van minderheidsaandeelhouders. Een onderzoek naar de wettelijke uitkoopregelingen van art. 2:92a/201a BW en art. 2:359c BW (diss. Nijmegen; Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 125), Deventer: Kluwer 2014.

7 Zie bijv. Salemink 2014. Zie ook het themanummer over waarderingsregelingen TvOB 2024, afl. 1.

personen als waarderingsdeskundige en de vraagstelling (oftewel de opdracht) aan de deskundige. In het huidige artikel dragen we verder bij aan deze inzichten en nemen we de rollen van de rechter en de deskundige in relatie tot de verschillende waarderingsmethoden onder de loep. In de volgende paragraaf gaan we kort in op de verschillende waarderingsmethoden. In paragraaf 3 geven we een nadere toelichting op het ondernemingsrechtelijke kader van waarderingen en in paragraaf 4 analyseren we de jurisprudentie. We sluiten het artikel af met een korte conclusie in paragraaf 5.

## 2 Waarderingsmaatstaven en -methoden

In de literatuur wordt er vaak onderscheid gemaakt tussen de waarderingsmaatstaf en de waarderingsmethode.<sup>8</sup> De waarderingsmaatstaf duidt – kort gezegd – op het verschil tussen de economische waarde, waarbij de focus ligt op de toekomstige resultaten of kasstromen, en de boekwaarde, waarbij er toch vooral een retrospectieve benadering aan te pas komt.

Er is een grote verscheidenheid aan complexe en minder complexe waarderingsmethoden. Van der Zanden stelt dat er over het algemeen overeenstemming bestaat over het principe dat de economische waarde van een bedrijf als *going concern* voornamelijk gebaseerd is op de toekomstige kasstromen die het genereert. Dit principe vormt de basis van de DCF-methode.<sup>9</sup> De DCF-methode bestaat grofweg uit drie onderdelen: (1) de disconteringsvoet, (2) de hoogte en timing van de toekomstige vrije kasstromen<sup>10</sup> en, indien van toepassing, (3) een eventuele restwaarde. Bij het bepalen van de waarde van een onderneming worden toekomstige kasstromen naar het huidige moment teruggerekend om hun contante waarde te berekenen. Dit houdt in dat er schattingen worden gemaakt van zowel de omvang als het tijdstip van toekomstige kasstromen, die vervolgens worden gedisconteerd naar een vooraf vastgestelde datum. Deze aanpak is gebaseerd op het economische principe dat geld een tijdswaarde heeft, waardoor een euro vandaag meer waard is dan een euro in de toekomst.<sup>11</sup>

De disconteringsvoet die wordt gebruikt om de geschatte kasstromen te disconten is de zogenaamde *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), die, zoals de term aangeeft, een gewogen gemiddelde weergeeft van de kosten van het eigen en het vreemd vermogen (wat zich vertaalt in een risico-opslag voor de kapitaalverschaffers boven op de basisrente om hen bereid te laten zijn om te investeren in de

8 Zie bijv. S.W. van den Berg, De blokkeringsregeling, prijsbepalingsregels en waarderingsdilemma's voor waarderingsdeskundigen, *Ondernemingsrecht* 2013/113.

9 P.M. van der Zanden, Enkele inleidende beschouwingen over het waarderen van ondernemingen, *TvOB* 2024, afl. 1, p. 2-8. Voor rekenkundige voorbeelden van discontering en het gebruik van de DCF-methode, verwijzen we graag naar dit artikel van Van der Zanden.

10 Vrije kasstromen zijn beschikbaar voor kapitaalverschaffers van de onderneming (verschaffers van eigen en vreemd vermogen).

11 Anders gezegd, een bedrag over een jaar te ontvangen is minder 'waard' dan het bedrag dat nu ontvangen wordt en derhalve onmiddellijk beschikbaar is voor een investering of consumptie.

vennootschap).<sup>12</sup> Naast de vrije kasstroomprognoses voor bijvoorbeeld vijf jaar, wordt er vaak nog gebruikgemaakt van een restwaarde. Immers, de onderneming zal na deze prognoses niet meteen worden gestaakt. De restwaarde wordt vaak berekend als een groeiende<sup>13</sup> perpetuïteit met als disconteringsvoet de WACC, waarbij de laatste verwachte kasstroom ( $A$ ) als uitgangspunt wordt genomen.<sup>14</sup> Bijvoorbeeld, is de laatste verwachte kasstroom € 1000 op moment  $t=i$  en de WACC 5%, en gaan we uit van een groeivoet  $g$  van 3%, dan is de berekening van de restwaarde als volgt:

$$\text{restwaarde}_{(t=i)} = \frac{A_{t=i} * (1+g)}{WACC-g} = \frac{€1000 * 1,03}{0,05-0,03} = € 51.500.$$

De gediscoteerde restwaarde (die in het bovenstaande voorbeeld nog moet worden gediscoteerd naar  $t=0$ ) en gediscoteerde geschatte kasstromen vertegenwoordigen samen de economische waarde van de onderneming. Om de ondernemingswaarde om te zetten naar de waarde van aandelen moet er vervolgens rekening gehouden worden met het (langlopende) vreemd vermogen. Daarnaast, zoals Van der Zanden opmerkt, kan de situatie nog complexer worden door de aanwezigheid van verschillende aandelenklassen, die elk een ander deel van de waarde vertegenwoordigen. Echter, deze factoren zijn niet de enige bijdragen aan de complexiteit van de DCF-methode. De diverse parameters die aan de DCF-methode ten grondslag liggen, zijn sterk bepalend voor het eindresultaat. Deze parameters, waaronder de WACC, staan niet vast en vereisen zorgvuldige inschattingen. Zo combineert de WACC de kosten van zowel eigen als vreemd vermogen, waarbij elke component weer afhankelijk is van verschillende sub-parameters. Het nauwkeurig bepalen van de kosten van, bijvoorbeeld, het eigen vermogen, vraagt om een gedegen analyse.<sup>15</sup>

- 12 Bij het verschaffen van vreemd vermogen moet men nog rekening houden met een belastingvoordeel, ook wel de *interest tax shield* genoemd. Zie hierover Van der Zanden 2024; S.A. Stevens & B.F.M. Coebergh, Waarde in het economische verkeer in het belastingrecht, TvOB 2024, afl. 1, p. 16-25.
- 13 Waarbij er rekening wordt gehouden met op z'n minst de inflatie of de verwachte economische groei.
- 14 Omdat Van der Zanden in TvOB 2024, afl. 1 geen inzicht biedt in de berekening van de restwaarde, geven we hier een uitgebreidere uitleg. Hoewel de restwaarde niet altijd in de praktijk wordt toegepast, vormt deze theoretisch gezien een belangrijk onderdeel van de DCF-methode. Een onderneming houdt immers over het algemeen niet op te bestaan na de verwachte kasstromen van een jaar of vijf. De formule van de perpetuïteit valt af te leiden van de annuïteit, waarbij uitgegaan wordt van  $T$  gelijke kasstromen. De contante waarde van een annuïteit kan worden weergegeven door deze formule:  $A / WACC * (1 - 1 / (1+WACC)^T)$ . Omdat bij een perpetuïteit ervan uit wordt gegaan dat de kasstromen oneindig zijn, en dus  $T$  oneindig is, resulteert dit in de formule  $A / WACC$ . Indien er rekening wordt gehouden met een groeivoet, zal de formule zijn:  $A / WACC - g$ . Zie voor een bewijs van deze formules de bijlage bij deze bijdrage.
- 15 Bijv. door gebruik van het (expanded) CAPM, zie hierover E. Andriessen, Praktische aspecten van waardering theoretisch benaderd, TvOB 2024, afl. 1, p. 9-15.

