



Universiteit
Leiden
The Netherlands

De waardering van vennootschappen in het kader van de uitkoop van aandeelhouders: bron van biases, misverstanden en Babylonische spraakverwarring

Broekema, M.J.R.; Adriaanse, J.A.A.; Leuyerink, R.; Bartels, S.E.; Boom, W.H. van

Citation

Broekema, M. J. R., & Adriaanse, J. A. A. (2024). De waardering van vennootschappen in het kader van de uitkoop van aandeelhouders: bron van biases, misverstanden en Babylonische spraakverwarring. In R. Leuyerink, S. E. Bartels, & W. H. van Boom (Eds.), *Serie Onderneming en Recht* (pp. 321-340). Deventer: Wolters Kluwer. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/4170276>

Version: Publisher's Version

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/4170276>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

DE WAARDERING VAN VENNOOTSCHAPPEN IN HET KADER VAN DE UITKOOP VAN AANDEELHOUDERS

Bron van biases, misverstanden en Babylonische spraakverwarring

M.J.R. Broekema & J.A.A. Adriaanse¹

1. Inleiding

Aandeelhouders van een vennootschap, veelal ondernemers (directeur-grootaandeelhouders) of investeerders, streven in economische zin permanent naar het verbeteren van hun positie en situatie, bewust en onbewust. Daartoe handelen zij vaak met andere subjecten – denk aan andere ondernemers of investeerders – die reeds een belang in de vennootschap in kwestie hebben of dit juist willen verkrijgen. Daartegenover staan soms aandeelhouders van een vennootschap die aan andere investeringsmogelijkheden een hogere waarde toekennen en juist hun belang in de betreffende vennootschap willen verkopen, om deze opbrengst vervolgens te kunnen investeren in een economisch object waaraan, in elk geval voor hen, betere verwachtingen zijn verbonden. Voorgaande gedachtegang, afgeleid van de economische stroming van de zogenoemde ‘Oostenrijkse school’, houdt in dat waarde *subjectief* is, oftewel waarde komt voort uit de mens en is voor iedereen verschillend. Dit vanwege ieders individuele positie, percepties en situatie. Dé waarde bestaat dan ook niet en transacties tussen subjecten – ondernemers of investeerders – vinden dan ook louter plaats zolang er sprake is van het creëren van toegevoegde waarde, althans de verwachting moet er zijn dat dit gebeurt. Met andere woorden, een koper zal een prijs betalen voor een aandelenbelang dat onder de door hem gepercipieerde waarde ligt omdat er anders geen waarde

1 Dr. mr. M.J.R. (Marc) Broekema RV is als universitair docent verbonden aan de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de Universiteit Leiden en managing director bij Kroll te Amsterdam. Broekema is daarnaast raad (plv.) in de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam. Prof. dr. J.A.A. (Jan) Adriaanse is als hoogleraar turnaround management verbonden aan de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de Universiteit Leiden en director bij Kroll te Amsterdam. Voor volledige overzichten van (neven)werkzaamheden van auteurs wordt verwezen naar de website van de Universiteit Leiden (www.leidenuniv.nl).

meer kan worden toegevoegd, en vice versa geldt dit voor een verkoper. Kortom, elk subject hanteert een eigen waardeschaal waardoor waarde en prijs de facto ongelijk zijn aan elkaar.² Op deze filosofie valt vanuit een economisch-rationeel perspectief weinig af te dingen. In de weerbarstige praktijk wordt deze rationele economische gedachte echter veelal verstoord door verschillende factoren.

Ten eerste speelt een rol of er sprake is van een vrijwillige, semigedwongen, of gedwongen overdracht van aandelen bij uitkoop (in brede zin) van (een) aandeelhouder(s). Zo spelen bij een vrijwillige overdracht van een aandeelhouder vooral reguliere marktmechanismen een belangrijke rol bij de bepaling van de uiteindelijke koopprijs, of beter gezegd bij (het bepalen van) de 'brug' van waarde naar prijs. Bij een semigedwongen en gedwongen overdracht bij uitkoop van aandeelhouders speelt echter vooral het juridisch kader een rol, dat partijen verdeeld houdt bij prijsvorming. Dit kader betreft bijvoorbeeld de context van de vordering tot uittreding ex art. 2:343 BW (geschillenregeling), de wettelijke uitkoopprocedure ex art. 2:92a BW en art. 2:201a BW, de bijzondere uitkoopregeling ex art. 2:359c BW, evenals de uitstootprocedure ex art. 2:336 BW. Anderzijds speelt – in elk geval in meerdere mate dan bij een vrijwillige overdracht c.q. uitkoop – de invloed van *cognitieve biases* een rol, waardoor de uiteindelijke prijsvorming asymmetrisch wordt beïnvloed. Biases kunnen in de context van het onderhavige onderwerp worden omschreven als systematische patronen van irrationaliteit of waarnemingsfouten bij het beoordelen van waarderingen en bij prijsvorming.