Ter illustratie, als de WACC in de bovenstaande berekening wordt aangepast van 5% naar 7%, halveert de contante waarde van de restwaarde. Dit toont de grote invloed van deze parameters. Belanghebbende partijen hebben daarom aanzienlijke belangen bij hoe deze parameters worden vastgesteld. Het waarderen van bedrijven is misschien eerder een kunst dan een exacte wetenschap, gezien de subjectiviteit en inschattingen die bij deze methode komen kijken. De in de inleiding aangehaalde quote van Chancellor Chandler uit *Cede & Co v. Technicolor, Inc.* uit 2003 gaat niet voor niets als volgt verder:

‘Valuing an entity is a difficult intellectual exercise, especially when business and financial experts are able to organize data in support of wildly divergent valuations for the same entity. For a judge who is not an expert in corporate finance, one can do little more than try to detect gross distortions in the experts’ opinions. This effort should, therefore, not be understood, as a matter of intellectual honesty, as resulting in the fair value of a corporation on a given date. The value of a corporation is not a point on a line, but a range of reasonable values, and the judge’s task is to assign one particular value within this range as the most reasonable value in light of all of the relevant evidence and based on considerations of fairness.’<sup>16</sup>

Maakt deze onzekerheid de DCF-methode dan feitelijk onbruikbaar? Volgens experts niet. Zo stelt Chancellor Allen in de Amerikaanse context dat de tussenkomst van de rechter ertoe leidt dat partijen gestimuleerd worden om hun schatting van de waarde zo redelijk mogelijk te laten lijken. Dit zou ertoe leiden dat de verschillende waarderingsuitkomsten die door de partijen of deskundigen worden vastgesteld, dichter bij elkaar komen te liggen.<sup>17</sup> In Nederland zien we dat in verschillende gevallen de rechter zelf de onafhankelijke deskundige aanstelt die de invulling van de parameters zal moeten baseren op zijn expertise en verkregen data van de partijen (hierover meer in par. 3 en 4).

Naast de DCF-methode zijn er nog verschillende andere waarderingsmethoden die men kan hanteren, zoals bijvoorbeeld boekhoudkundige methoden als de rentabiliteitswaarde en de intrinsieke waarde.<sup>18</sup> Deze methoden hanteren een retrospectieve benadering.<sup>19</sup> Een andere economische methode is de *multiples*-methode.<sup>20</sup> Hierbij wordt gebruikgemaakt van financiële ratio’s – zoals bijvoorbeeld de aandelenkoers-winstverhouding. Een voordeel van het gebruik van multiples is vooral de eenvoud van deze methode. Wanneer er weinig financiële gegevens van de onderneming beschikbaar zijn, kan er toch een goed beeld van de waarde worden verkre-

16 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, Civil Action No. 7129 (2003).

17 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 884 A.2d 26, 1990 Del. Ch. LEXIS 259.

18 Zie voor een overzicht van waarderingsmethoden bijv. A.N. Labohm, W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden, *Waardering van ondernemingen*. In de juridische praktijk, Zutphen: Paris 2017.

19 Stevens & Coebergh 2024.

20 Van den Berg 2013.

gen door een vergelijking te maken met andere ondernemingen.<sup>21</sup> Een beperking is echter dat het vinden van deze goed vergelijkbare *peers* lastig is. Bovendien gaat het vaak om zeer grove schattingen, waardoor deze methode vooral als *sanity check* geschikt is in combinatie met bijvoorbeeld de DCF-methode.

De waarderingsmethoden en -maatstaven zijn cruciaal voor de uiteindelijke waardebeoordeling. Omdat deze berekeningen op verschillende manieren kunnen worden uitgevoerd, zijn de keuzes van zowel de rechter als de deskundigen (indien de rechter het deskundigenbericht opvolgt) doorslaggevend voor de vaststelling van de waarde en dus voor de (aandelen)prijsvorming. In de volgende paragraaf bespreken we eerst het ondernemingsrechtelijke kader rondom waarderingsmethoden. Daarna behandelen we in paragraaf 4 de uitkomsten van een jurisprudentieanalyse met betrekking tot de rol van rechters en deskundigen in het waarderingsproces.

### 3 Het ondernemingsrechtelijke kader van waarderingsmethoden

Er zijn in Boek 2 BW niet veel expliciete regels opgenomen over de wijze waarop waardering van aandelen en ondernemingen moet plaatsvinden. Enkel refereert de wetgever op verschillende plaatsen in Boek 2 BW naar de ‘prijs’ en de ‘waarde’ van aandelen en naar de betrokkenheid van eventuele deskundigen, zoals het geval is bij de blokkeringsregeling, de aanbiedingsplicht, de uitstoot- en uitkoopregelingen en de geschillenregeling.<sup>22</sup> In de volgende paragrafen bekijken we deze ondernemingsrechtelijke procedures (ook wel aan te duiden als ‘Boek 2 BW-procedures’).<sup>23</sup>

#### 3.1 Uitkoopregelingen

De bijzondere uitkoopregeling van art. 2:359c BW uit de Europese Overnamerichtlijn houdt in dat wanneer een aandeelhouder na een openbaar bod ten minste 95% van de aandelen in een vennootschap houdt, hij binnen drie maanden na afloop van de termijn voor aanvaarding van het bod (lid 3) de mogelijkheid heeft om een vordering in te stellen om de resterende minderheidsaandeelhouders uit te kopen.<sup>24</sup> Indien er geen sprake is van een openbaar bod dat binnen de werkingssfeer van art. 2:359a BW valt, kan er nog een beroep worden gedaan op de ‘gewone’ uitkoopprocedure uit art. 2:92a/201a BW.

- 21 B.P.A. Santen, A. de Bos & J.M.J. Blommaert, *Financiële economie voor insolventieadvocaten* (Recht en Praktijk nr. InsR9), Deventer: Wolters Kluwer 2017.
- 22 De waardebeoordeling van aandelen in procedures buiten het ondernemingsrecht wordt in dit artikel buiten beschouwing gelaten. Daarnaast zal ook niet worden ingegaan op de juridische fusie (art. 2:309 e.v. BW) en de juridische splitsing (art. 2:334a BW), waarbij een ruilverhouding moet worden vastgesteld. Op grond van art. 2:333h lid 6 BW kunnen aandeelhouders een vordering instellen om de ruilverhouding opnieuw te laten bepalen door een of meer waarderingsdeskundigen.
- 23 J. van Borssum Waalkes & E. van der Schrans, *Prijs en waardebeoordeling van aandelen in besloten vennootschappen in ondernemingsrechtelijke procedures*, O&F 2014, afl. 2, p. 55-73.
- 24 Daarnaast kan door de minderheidsaandeelhouder een vordering worden ingesteld tot overname van zijn aandelen op grond van de uitkoopregeling van art. 2:359d BW bij de Ondernemingskamer, eveneens binnen drie maanden na afloop van de termijn voor aanvaarding van het bod (art. 2:359d lid 3 BW).

In art. 2:359c lid 6 (jo. art. 2:359d lid 7) BW wordt bepaald dat de rechter een billijke prijs van de aandelen (effecten) vaststelt. Wanneer er sprake is van een vrijwillig bod (art. 5:74 van de Wet op het financieel toezicht; Wft), dan wordt de waarde van de bij het bod geboden tegenprestatie, mits ten minste 90% van de aandelen is verworven waarop het bod betrekking had, geacht een billijke prijs te zijn. Bij een verplicht bod in de zin van art. 5:70 Wft (wanneer er sprake is van overwegende zeggenschap) geldt de biedprijs als een billijke prijs. In veel gevallen zal de Ondernemingskamer (hierna: OK) de biedprijs als uitgangspunt nemen. Echter, art. 2:395c lid 6 BW biedt de OK de mogelijkheid om een of drie deskundigen aan te wijzen die rapporteren over de waarde van de over te dragen aandelen. Wijkt deze waarde af van de biedprijs, dan kan de OK besluiten de door de deskundige(n) vastgestelde waarde als de billijke prijs aan te merken.

In het Unit4-arrest heeft de OK duidelijke voorwaarden gesteld ten aanzien van de biedprijs als billijke prijs (anders dan de wettelijke grondslag van art. 2:359c lid 6 BW).<sup>25</sup> Deze voorwaarden zijn:

- 1 Het bod is op grote schaal aanvaard (hoge acceptatiegraad, het wettelijke prijsvermoeden uit art. 2:359c lid 6 BW, ook wel het '90%-criterium' genoemd<sup>26</sup>).
- 2 Tussen het bod en de datum van het eindarrest is slechts korte tijd verstreken.
- 3 Er zijn geen redenen om te veronderstellen dat de waarde van de aandelen sinds het bod is gestegen (ofwel geen verweer, ofwel aannemelijke gronden tegen de biedprijs).<sup>27</sup>

Ook voor de uitkoopprocedure geldt dat de OK de prijs van de over te dragen aandelen vaststelt, waarbij de OK *kan* bevelen dat een of drie deskundigen zullen berichten over de waarde van de over te dragen aandelen (art. 2:92a/201a lid 5 BW). De uitkoopprocedure laat dan ook de ruimte aan de rechter om ervoor te kiezen zich voldoende voorgelicht te achten over de waarde om zelfstandig de prijs te bepalen zonder een deskundige aan te stellen.

Naast deze ruimte om al dan niet een deskundige aan te stellen, bepaalt de rechter ook de peildatum voor de waardering ('op een door hem te bepalen dag', art. 2:92a/201a lid 5 en 2:359c lid 6 BW). Ten aanzien van de peildatum is het Unit4-arrest eveneens relevant.<sup>28</sup> In deze uitspraak heeft de OK als uitgangspunt voor de peildatum de datum van betaalbaarstelling onder het openbaar bod aangenomen.<sup>29</sup> De Hoge Raad heeft overigens kortgeleden in cassatie geoordeeld dat het

25 Zie Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2775 (Unit4), r.o. 3.13.

26 De uitleg van de OK van dit '90%-criterium' is vervolgens geconcretiseerd en aangepast in de uitspraak Hof Amsterdam (OK) 4 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1203 (Royal Reesink), r.o. 3.11-3.14. In r.o. 3.13 legt de OK de ratio uit van het 90%-criterium: 'Het wettelijk prijsvermoeden wordt gerechtvaardigd door de grote mate waarin degenen tot wie het bod was gericht bereid zijn gebleken hun belang in de doelvennootschap te verkopen tegen de onder het bod geboden tegenprestatie. Indien houders van tenminste 90% van de (certificaten van) aandelen waarop het bod betrekking heeft de biedprijs kennelijk tenminste een adequate weerspiegeling van de waarde van de (certificaten van) aandelen achten, is het vermoeden gerechtvaardigd dat de biedprijs billijk is.'

27 Zie Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2775 (Unit4), r.o. 3.13.

28 Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2775 (Unit4).

29 Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2775 (Unit4), r.o. 3.17.

Unit4-uitgangspunt niet in strijd is met art. 1 van het Eerste Protocol (EP) bij het Europees Verdrag tot bescherming van de rechten van de mens en de fundamentele vrijheden (EVRM).<sup>30</sup> Het is volgens de OK niet zonder meer billijk dat een minderheidsaandeelhouder die een uitkoopprocedure start, profiteert van een waardestijging na een openbaar bod, zoals het geval kan zijn wanneer de peildatum gelijk is aan datum eindarrest. De rechtszekerheid en praktische hanteerbaarheid van het peildatumprincipe worden door de OK bovendien benadrukt in het Unit4-arrest. De Hoge Raad oordeelt dat het belang van de uit te kopen minderheidsaandeelhouder doorgaans afdoende wordt gewaarborgd door hem vanaf de peildatum recht te geven op vergoeding van wettelijke rente over de billijke prijs tot aan de datum van overdracht.

### 3.2 De wettelijke geschillenregeling

Ook bij de uitstotings- of uittredingsvordering (art. 2:336/343 BW) in het kader van de wettelijke geschillenregeling speelt waardering een rol. Aandeelhouders in een bv<sup>31</sup> kunnen onder bepaalde voorwaarden de uitstoting van een aandeelhouder vorderen, wanneer deze het belang van de vennootschap zodanig schaadt of heeft geschaad, dat het voortduren van zijn aandeelhouderschap in redelijkheid niet kan worden geduld (art. 2:336 lid 1 BW). Art. 2:339 BW gaat over de waardebeoordeling van de aandelen in dit geval. Zo bepaalt art. 2:339 lid 1 BW dat indien de vordering wordt toegewezen, de rechter een of meer deskundigen benoemt die over de prijs schriftelijk bericht moeten uitbrengen.<sup>32</sup> Hier biedt de wet minder ruimte aan de rechter in de keuze om deskundigen te benoemen. Slechts in het geval dat er tussen partijen overeenstemming bestaat over de waardering van de aandelen, of als een statutaire bepaling of overeenkomst een duidelijke maatstaf voor de bepaling van de waarde van de aandelen bevat en de rechter aan de hand daarvan de prijs zonder meer kan vaststellen, kan de rechter ervoor kiezen om geen deskundigen te benoemen (art. 2:339 lid 3 BW). Zijn de deskundigen benoemd, dan bepaalt de rechter de prijs van de aandelen nadat de deskundigen hun bericht hebben uitgebracht.<sup>33</sup>

Voor waardering in het kader van de uittredingsvordering – een vordering tot gedwongen aandelenovername ingesteld door de verkopende partij – is art. 2:343 lid 4 BW nog relevant. Hier heeft de rechter de mogelijkheid om bij het bepalen van de prijs van de aandelen een billijke verhoging toe te passen in verband met gedragingen van de medeaandeelhouder(s), indien aannemelijk is dat die gedragingen hebben geleid tot een vermindering van de waarde van de over te dragen aandelen

30 HR 22 december 2023, ECLI:NL:HR:2023:1824, JOR 2024/29, m.nt. T. Salemink.

31 Onder bepaalde (cumulatieve) voorwaarden kunnen ook aandeelhouders van een nv een beroep doen op de geschillenregeling ex art. 2:335 lid 2 BW.

32 Art. 2:337 lid 2 BW geeft partijen nog de mogelijkheid om in de statuten of overeenkomsten te bepalen dat geschillen worden onderworpen aan arbitrage, of dat er anderszins van de rechterlijke bevoegdheid wordt afgeweken.