Deze bijdrage richt zich op verschillende economische en psychologische elementen, evenals overige knelpunten, die een rol (kunnen) spelen bij prijsvorming van aandelenbelangen bij een gedwongen en semigedwongen uitkoop van aandeelhouders, en het gaat in op de wijze waarop deze prijsvorming wordt beïnvloed onder verschillende omstandigheden. Daarbij wordt verslag gedaan van een interviewonderzoek naar knelpunten die advocaten en waarderingdeskundigen in de praktijk hieromtrent ervaren. Een aanzet wordt gegeven om preventief tot mitigatie van deze problemen te komen. Ten slotte, waar de waarderingstheorie een duidelijk onderscheid maakt tussen de begrippen waarde en prijs, wordt dit onderscheid omwille van leesbaarheid in deze bijdrage niet expliciet gehanteerd en worden deze begrippen soms door elkaar heen gebruikt.

2 J. Vis, *Ondernemend Waarderen: Waarderend Ondernemen: De subjectiviteit van het begrip economische waarde* (diss. Leiden), Apeldoorn: Maklu 2010.

Daarnaast richt deze bijdrage zich op meer in algemene zin voorkomende situaties van (semi)gedwongen uitkoop van een aandeelhouder als gevolg van een dispuut tussen aandeelhouders, en niet op een specifieke wettelijke regeling.

De bijdrage is als volgt opgebouwd. Eerst wordt het zogeheten (economische) 'waardeconcept' nader beschreven teneinde te duiden waar knelpunten in het kader van gedwongen en semigedwongen overdracht van aandelen van aandeelhouders kunnen voorkomen (paragraaf 2). Hierna wordt ingegaan op (empirische) inzichten over de invloed van cognitieve biases bij de beoordeling van waarderingsuitkomsten inclusief feitelijke knelpunten die waarderingsdeskundigen hieromtrent zelf ervaren (paragraaf 3). Dit deel is mede gebaseerd op wetenschappelijke experimenten zoals door ons, samen met collega-onderzoekers, aan de Universiteit Leiden uitgevoerd. Vervolgens wordt verslag gedaan van een mede ten behoeve van deze bijdrage gehouden interviewonderzoek onder advocaten en waarderingsdeskundigen naar knelpunten in de praktijk (paragraaf 4). De bijdrage eindigt met enkele aanbevelingen voor de praktijk en enige afsluitende overwegingen (paragraaf 5).

2. Het waardeconcept

In de praktijk wordt verschillend gedacht over het nut van het waarden van bedrijven en aandelenbelangen (waarden wordt ook wel aangeduid als *business valuation*). Belanghebbenden buiten de kring van zogenoemde *business valuers* – denk aan ondernemers, aandeelhouders, accountants, investeerders, advocaten – vinden een waardering vaak een lastig te begrijpen exercitie nu het waardeconcept een vooral toekomstgerichte, subjectieve bezigheid is. Zij stellen dan bijvoorbeeld dat de toekomst eenvoudigweg niet is te voorspellen en derhalve dat de waarderingsuitkomst ook weinig betrouwbaar is. Daarnaast wordt een waardering veelal een veel te rekenkundige exercitie genoemd, mede omdat ten aanzien van de vele parameters soms ingewikkelde of arbitraire keuzes worden gemaakt. Ook vinden belanghebbenden vaak dat te ingewikkeld wordt omgegaan met waarderingsexercities, en dat in plaats daarvan (om het makkelijker te maken) het gemiddelde resultaat van de onderneming in kwestie beter kan worden vermenigvuldigd met een bepaalde factor om zo tot de ondernemingswaarde te komen. Deze factor wordt dan bepaald aan de hand