33 Overeenkomstig bepaalt art. 2:340 lid 2 BW dat indien er geen deskundigen zijn benoemd, de rechter de prijs van de aandelen bepaalt in het vonnis waarbij de vordering wordt toegewezen.



en deze vermindering niet, of niet volledig, voor rekening van de eisende aandeelhouder behoort te blijven.<sup>34</sup>

### 3.3 De blokkeringsregeling

Als uitgangspunt geldt de wettelijke aanbiedingsregeling uit art. 2:195 lid 1 BW voor bv's.<sup>35</sup> Een aandeelhouder die zijn aandelen wil vervreemden, is gehouden om zijn aandelen aan te bieden aan zijn medeaandeelhouders, alvorens hij deze mag aanbieden aan derden. De aandeelhouder ontvangt, indien hij dit verlangt, van de medeaandeelhouders een prijs gelijk aan de waarde van zijn aandeel of aandelen, vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundigen. Met de invoering van de flex-bv kan echter statutair worden bepaald dat de aanbiedingsregeling buiten beschouwing gelaten wordt, of kan ervoor gekozen worden om een ander soort blokkeringsregeling op te nemen in de statuten. Ook een dergelijke statutaire regeling dient zodanig te zijn dat een aandeelhouder die zijn aandelen wil overdragen, indien hij dit verlangt, een prijs ontvangt gelijk aan de waarde van zijn aandeel of aandelen, vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundigen (art. 2:195 lid 4 BW). Ook hier wordt de waarderingmethode niet voorgeschreven door de wetgever. Wel kunnen er statutair waarderingsregels worden vastgesteld die worden gevolgd, mits deze leiden tot een redelijke prijs.<sup>36</sup> Een geschil omtrent de blokkeringsregeling kan worden voorgelegd aan de rechter, maar de praktijk leert dat deze geschillen veelal voorgelegd worden aan een (register)accountant die optreedt als bindend adviseur.<sup>37</sup>

### 3.4 De aanbiedingsplicht

De statutaire aanbiedingsplicht houdt kort gezegd in dat de statuten kunnen bepalen dat een aandeelhouder in bepaalde gevallen gehouden is tot het aanbieden en overdragen van zijn aandelen aan zijn medeaandeelhouders (art. 2:87a/192 lid 1 sub c BW). Net als bij de blokkeringsregeling bepaalt de wet dat wanneer de aanbiedingsplicht is opgenomen in de statuten, de aandeelhouder die dit verlangt een prijs ontvangt gelijk aan de waarde van zijn aandeel of aandelen, vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundigen. De statuten kunnen voorzien in een afwijkende prijsbepalingsregeling. Net als bij de blokkeringsregeling is het dus aan de aandeelhouders om deskundigen aan te stellen. Indien het geschil wordt voorgelegd aan de rechter, dan blijft ook hier de rechter in haar waardering gebonden aan de relevante statutaire bepalingen.

### 3.5 De rechtssfeer en de waardebepaling

Uit het voorgaande blijkt dat er – logischerwijze – bij een gedwongen overdracht zoals bijvoorbeeld in het kader van de geschillenregeling meer dwingendrechtelijke regels van toepassing zijn op het waarderingsproces. In het kader van de wettelijke

34 Dit is eigenlijk een soort uitzondering van afgeleide schade in de zin van HR 2 december 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1564 (Poot/ABP).

35 En voor de nv, art. 2:87 BW.

36 Kamerstukken II 1998/99, 26277, nr. 3, p. 7 (MvT).

37 Zie bijv. C.J.M. Klaassen e.a., *Onderneming en ADR* (Serie Onderneming en Recht, deel 66), Deventer: Kluwer 2011.

blokkeringsregeling, maar ook de aanbiedingsplicht, ligt het initiatief bij de aandeelhouders om deskundigen aan te stellen. In alle gevallen spelen prijsbepalingsregelingen die statutair of in een aandeelhoudersovereenkomst overeen zijn gekomen een rol in de uiteindelijke waardering van de aandelen.

Op art. 2:359c lid 6 BW na, waarin de biedprijs onder voorwaarden geacht wordt een billijke prijs te zijn, blijft de wetgever stil over de te hanteren waarderingsmethode. Door verschillende auteurs is reeds betoogd dat de context van het recht – de rechtssfeer – relevant is bij de keuze voor een bepaalde waarderingsmethode.<sup>38</sup> Waardering bij transacties wordt vaak begeleid door diverse professionals, onder wie waarderingsdeskundigen. Eenmaal overeenstemming bereikt, wordt het resultaat vastgelegd in een overeenkomst. Hoewel de prijs bij deze transacties gebaseerd is op waarderingsgegevens, verschilt dit fundamenteel van situaties zoals een gedwongen overdracht bij een uitstootvordering. Deze bijdrage focust op overdrachten binnen de context van het ondernemingsrecht, waarbij de rechter betrokken is of de statuten voorschrijven dat aandelen eerst aan medeaandeelhouders aangeboden moeten worden.

In de volgende paragraaf zullen we dieper ingaan op de overwegingen die meespelen bij het kiezen van waarderingsmethoden. We richten ons specifiek op de rol van rechters en deskundigen in het waarderingsproces. Hoewel ons onderzoek zich beperkt tot de ondernemingsrechtelijke context, hetgeen de variëteit aan situaties beperkt, blijkt er toch een aanzienlijke diversiteit te bestaan in de gebruikte waarderingsmethoden en de bijdragen van rechters en deskundigen daaraan.

#### 4 Jurisprudentieonderzoek

Voor deze bijdrage hebben wij de relevante rechtspraak in het kader van waarderingsgeschillen geanalyseerd. Om tot een afbakening te komen zijn de volgende drie voorwaarden gehanteerd:

- 1 De einduitspraak betreft de waardering van (de aandelen in) een onderneming.
- 2 De einduitspraak is gedaan in de periode tussen 7 juli 2015 en 31 december 2022.<sup>39</sup>
- 3 De wetsingang is een van de wetsingen zoals besproken in paragraaf 3.

Op basis van deze drie voorwaarden is uit een eerste selectie van 159 unieke uitspraken<sup>40</sup> een definitieve steekproef vastgesteld van 52 zaken (zaaknummers) die

38 Zie bijv. P.M. van der Zanden, *Waardering van (aandelen in) ondernemingen*, WPNR 2016, afl. 7119, p. 705-710.

39 Dit betreft uitspraken gedaan na de Unit4-uitspraak van 7 juli 2015.

40 Deze analyse bevat in beginsel alle uitspraken van de OK, rechtbanken, gerechtshoven en de Hoge Raad. Deze uitspraken zijn door middel van verschillende zoektermen opgezocht op rechtspraak.nl, Kluwer Navigator en ARO. De uitspraken zijn verzameld in het kader van het afstudeeronderzoek van Iris Graumans (datacollectie in het najaar van 2022 en het voorjaar van 2023; zij is inmiddels werkzaam als advocaat bij Banning Advocaten).

bestaan uit een of meer uitspraken (inclusief de einduitspraak). Tabel 1 geeft een overzicht van de bevindingen voor deze 52 verschillende zaken.

**Tabel 1** *Descriptief overzicht\**

Wetsingang	Frequentie
Art. 2:92a BW	14
Art. 2:201a BW	18
Art. 2:359c BW	17
Art. 2:336/343 BW (geschillenregeling)	5
<i>Totaal</i>	<i>54</i>

Waarderingsmethode	Frequentie
Biedprijs	30
DCF	10
Multiples	6
Intrinsieke waarde	4
Rentabiliteitswaarde	1
Anders	3
Onbekend	3
<i>Totaal</i>	<i>57</i>

\* De tabel toont de descriptieve bevindingen voor de steekproef van 52 zaken. De totalen zijn groter dan 52, aangezien in sommige zaken meer dan één categorie van toepassing was. In drie zaken kwam de waarderingsmethode niet naar voren uit de openbare documentatie (categorie 'Onbekend').

Tabel 1 laat zien dat er geen zaken gevonden zijn ten aanzien van waardering in het kader van de blokkeringsregeling en de aanbiedingsplicht. Dit is goed te verklaren, want het gaat hierbij vooral om (statutaire) afspraken tussen aandeelhouders. Indien een geschil zich voordoet, dan wordt dit veelal beslecht door een bindend advies. Tabel 1 laat ook zien dat in veruit de meeste zaken de rechter de biedprijs volgt (30 van de 52 zaken, waarvan 17 keer de grondslag art. 2:359c BW was). De DCF-methode werd twee keer in het kader van de geschillenregeling gebruikt en acht keer in het kader van de wettelijke uitkoopprocedure (art. 2:92a/201a BW). In vijf gevallen werden twee waarderingsmethoden gebruikt, waarvan de multiples-methode in vier gevallen als aanvullende waarderingsmethode werd gehanteerd. In de volgende paragrafen wordt een aantal bevindingen uit de jurisprudentieanalyse verder toegelicht, met in paragraaf 4.1 de rol van de deskundige(n) en in paragraaf 4.2 en 4.3 de gekozen waarderingsmethode(n).

#### 4.1 De rechter en de deskundige(n)

Hoe beslist de rechter over de waarderingsmethode en de waardering in deze 52 zaken en op welke manier neemt hij daarin het deskundigenbericht mee? Uit het

ondernemingsrechtelijke kader in paragraaf 3 en uit de bevindingen van de 52 zaken zijn acht verschillende mogelijkheden voor de rechter gedestilleerd. Deze mogelijkheden zijn weergegeven in tabel 2.

**Tabel 2** *Mogelijkheden rol rechter\**

Num- mer	Verkorte naam	Uitleg	Fre- quen- tie
1	Overeenstemming	De rechter volgt de partijen die het eens zijn <i>zonder</i> deskundige(n)	3
2	Overeenstemming & deskundige	De rechter volgt de partijen die het eens zijn <i>met</i> deskundige(n) (niet-bestreden conclusie van de deskundige(n))	1
3	Partij	De rechter volgt een van de partijen <i>zonder</i> deskundige(n)	3
4	Partij & deskundige	De rechter volgt een van de partijen <i>met</i> deskundige(n)	4
5	Rechter	De rechter maakt een eigen keuze <i>zonder</i> deskundige(n)	2
6	Onafhankelijke deskundige	De rechter volgt de onafhankelijke deskundi- ge(n) die hij zelf benoemt	10
7	Onafhankelijke deskundige gedeeltelijk	De rechter volgt de onafhankelijke deskundi- ge(n) die hij zelf benoemt <i>slechts gedeeltelijk</i>	4
8	Biedprijs	De rechter volgt direct de biedprijs	25

\* De tabel toont de verschillende opties die in de 52 zaken te vinden waren ten aanzien van de rol van de deskundige(n) en het oordeel van de rechter, inclusief de frequentie.

In 19 van de 52 bestudeerde zaken worden een of meer deskundigen aangesteld (som van de categorieën 2, 4, 6 en 7 uit tabel 2). In 14 zaken worden deze deskundigen door de rechter zelf benoemd (categorieën 6 en 7 uit tabel 2). Uit het onderzoek van Gulyás volgt reeds dat in verreweg de meeste waarderingszaken in het kader van de geschillenregeling één deskundige wordt benoemd.<sup>41</sup> De resultaten uit ons onderzoek ondersteunen deze conclusie; uit de jurisprudentieanalyse volgt dat slechts in uitzonderlijke gevallen er drie deskundigen worden benoemd. Zo worden in de zaak Arnold Maassen Holding BV drie deskundigen benoemd in het kader van de geschillenregeling en wordt vervolgens de (complexere) DCF-methode gehanteerd.<sup>42</sup> Soms benoemt een partij de wenselijkheid van drie deskundigen, maar gaat de rechter hier niet in mee. Bijvoorbeeld in de zaak Maxmart/Jabeli Vastgoed stelt een van de partijen dat de benoeming van drie deskundigen gewenst is. De OK oordeelt echter dat de benoeming van één deskundige volstaat, maar dat in verband met de aard van het onderzoek het de te benoemen deskundige vrijstaat om

<sup>41</sup> Gulyás 2024.

<sup>42</sup> Hof Amsterdam (OK) 3 december 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4332 (Arnold Maassen Holding BV II) en Hof Amsterdam (OK) 24 mei 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:1909 (Arnold Maassen Holding BV III).

zo nodig de deskundigheid van anderen in te roepen.<sup>43</sup> Gulyás verklaart deze gang van zaken door de kosten die meerdere deskundigen met zich meebrengen, maar merkt ook op dat het benoemen van meerdere deskundigen een extra controle van het deskundigenbericht oplevert en bovendien vertrouwen wekt.<sup>44</sup>

Wat misschien ook opvalt in tabel 2 is dat er geen categorie is opgenomen waarin de rechter het deskundigenbericht van de onafhankelijke deskundige(n) niet opvolgt. Dit komt omdat dit in geen van de 52 zaken het geval was. Ook volgt uit tabel 2 dat de rechter in twee zaken een eigen afweging maakt zonder een deskundige aan te stellen. In beide gevallen gaat het hier om een uitkoopprocedure (art. 2:201a BW), waarbij het uitgangspunt is 'dat indien de gestelde waarde door de gedaagde wordt betwist, de Ondernemingskamer een deskundige benoemt om de waarde vast te stellen, tenzij de Ondernemingskamer van oordeel is dat zij zelfstandig de prijs kan vaststellen'.<sup>45</sup> In een van de zaken motiveert de OK vrij uitgebreid waarom zij zelf de waarde kan vaststellen en gaat zij ook in op de methode (de toepassing van verschillende multiples).<sup>46</sup> In de andere zaak is de eiseres bereid om haar aandelen voor een bepaalde prijs over te dragen en wordt hiertegen geen verweer gevoerd, waardoor de aanstelling van een deskundige niet nodig is.<sup>47</sup> De steekproef wijst echter uit dat in het merendeel van de zaken waarin de biedprijs niet wordt gevolgd, een onafhankelijke deskundige wordt benoemd door de rechter. Hieruit volgt dat de deskundige met zijn kennis en ervaring, en daarmee het deskundigenbericht, een belangrijke rol speelt in de waardering.

In de meeste gevallen neemt de rechter het deskundigenbericht volledig over (tien zaken). Gulyás geeft aan dat uit de rechtspraak volgt dat de rechter het deskundigenbericht *kan* volgen door aan te geven dat het deskundigenbericht overtuigend voorkomt, waardoor op een relatief eenvoudige manier aangesloten kan worden bij het deskundigenbericht.<sup>48</sup> Wij zien een soortgelijke gang van zaken in de tien zaken waarin de rechter het deskundigenbericht overneemt. Zo stelt de OK bijvoorbeeld een aantal keren dat ze onvoldoende aanleiding ziet om te oordelen dat de deskundige tot een andere waardering van de aandelen had moeten komen.<sup>49</sup> Gulyás werpt bij deze bevindingen de terechte vraag op of, en zo ja, in hoeverre een niet-gespecialiseerde rechter het bericht inhoudelijk zou kunnen toetsen, en concludeert daarbij dat dit de OK waarschijnlijk beter afgaat dan de lagere rechter. Alhoewel we deze conclusie op grond van onze bevindingen uit de jurisprudentieanalyse niet kunnen betwisten, vinden we ook geen directe aanknopingspunten die deze conclusie ondersteunen.