van een ratio (veelal de ratio 'Ondernemingswaarde/EBITDA').³ Vaak is een dergelijke factor – in de spreekmond ook wel een *multiple* genoemd – echter gebaseerd op verschillende waarnemingen van transacties in de praktijk waarvan de relevantie in de meeste gevallen uiterst beperkt is. Kort en goed kan worden gesteld dat belanghebbenden van een waardering vaak nogal uiteenlopend denken over het nut van een waardering, en de wijze waarop waarde dient te worden berekend. Dat dit tot conflicten kan leiden is dan een understatement.

Wanneer wordt gesproken over waarde en de problemen die kunnen volgen uit een waardering, dan is het allereerst van belang om te begrijpen dat het basisprincipe van waarde, en derhalve van waardecreatie, is gebaseerd op de gedachte dat ondernemingen waarde creëren door het kapitaal dat ze van investeerders (eigen vermogensverschaffers en vreemd vermogensverschaffers) krijgen te investeren in productiemiddelen en mensen, om zo producten en diensten voor de markt te leveren en daarmee toekomstige (vrije) geldstromen te kunnen genereren tegen een rendement dat hoger is dan de kapitaalkosten van de onderneming. De kapitaalkosten reflecteren het rendement dat deze investeerders eisen voor het gebruik van hun kapitaal. Hoe sneller ondernemingen hun inkomsten kunnen verhogen en meer kapitaal kunnen inzetten tegen aantrekkelijke rendementen, hoe meer waarde ze creëren. De combinatie van groei en rendement op het geïnvesteerd vermogen ten opzichte van de kapitaalkosten is dan wat waarde creëert. Om een sterke groei en een hoog rendement op geïnvesteerd vermogen te realiseren, is het hebben van een duidelijk concurrentievoordeel dan vervolgens noodzakelijk. Concurrentievoordeel kan eenvoudigweg worden omschreven als de factor die maakt dat klanten voor jouw onderneming kiezen in plaats van de concurrentie, omdat de producten/diensten beter aansluiten bij hun behoeften.⁴ Hoe logisch voorgaand basisprincipe van waardecreatie overigens ook zal klinken, veel waarderingsrapporten gaan hieraan voorbij. Dit is een belangrijke bron van misverstanden en een eerste hier te noemen verklarende factor voor geschillen rondom waarderingen bij een semigedwongen en gedwongen overdracht van aandelen.

3 EBITDA staat voor Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

4 Zie ook T. Koller, M. Goedhart & D. Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Hoboken (N.J.): John Wiley & Sons 2020.

Zonder uitvoerig in te gaan op de verschillende waarderingsmethodes lijkt zowel in de literatuur als in de (rechts)praktijk de zogenaamde *Discounted Cash Flow*-methode (hierna: DCF-methode) de meest geaccepteerde en theoretisch juiste methode te zijn om waarde en waardecreatie te meten. Dit omdat juist deze methode is gebaseerd op de hierboven beschreven toekomstige vrije geldstroom van een onderneming.⁵ Vanuit het perspectief van een investeerder overigens een begrijpelijke gedachte nu een koopsom juist ook in de toekomst, middels toekomstige resultaten, dient te worden terugverdiend. Onder de vrije geldstroom wordt die geldstroom verstaan die niet noodzakelijk is voor de bedrijfsvoering. Dit is dus het bedrag dat beschikbaar is voor alle vermogensverschaffers: aan de aandeelhouders in de vorm van dividend of ter aflossing van schulden aan financiers. Het is dan ook noodzakelijk dat de toekomstige vrije geldstromen zo nauwkeurig mogelijk worden geprognosticeerd, iets dat minder makkelijk is dan ogenschijnlijk doet vermoeden nu een robuuste inschatting dient te worden gemaakt van de toekomstige verdien capaciteit, en dit alles onder onzekere en risicovolle omstandigheden.⁶ Eenvoudig gezegd resulteert een DCF-methode in een waardering gebaseerd op de (te verwachten) vrije geldstroom van de betreffende onderneming tegen een vermogenskostenvoet die het risicoprofiel van de toekomstige vrije geldstromen reflecteert. Immers, de toekomst is ongewis en diverse risico's zullen de omvang en realisatie van deze toekomstige vrije geldstromen kunnen beïnvloeden. De waarde van de aandelen in een onderneming wordt dan bepaald door de contante waardering van deze toekomstige geldstromen die aan de vermogensverschaffers – bijvoorbeeld de aandeelhouders – toekomt.