43 Hof Amsterdam (OK) 16 juni 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:2001 (Maxmart/Jabeli Vastgoed).

44 Gulyás 2024.

45 Hof Amsterdam (OK) 16 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1871 (Beckwith/Morris), r.o. 3.12.

46 Hof Amsterdam (OK) 16 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1871 (Beckwith/Morris), r.o. 3.13 e.v.

47 Hof Amsterdam (OK) 14 december 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:3960 (Glasius B.V./Rivello Investments c.s.).

48 Gulyás 2024.

49 Zie bijv. Hof Amsterdam (OK) 2 maart 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:592 (Widdershoven Holding BV II).

Wel zien we een uitgebreide motivering in de gevallen waarin de rechter het deskundigenbericht niet volledig overneemt. Een voorbeeld van een afwijking op het deskundigenbericht kan worden gevonden in een zaak waarin de OK aangeeft:

‘Mede in het licht van de beperkte toelichting van de deskundige op het door hem gekozen percentage, oordeelt de Ondernemingskamer conform het standpunt van Warzecha dat dit percentage te hoog is. De Ondernemingskamer acht niet aannemelijk dat gedurende de gehele periode van 2004 tot de peildatum jaarlijks een risicovrij rendement behaald had kunnen worden van 5%. De Ondernemingskamer zal in plaats van dit percentage een verondersteld rendement hanteren gelijk aan de wettelijke rente, omdat zij dit realistischer acht en dit beter aansluit bij de algemene rendementsontwikkeling in de periode 2004-2016.’<sup>50</sup>

Dit geeft ons inziens blijk van gedegen kennis van financiële kwesties van de OK. In één zaak in de steekproef neemt de rechtbank, in dit geval de rechtbank Den Haag, de waardering in het deskundigenbericht niet volledig over. Meer specifiek brengt de rechtbank correcties aan, onder andere in verband met stille reserves, hetgeen de rechtbank op een ons inziens gedegen wijze toelicht.<sup>51</sup> De opdracht van de rechtbank aan de deskundige werd overigens gedaan door middel van een vrij specifieke vraagstelling met vier vragen.

#### 4.2 De gekozen waarderingsmethode

Is er een relatie tussen de gekozen waarderingsmethode en de rol van de deskundige in het oordeel van de rechter? Uit de jurisprudentie volgt dat in de meeste gevallen de keuze van de waarderingsmethode door de rechter wordt overgelaten aan de door de rechter benoemde deskundige, tenzij partijen goede gronden aandragen voor een bepaalde waarderingsmethode.<sup>52</sup> Daarentegen geeft de rechter in sommige gevallen wel een duidelijke opdracht aan de deskundige om een bepaalde waarderingsmethode in ogenschouw te nemen of toe te passen. Zo ook in de zaak Haasnoot Beheer BV, waarin de deskundige de expliciete opdracht kreeg om zowel de rentabiliteitsmethode als de DCF-methode toe te passen.<sup>53</sup>

Figuur 1 laat middels een heatmap zien dat de rechter het deskundigenbericht vaak volledig overneemt van een onafhankelijke waarderingsdeskundige als deze deskundige de DCF-methode toepast. Maar ook bij het gebruik van de multiples-methode gaat de rechter in vier zaken mee met de onafhankelijke deskundige(n).

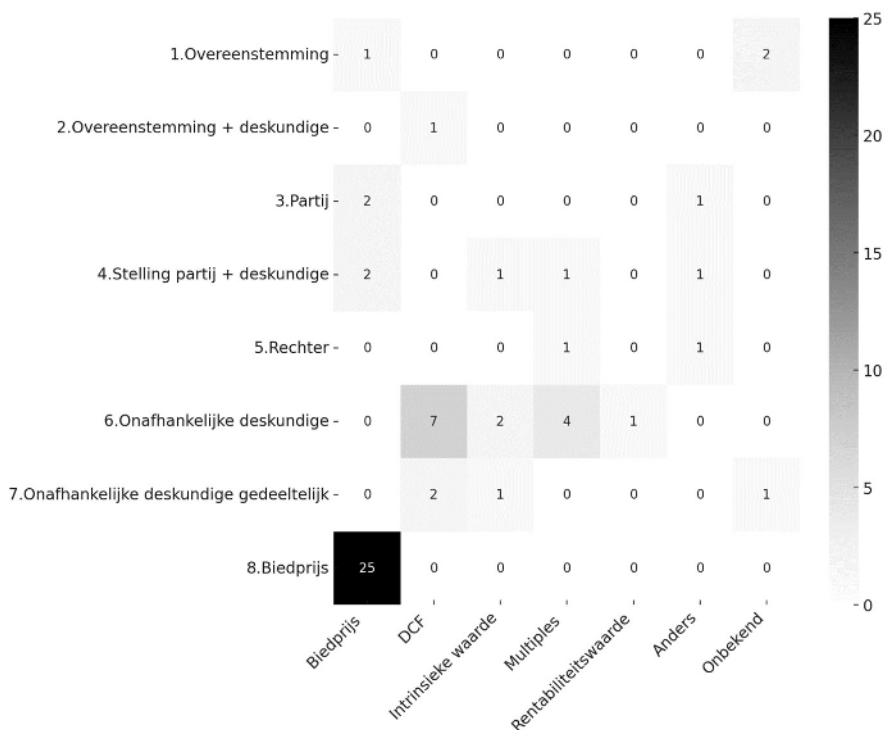
50 Hof Amsterdam (OK) 5 februari 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:276 (Sirowa), r.o. 2.36.

51 Rb. Den Haag 4 mei 2022, ECLI:NL:RBDHA:2022:4487 (DPB/MNP c.s.), r.o. 3.1 e.v.

52 Zie bijv.: ‘De Ondernemingskamer stelt voorop dat de keuze voor een passende waarderingsmethode behoort tot de taak van de deskundige en het domein van zijn deskundigheid’, Hof Amsterdam (OK) 11 juli 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2697 (Teleplan International III), r.o. 2.24.

53 Hof Amsterdam (OK) 23 november 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:3744 (Haasnoot Beheer BV), r.o. 2.1. Zie hierover ook Gulyás 2024.

De invloed van de rechter en deskundigen op waarderingen binnen het ondernemingsrecht

**Figuur 1** Waarderingsmethoden en de rol van de rechter

Het donkere vlak onderaan de heatmap in figuur 1 is waarschijnlijk geen verrassing: uiteraard wordt er wanneer er sprake is van mogelijkheid 8 (de rechter hanteert de biedprijs) gebruikgemaakt van de biedprijs als ‘waarderingsmethode’ om de waarde van de aandelen vast te stellen.<sup>54</sup> In deze uitspraken waarin wordt aangesloten bij de biedprijs spelen deskundigen over het algemeen geen significante rol. Een belangrijke reden voor aansluiting bij de biedprijs is art. 2:359c lid 6 BW. Maar ook in andere gevallen wordt de biedprijs als waarderingsmethode gehanteerd door de rechter. Eerder zagen we dat de rechter op basis van de in het Unit4-arrest gestelde voorwaarden de biedprijs kan hanteren: dit is het geval voor negen zaken. Daarnaast vinden we terug dat in sommige uitspraken de OK aansluit bij de biedprijs omdat dit simpelweg een hogere prijs was dan de werkelijke prijs,<sup>55</sup> terwijl in andere gevallen een alternatieve motivering op basis van de door partijen overgelegde stukken wordt aangenomen.<sup>56</sup>

54 Uiteraard liggen er aan deze biedprijs zelf andere waarderingsmethoden ten grondslag, maar die worden in dit onderzoek buiten beschouwing gelaten.

55 Hof Amsterdam (OK) 30 oktober 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:4037 (Fortbet/Fortuna), r.o. 2.2; Hof Amsterdam (OK) 20 augustus 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:3084 (Globalworth), r.o. 3.11.

56 Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:1748 (Geneba Properties NV), r.o. 2.6; Hof Amsterdam (OK) 25 oktober 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:4277 (Grontmij NV), r.o. 3.14.

Uit het voorgaande kunnen we over het algemeen concluderen dat een of meer deskundigen door de rechter (of partijen) pas worden aangesteld indien dit noodzakelijk wordt geacht, doordat bijvoorbeeld het gebruik van een complexere waarderingmethode zoals de DCF-methode wenselijk is, of indien de rechter hiertoe gehouden is op basis van de wet of de (statutaire) afspraken tussen partijen. Wanneer een deskundige wordt aangesteld, dan neemt de rechter in veruit de meeste gevallen het deskundigenbericht over.

#### 4.3 De DCF-methode

Eerder hebben we besproken dat Gulyás de (terechte) vraag opwerpt in hoeverre de rechter de deskundige adequaat kan sturen en controleren. Een van de hoofdredenen om een deskundige te benoemen is dat de rechter de benodigde kennis en ervaring inzake aandelenwaarderingen mist. Hoewel dit in meer of mindere mate van toepassing kan zijn op alle zaken, ongeacht de gekozen waarderingmethode, speelt het vooral een rol bij de complexere DCF-methode. En dat terwijl, zoals Van der Zanden betoogt, er een zekere consensus lijkt te bestaan dat de grondslag voor de economische waardering van een onderneming als going concern gevonden wordt in de gediscoteerde toekomstige kasstromen die door de onderneming worden genereerd.<sup>57</sup> Dat maakt de DCF-methode natuurlijk niet standaard de gewenste methode. De DCF-methode is sterk afhankelijk van de betrouwbaarheid van de gebruikte parameters, wat aanzienlijke onzekerheid kan veroorzaken, zoals eerder besproken in paragraaf 2. Bovendien kan deze kostbare methode vooral voor kleinere ondernemingen niet altijd wenselijk zijn. Desondanks zijn we het met Van der Zanden eens dat deze economische benadering een belangrijke rol dient te spelen binnen de ondernemingsrechtelijke praktijk. In deze paragraaf zullen we dieper ingaan op tien zaken waarin de DCF-methode toegepast wordt, om meer inzicht te krijgen in het gebruik van deze methode in de Nederlandse ondernemingsrechtelijke rechtspraak.

In de 159 uitspraken wordt er 49 keer expliciet verwezen naar de DCF-methode (en in sommige gevallen ook naar de APV-methode<sup>58</sup>) in achttien verschillende arresten en acht verschillende zaken. In al deze zaken wordt de DCF-methode ook daadwerkelijk toegepast. Daarnaast komt in twee zaken impliciet naar voren dat de DCF-methode wordt gehanteerd. Acht van deze in totaal tien zaken waarin de DCF-methode werd gebruikt, hadden te maken met de wettelijke uitkoopregeling (art. 2:92a/201a BW), de twee overige zaken vonden plaats in het kader van de wettelijke geschillenregeling. Uit figuur 1 komt reeds naar voren dat de rechter in deze zaken ook steeds een deskundige aanwijst.

Zoals aangegeven werd in twee zaken de DCF-methode niet expliciet genoemd. Zo gaf de OK in een van de zaken de opdracht aan de deskundige dat indien hij 'op grond van door hem vast te stellen gegevens zonder een volledig onderzoek constateert dat de waarde van de aandelen in elk geval niet hoger is dan de gevorderde

57 Van der Zanden 2024. Voor rekenkundige voorbeelden van discontering en het gebruik van de DCF-methode verwijzen we graag naar dit artikel van Van der Zanden.

58 *Adjusted Present Value*-methode, een variant op de DCF-methode.



prijs, hij met die constatering en motivering daarvan kan volstaan'.<sup>59</sup> Alhoewel de OK niet de opdracht geeft om de DCF-methode toe te passen, baseert de deskundige zijn conclusie wel (gedeeltelijk) op deze methode door te stellen dat met een bepaalde WACC en een bepaalde jaarlijkse inflatie de vrije kasstroom aan een bepaald bedrag zou moeten voldoen voor een bepaalde waardering.<sup>60</sup> In de andere zaak speelde er een gelijksoortige opdracht van de OK om vast te stellen dat de waarde van de aandelen in ieder geval niet hoger lag dan de primair gevorderde prijs (de biedprijs van € 110).<sup>61</sup> Ook in deze zaak heeft de deskundige er zelf voor gekozen om de DCF-methode te hanteren. En ook in het tussenarrest van 12 mei 2015 geeft de OK niet aan welke waarderingmethode gehanteerd moet worden, maar stelt zij wel de eis dat het onderzoek niet meer dan € 15.000 mag kosten.

Een verdere analyse van de andere acht zaken laat zien dat de OK eigenlijk ook in alle andere zaken *niet* de expliciete opdracht meegeeft aan de deskundige om de DCF-methode te hanteren.<sup>62</sup> Dit staat op het eerste gezicht misschien haaks op de conclusie van Gulyás, dat de algemene vraagstelling in de opdracht voor de deskundige onder meer komt door het gebrek aan expertise van de niet-gespecialiseerde rechter op dit gebied, terwijl de OK juist wel wordt gezien als gespecialiseerde instantie.<sup>63</sup> De conclusie op basis van onze bevindingen is immers dat de OK – als gespecialiseerde instantie – juist geen expliciete opdracht lijkt te geven.<sup>64</sup> Wel wordt altijd de maximale hoogte van de kosten voor het onderzoek bepaald – waarbij een hoger bedrag misschien wel een indicatie vormt voor het mogelijke gebruik van een complexere economische methode als de DCF? – en wordt er een indicatie gegeven van de peildatum (bijvoorbeeld 'een zo recent mogelijke, voor de hand liggende datum' of 'per de datum van het tussenarrest (X) of een andere daarbij zo dicht mogelijk gelegen, voor de hand liggende, datum'). In het enige arrest dat gegeven is door de meervoudige burgerlijke kamer van het gerechtshof Amsterdam waarin de DCF-methode wordt gebruikt, wordt er overigens wél een expliciete opdracht meegegeven aan de deskundige ten aanzien van het gebruik van deze methode:<sup>65</sup>

'Vraag 2: Welke waarde moet per 20 januari 2017 (dan wel een zo dicht mogelijk bij die datum gelegen geschikte datum) aan de aandelen in Haasnoot Be-

59 Hof Amsterdam (OK) 11 augustus 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:3424 (Hoogeweide/Transport Baan Beheer), r.o. 2.2.

60 Hof Amsterdam (OK) 11 augustus 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:3424 (Hoogeweide/Transport Baan Beheer), r.o. 3.1-3.2.

61 Hof Amsterdam (OK) 27 oktober 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:4380 (Vereenigde Ingenieursbureaux VIBA NV), r.o. 2.2. Zie ook r.o. 3.9 van het tussenarrest van 12 mei 2015 in deze zaak.