Het zal op basis van het bovenstaande niet verbazen dat waarderingsrapporten van een onderneming in het algemeen omvangrijk en zeer technisch van aard zijn. Over veel parameters dient te worden nagedacht, zowel in bedrijfskundig, financieel, als waardering technisch opzicht. Om inzicht te krijgen in een op een DCF-methode gebaseerde waardering is het voor niet-waarderingsdeskundigen van belang de volgende zes stappen te doorgronden: 1) bepaling van de vrije geldstroom; 2) bepaling van de disconteringsvoet; 3) bepaling van de ondernemingswaarde; 4) bepaling van de marktwaarde van rentedragende schulden en vorderingen per

5 P. Fernández, 'Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations', *IESE Business School* (2007), p. 1-27.

6 A.N. Labohm, W.T M. Veerman & P.M. van der Zanden, *Waardering van onderneming in de juridische praktijk*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017.

waarderingsdatum; 5) bepaling van eventuele niet operationele activa en passiva; en 6) calculatie van de waarde van de aandelen.

Gezien de in de wetenschap en (internationale) praktijk uitvoerig onderzochte, beschreven en gebruikte DCF-methode, en de vele toepassingen van deze waarderingsmethode in de praktijk, zou men vervolgens kunnen denken dat er in beginsel weinig verschil optreedt tussen twee waarderingsuitkomsten van dezelfde onderneming gemeten, per dezelfde peildatum. Dit alles bijvoorbeeld in het kader van de praktijk van (semi)gedwongen uitkoop van aandeelhouders. De praktijk is echter weerbarstig. Waar een waardering bedoeld is om bij te dragen aan de oplossing in een dergelijke situatie, om daarmee helderheid te verschaffen binnen het geschil (of ter voorkoming van een geschil) middels een bepaalde mate van objectivering, zorgt de waardering regelmatig juist voor een vergroting van het verschil van inzicht tussen partijen. Vaak heeft dit overigens ook te maken met een kennisverschil tussen de rechtzoekenden en deskundigen, wat bij voorbaat al complexiteit creëert. Dit betekent tevens dat een rechter die een oordeel dient te geven over een dergelijk rapport in elk geval gegeden basiskennis moet hebben van waarden. Het is immers uiteindelijk de rechter die in een rechterlijk oordeel beslist voor welke waarde/prijs de aandelen in een onderneming moeten worden betrokken.⁷

Er zijn ook andere aspecten die ervoor zorgen dat er geschillen ontstaan over de waarde van de aandelen in een onderneming, waardoor bij een semigedwongen en gedwongen overdracht van aandelen – dat veelal al een geschil op zich is – er een nieuw geschil ontstaat, namelijk een waarderingsgeschil. Deze andere aspecten zien toe op enerzijds de invloed van cognitieve biases onder waarderingsdeskundigen, aandeelhouders en juristen bij het beoordelen van waarderingsuitkomsten, en anderzijds op het verkeerd toepassen van elementaire waarderingsbegrippen en -theorieën door waarderingsdeskundigen zelf. Onderstaand gaan we hier dieper op in.

3. Oorzaken van geschillen over waarderingsuitkomsten in beeld

Wanneer het aankomt op de waarderingstheorie kan worden vastgesteld dat er talrijke boeken, (wetenschappelijke) artikelen, en onderzoeken

7 A.N. Labohm, M.J.R. Broekema. & J.A.A. Adriaanse, 'Waarden van familiebedrijven in de context van crisis: Een complexe materie voor de juridische praktijk', *Fiscaal tijdschrift vermogen* 2021/9, p. 16-29.

ken beschikbaar zijn die op nagenoeg uniforme wijze beschrijven hoe waarderingstheorieën dienen te worden uitgelegd en toegepast. In die zin probeert het wetenschappelijke en praktische vakgebied van bedrijfswaardering voortdurend antwoorden te vinden op vraagstukken met betrekking tot de te waarderen objecten. Geavanceerde rekenkundige benaderingen zoals de hiervoor al genoemde DCF-methode zijn ontwikkeld om problemen in de praktijk tegen te gaan en het proces met betrekking tot bedrijfswaardering zo veel mogelijk te objectiveren. Toch ontstaan dagelijks conflicten als gevolg van meningsverschillen over de uitkomst van de waardering en zelfs over de rol van de waarderingsdeskundige. Dit leidt ook regelmatig tot langdurige en kostbare rechtszaken. Redenen voor dergelijke conflicten worden vaak gezocht in technische kwesties, zoals bijvoorbeeld meningsverschillen over inputvariabelen van gebruikte waarderingsmodellen en toegepaste waarderings technieken. Andere oorzaken, naast de waarderingstheorie, spelen ook een rol. Om waarderungen een waardevolle bijdrage te laten zijn in situaties van een semigedwongen en gedwongen overdracht van aandelen, is het dan ook van belang te duiden waarom in voorkomende gevallen de waardering juist tot verharding van het geschil leidt in plaats van dat de uitkomst voor partijen juist een bijdrage levert aan (een hogere mate van) acceptatie van de situatie van semigedwongen en gedwongen overdracht van aandelen. Anders gezegd, uitsluitend waarderingsdiscussies wijten ‘aan het subjectieve karakter ervan’ volstaat niet.

3.1 De rol van biases bij waarderingsvraagstukken

Een eerste oorzaak van problemen kan worden gevonden in de rol van menselijk gedrag. Meer specifiek in hoeverre denkfouten en vooringenomenheden (hiervoor al aangeduid als cognitieve biases) een rol spelen in het beoordelingsproces van bedrijfswaarderungen en waarderingsdeskundigen. De invloed van cognitieve biases op het menselijk oordeel vormt een centraal thema binnen het onderzoeksdomein van de sociale psychologie, en het wordt ook uitvoerig behandeld in andere vakgebieden.⁸ De

8 Zie bijvoorbeeld de volgende artikelen van (een deel van de) auteurs van deze bijdrage waarin ook referenties worden gemaakt naar andere (internationale) onderzoeken: M.J.R. Broekema, N. Strohmaier, J.A.A. Adriaanse & J.I. van der Rest, ‘Are Business Valuators Biased? A Psychological Perspective on the Causes of Valuation Disputes’, *Journal of Behavioral Finance* 23(1) (2022), p. 23-42; N. Strohmaier, J.A.A. Adriaanse, K. van den Bos & H. Pluut, ‘Similarity bias in credit decisions for entrepreneurs on the brink of bankruptcy’, *Journal of Applied Social Psychology* 51(7) (2021), p. 683-697 en N. Strohmaier, H. Pluut, K. van den Bos, J.A.A. Adriaanse &

mogelijke effecten hiervan op het gebied van bedrijfswaarderingen waren tot voor kort echter nauwelijks onderzocht. Via experimenteel onderzoek onder belanghebbenden van een waarderingsrapport zoals ondernemers, juristen en waarderingsdeskundigen, is de rol van cognitieve biases in de context van bedrijfswaardering door ons, samen met Leidse collega-onderzoekers, verkend.⁹ Concreet zijn drie empirische studies en een Delphi-achtige vervolgstudie uitgevoerd, waarvan de uitkomsten onderstaand beknopt worden besproken.