62 Vaak laat de rechter de keuze voor de te hanteren waarderingmethode bij de deskundige, zie bijv. Hof Amsterdam (OK) 3 december 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4332 (Arnold Maassen Holding BV II), r.o. 2.4. In dit arrest laat het hof de keuze DCF of intrinsieke waarde aan de deskundige.

63 Gulyás 2024.

64 Zie in dit kader ook Van Borssum Waalkes & Van der Schrans 2014.

65 En dit geldt bijv. ook voor de opdracht van de rechtbank Den Haag aan de deskundige in Rb. Den Haag 4 mei 2022, ECLI:NL:RBDHA:2022:4487 (DPB/MNP c.s.), zoals besproken in par. 4.1.

heer worden toegekend indien die waarde wordt bepaald op basis van de DCF-methode of een andere gebruikelijke door u in een geval als het onderhavige in het algemeen passend geachte waarderingsmethode[?] Indien u een andere methode dan de DCF-methode passend acht, wilt u dan motiveren hoe u tot die keuze komt?<sup>66</sup>

Ook bij de complexere DCF-methode lijkt de vlieger dus op te gaan dat de OK de keuze voor de waarderingsmethode bij de waarderingsdeskundige legt. Hoe zit het dan met de verantwoording voor de keuze van deze methode door de deskundige en de aansluiting van de rechter bij het deskundigenbericht? Uit de rechtspraak kunnen we opmaken dat het deskundigenbericht een aantal keren een verantwoording voor de toepassing van de DCF-methode bevat die te maken heeft met het uitgangspunt dat sprake is van een zelfstandige voortgezette onderneming (*going concern*), zonder dat het bestaande beleid wijzigt (*stand alone* en *as is*). In veel gevallen wordt een dergelijke verantwoording echter niet opgenomen in het arrest. Dat houdt niet per definitie in dat deze verantwoording ontbreekt – zo komt in verscheidene uitspraken naar voren, bij verweer tegen gebruik van deze methode, dat de rechter oordeelt dat de deskundige zijn deskundigenbericht voldoende heeft gemotiveerd en dus overtuigend overkomt.<sup>67</sup>

Concluderend, er kan uit de verantwoording in de arresten geen echte lijn worden ontdekt in wanneer de DCF-methode nu de meest passende methode is. Het lijkt erop dat de deskundige een zeer grote vrijheid heeft in het bepalen van de ‘juiste’ waarderingsmethode, een conclusie die de belangrijke vragen die Gulyás opwerpt over de objectiviteit en de gedragenheid van de waardering alleen maar verder ondersteunt. Wel kunnen we vaststellen dat de rechter inhoudelijk lijkt te toetsen of het oordeel van de deskundige volledig en juist is. Wanneer nodig corrigeert hij bovendien het deskundigenbericht in het oordeel.<sup>68</sup>

## 5 Afsluitende opmerkingen

Voor dit artikel hebben we een uitgebreide jurisprudentieanalyse uitgevoerd die licht werpt op de wijze waarop een keuze voor een waarderingsmethode wordt gemaakt binnen het ondernemingsrecht, met een nadrukkelijke focus op de (invloedrijke) rollen die rechters en deskundigen hierin vervullen. Onze bevindingen, die zich richten op zaken gerelateerd aan de uitkoopregelingen en de wettelijke geschillenregeling, sluiten grotendeels aan bij de observaties van Gulyás. Zo bevestigt onze analyse dat drie deskundigen zelden worden benoemd en hebben we, althans in onze steekproef, geen gevallen kunnen vaststellen waarin een rechter het

66 Hof Amsterdam (OK) 23 november 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:3744 (Haasnoot Beheer BV), r.o. 2.1. In deze zaak heeft de deskundige overigens de APV-methode als bijzondere vorm van de DCF-methode toegepast (naast de rentabiliteitswaarde).

67 Zie hierover ook Gulyás 2024.

68 Bijv. Hof Amsterdam (OK) 2 juli 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:2220 (Allshare BV II); Hof Amsterdam 24 mei 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:1909 (Arnold Maassen Holding BV III).

onafhankelijke deskundigenbericht volledig naast zich neerlegt. Het onderzoek toont aan dat de rechter in de meeste gevallen het deskundigenbericht volledig overneemt, met name bij de complexere DCF-methode, wat de invloedrijke positie van deskundigen in het waarderingsproces onderstreept. De resultaten laten bovendien zien dat de keuze van waarderingsmethoden meestal wordt overgelaten aan de deskundigen. Uit de jurisprudentieanalyse blijkt ook geen duidelijke lijn in wanneer de complexere DCF-methode als meest geschikt wordt beschouwd. Dit alles wijst op een aanzienlijke discretionaire bevoegdheid van deskundigen bij het selecteren van de waarderingsmethode en daarmee de waardering, wat de door Gulyás aangehaalde zorgen over de objectiviteit van waarderingen versterkt. De analyse laat wel zien dat rechters de conclusies van deskundigen inhoudelijk lijken te toetsen en waar nodig aanpassen. Dit onderstreept het belang van zowel een grondige motivering als de deskundigheid van de rechter.

Zoals eerder in deze en andere bijdragen naar voren kwam, is waarde een subjectief begrip en heeft de waarderingsmethode een grote impact op de uiteindelijke waardering. Daar de rechter (statutaire) afspraken dient mee te nemen in de waardering, is het aan te raden voor partijen om deze duidelijk vast te leggen. Zo kunnen de overeengekomen criteria expliciet worden meegenomen door de deskundige, wat het waarderingsproces transparanter en meer afgestemd op de specifieke behoeften van de partijen maakt. Dit artikel en de analyse van de jurisprudentie die hierin uiteen is gezet benadrukken de noodzaak voor verder onderzoek naar de interactie tussen waarderingsmethoden en de rechterlijke beoordelingen, een thema dat verder zal worden uitgediept in het uitgebreide onderzoeksproject van de Universiteit Utrecht, zoals Gulyás in zijn artikel suggereerde. We kijken van harte uit naar de verdere bevindingen in het kader van dit onderzoek.

## Bijlage

Bewijs ( $g$  = groeivoet,  $R$  = disconteringsvoet, bijv. de WACC,  $CW$  = contante waarde, assumptie  $R > g$ )

$$1. CW = \frac{A}{1+R} + \frac{A(1+g)}{(1+R)^2} + \frac{A(1+g)^2}{(1+R)^3} + \dots + \frac{A(1+g)^{T-1}}{(1+R)^T}$$

2. Vermenigvuldig vergelijking 1. met factor  $\frac{1+g}{1+R}$  met als resultaat:

$$CW \left( \frac{1+g}{1+R} \right) = \frac{A(1+g)}{(1+R)^2} + \frac{A(1+g)^2}{(1+R)^3} + \frac{A(1+g)^3}{(1+R)^4} + \dots + \frac{A(1+g)^T}{(1+R)^{T+1}}$$

3. Trek formule 2. van formule 1. af:  $CW - CW \left( \frac{1+g}{1+R} \right) = \frac{A}{(1+R)^1} - \frac{A(1+g)^T}{(1+R)^{T+1}}$

4. Herschrijf als:  $CW = \frac{A}{R-g} \left( 1 - \frac{(1+g)^T}{(1+R)^T} \right)$

5. Maak er een perpetuïteit van met:  $T \rightarrow \infty$ :

$$PV = \lim_{T \rightarrow \infty} \left[ \frac{A}{R-g} \left( 1 - \frac{(1+g)^T}{(1+R)^T} \right) \right] = \frac{A}{R-g} \quad \text{indien } R > g$$