De eerste experimentele studie onderzocht de aanwezigheid van cognitieve biases bij ondernemers. Door respondenten een onpartijdige bedrijfswaardering te presenteren in de context van het kopen of verkopen van een aandelenbelang in een onderneming, toonde dit onderzoek aan dat ondernemers kunnen worden beïnvloed door deze cognitieve biases als gevolg van zogenoemde ‘koper-verkoper positie-effecten’, alsmede als gevolg van *anchoring bias* bij het beoordelen van een bedrijfswaardering. De koper-verkoper positie-effecten hebben betrekking op het fenomeen dat bijvoorbeeld een investeerder die aandelen in een bedrijf wil kopen de waarde van het aandeel onbewust lager inschat dan de verkoper doet, louter omdat beiden een verschillende positie hebben. Dit terwijl men zelf denkt wel degelijk volledig objectief naar de situatie te kijken. Ten overvloede, dit is bij een vrijwillige transactie al een bron voor conflict, maar het wordt, mede gezien de daarbij behorende emoties, waarschijnlijk versterkt wanneer sprake is van semi- of gedwongen overdracht. *Anchoring bias* ziet toe op het feit dat mensen bij het maken van (numerieke) oordelen in grote mate afgaan op een eerste stukje (mogelijk irrelevante) informatie over de waarde c.q. prijs. Dit kan bijvoorbeeld informatie uit de krant zijn over de overnameprijs van een concurrent en of een eerste globaal genoemde prijs door een overnameadviseur (“ik kan jouw bedrijf wel voor X verkopen!”). Deze informatie over de vermeende waarde/prijs wordt het ‘anker’ wordt genoemd. Vervolgens worden alle oordelen door het initiële bedrag beïnvloed. In de context van dit onderzoek betekent dit dat de waarde van een bedrijf onbewust als hoger wordt gepercipieerd na een hoog (irrelevant) anker dan wanneer een laag anker werd gepresen-

R.D. Vriesendorp, ‘Hindsight bias and outcome bias in judging directors’ liability and the role of free will beliefs’, *Journal of Applied Social Psychology* 51(3) (2021), p. 141-158.

9 M.J.R. Broekema, *Cognitive bias in the judgment of business valuations and valutors: how systematic patterns of irrationality affect entrepreneurs, legal professionals and business valutors* (diss. Leiden), Meijers-reeks 2020.

teerd. Ook hiervoor geldt dat het negatieve effect bij (semi)gedwongen verkoop wordt versterkt omdat de verwachting in die zin irrationeel kan zijn. Althans, dat is onze aanname, mede gezien het feit dat de genoemde bias-effecten sterk bleken te zijn.

De tweede experimentele studie onderzocht de aanwezigheid van cognitieve biases onder juristen, waarbij werd aangetoond dat juristen bij het beoordelen van zowel de kwaliteit van bedrijfswaarderingen als die van waarderingsdeskundigen (i) zowel de bedrijfswaardering als de waarderingsdeskundige onbewust beoordelen op basis van de mate van de waargenomen gelijkheid met de waarderingsdeskundige in kwestie (*similarity bias*) in die zin dat hoe hoger de waargenomen gelijkheid – het gaat hier bijvoorbeeld om irrelevante factoren als sociale klasse, studieachtergrond, persoonlijkheidskenmerken – hoe positiever de waarderingsdeskundige en de waarderingsuitkomst werden beoordeeld. Daarnaast werden de waarderingsdeskundige en de waarderingsuitkomst vooral beoordeeld (ii) op basis van de uitkomst van een transactie (*outcome bias*). Dit betekent dat waarderingsdeskundigen negatiever werden beoordeeld na een slechte afgelopen transactie die volledig losstaat van de waardering, en vice versa. Ook bleek in dit onderzoek dat (iii) het geslacht van de waarderingsdeskundige (*gender bias*) onbewust meewoog in hun oordeel, in die zin dat mannelijke juristen meer vertrouwen bleken te hebben in de bekwaamheid van een mannelijke waarderingsdeskundige, terwijl vrouwelijke juristen dit vooroordeel niet vertoonden. Ten overvloede, in een (semi)gedwongen uitkoopprocedure zullen deze effecten ook meespelen en daarmee de kans op het ontstaan van geschillen, of escalatie ervan doen vergroten.

De derde experimentele studie verkende de rol van cognitieve biases onder waarderingsdeskundigen bij het beoordelen van de waarde van een bedrijf van hun cliënt. Concreet toonde dit onderzoek aan dat waarderingsdeskundigen ook zelf kunnen worden beïnvloed door *anchoring bias* en, interessant genoeg, door *engagement bias*. Dit laatste houdt in dat waarderingsdeskundigen, ondanks het feit dat van hen wordt verwacht dat zij objectief en onafhankelijk te werk gaan op basis van wetenschappelijk gefundeerde waarderingskaders en professionele standaarden, de neiging hebben om onbewust rekening te houden met de economische belangen van hun cliënt. In het licht van het onderhavige onderwerp betekent dit concreet dat waardeerders die de (semi)gedwongen verkoper bijstaan onbewust de neiging hebben om een hogere waarde aan het aandelenbelang toe te kennen, in vergelijking tot de waardeerder die de koper bijstaat.

Nadat de drie experimenten waren uitgevoerd is op basis van de opgedane inzichten een vervolgonderzoek uitgevoerd waarbij een internationale groep van vooraanstaande waarderingsdeskundigen is bevraagd of zij de gevonden cognitieve biases in hun dagelijkse praktijk herkennen. Verder is aan hen gevraagd om te reflecteren op een aantal universele principes, ontwikkeld op basis van de resultaten van de eerste drie studies, die als doel hebben om cognitieve biases in de waarderingspraktijk te mitigeren. De resultaten van dit vierde onderzoek toonden aan dat de overgrote meerderheid van deelnemers de bevindingen van de drie experimentele studies herkende, en ondanks enkele kritische kanttekeningen reageerden zij over het algemeen ook positief op de voorgestelde principes. Op basis van de onderzoeksresultaten wordt dan ook gepleit voor het wereldwijd invoeren van specifieke principes en of additionele beroepsregels door waarderingsdeskundigen en hun beroepsverenigingen gericht op het mitigeren van cognitieve biases bij henzelf en hun *stakeholders*, met het expliciete doel om het werk van waarderingsdeskundigen te bevorderen en (juridische) geschillen in de praktijk te verkleinen. Pikant was overigens dat de deelnemers de cognitieve biases inderdaad herkenden, maar niet zozeer bij henzelf. Dit bevestigt, althans dat is onze interpretatie, dat onbewuste denkpatronen vaak moeilijk door professionals zelf zijn te herkennen en daarmee lastig te bestrijden zijn.

3.2 *Misverstanden en Babylonische spraakverwarring bij waarderingsvraagstukken*

Een tweede oorzaak kan worden gevonden in de waarneming uit de praktijk dat verschillende, soms op elkaar lijkende, waarderingsbegrippen regelmatig door elkaar heen worden gebruikt en als 'een en dezelfde' worden geïnterpreteerd, waardoor voor zowel de waarderingsdeskundige(n) als de betrokken jurist(en) gemakkelijk verwarring en misverstand ontstaat over de vraag wat nu eigenlijk wordt gewaardeerd, en binnen welke kaders. Ongeacht de reden waarom wordt gewaardeerd, is het als vanzelfsprekend van belang dat de juiste waarderingsbegrippen worden toegepast binnen het waarderingsvraagstuk, en dan in het bijzonder dat de relevante waarderingsstandaard wordt gehanteerd. Een waarderingsstandaard beschrijft, kort gezegd, de fundamentele uitgangspunten waarop een berekende waarde is gebaseerd, en toonaangevende instanties zoals de *International Valuation Standards* (hierna: IVS), de *International Financial Reporting Standards* (hierna: IFRS), en de Raad voor de Jaarverslaggeving (hierna: RJ) besteden hier in de praktijk de nodige aandacht aan. In de Nederlandse waarderingspraktijk zijn veelvoorkomende waarderings-

standaarden *Fair Market Value*, *Fair Value*, *Market Value*, *Investment Value*, en vanuit een uitsluitend Nederlandse context Economische Waarde en Waarde in Economische Verkeer. Minstens een even omvangrijk artikel kan over elk van deze waarderingsstandaarden worden geschreven, echter voor deze bijdrage volstaat te duiden dat waarderingsstandaarden het vertrekpunt zijn voor iedere waarderingsopdracht, omdat een waarderingsstandaard bepaalt *wat* wordt gewaardeerd. Deze aanname lijkt zeer voor de hand te liggen, echter het begrip *value* (of waarde) is voor meerderlei uitleg vatbaar, zelfs in de waarderingspraktijk.¹⁰ Immers, waarde kan variëren afhankelijk van het gehanteerde perspectief of de omstandigheden waaronder wordt gewaardeerd. In de praktijk blijkt dan ook dat de uitleg en toepassing van deze waarderingsstandaarden, en daarmee samenhangend de verschillende waarderingsbegrippen, veelal op diffuse wijze worden toegepast waardoor conflicten over waarderingsuitkomsten bijna als vanzelfsprekend ontstaan en of dat partijen langer dan nodig met elkaar in conflict blijven doordat interpretatieverschillen opdoemen. Bij een vrijwillige overdracht c.q. uitkoop speelt dit al, laat staan bij een (semi)gedwongen uitkoop. Opportunistisch gebruik in de vorm van *cherry picking* van waarderingsstandaarden (ten faveure van de belangen van de cliënt), mede als gevolg van *engagement bias*, ligt dan ook voor de hand, en dat zien we dan ook regelmatig in de praktijk.

Het gebruik van de verkeerde waarderingsstandaard kan waarderingsconclusies echter nadelig beïnvloeden en bovenal het vertrouwen in het doorlopen waarderingsproces doen afnemen. En alhoewel de begrippen *Fair Market Value*, *Market Value*, en *Fair Value* enigszins gelijkwaardig klinken zodat ze gemakkelijk met elkaar kunnen worden verward, kan deze fout erg kostbaar zijn. Voor minderheidsbelangen kan bijvoorbeeld de *Fair Market Value* van het betreffende aandelenbelang iets wezenlijk anders betekenen dan het pro rata parte deel van de *Fair Value* van dezelfde onderneming. Waar de eerste waarderingsstandaard waarschijnlijk rekening zou houden met kortingen wegens gebrek aan zeggenschap en verhandelbaarheid, zou dat op basis van de tweede waarderingsstandaard niet zonder meer gedaan kunnen worden. Daarentegen geldt voor waarderungen die in een Nederlandse context plaatsvinden dat in veel gevallen wordt verwezen naar Economische Waarde als waarderingsstandaard, die zonder nadere uitleg ook verschillend kan worden geïnterpreteerd, althans zo

10 J.E. Fishman, S.P. Pratt & W.J. Morrison, *Standards of Value: Theory and Applications*, Hoboken: John Wiley & Sons Inc. 2013.

zien we gelet op de vele waarderingsdisputen die binnen het recht plaatsvinden en waarbij discussie hieromtrent speelt.

Als voorbeeld, de gedrags- en beroepsregels van de beroepsvereniging van de *Register Valuator*, het Nederlands Instituut voor Register Valuators (hierna: NiRV), definieert Economische Waarde als (citaat): “De contante waarde van verwachte geldstromen uit een waarderingsobject ergo de waardering van een waarderingsobject rekening houdend met de elementen tijd, geld en risico. Economische Waarde is een Ex Ante begrip.” Het voorgaande verwijst naar de waarde van een waarderingsobject op een bepaalde waarderingsdatum, voordat de toekomstige geldstromen daadwerkelijk zijn gerealiseerd. Economische waarde is derhalve gebaseerd op de verwachtingen van toekomstige inkomsten en risico’s op het moment van waarderen. Feitelijk is deze uitleg een losse vertaling van de eerdergenoemde DCF-methode. Verwijzingen naar het toepassen van Economische Waarde in een juridische context leiden dan ook regelmatig tot misverstanden doordat de betreffende waarderingsdeskundige een ruime mate van vrijheid toekomt over hoe Economische Waarde te hanteren. In elk geval ruimer dan partijen meestal oorspronkelijk hebben beoogd, bijvoorbeeld in een aandeelhoudersovereenkomst. De beroepsgroep en de belanghebbenden van de waarderingsuitkomst zouden er dan ook baat bij hebben indien kaders en handvatten worden toegevoegd aan deze waarderingsstandaard. Thans laat de praktijk veelal zien dat advocaten die goed bekend zijn met deze materie een waarderingsdeskundige aanvullende instructies moeten meegeven om het waarderingsperspectief en de omstandigheden nader in te vullen.

Ook het juridisch kader, dat in het algemeen een voorname rol speelt bij de waardering die partijen verdeeld houdt in de uiteindelijke prijsvorming, geeft weinig houvast. Zo leveren de in deze bijdrage geadresseerde wetsartikelen slechts beperkt handvatten voor de vraag welke waarderingsstandaard dient te worden gehanteerd. Anders gezegd, de wetsartikelen refereren grotendeels aan algemene en weinig specifieke bepalingen omtrent het bepalen van de prijs en/of de waarde van de aandelen. Op welke wijze vervolgens invulling gegeven dient te worden aan de prijsbepaling of waardering wordt overgelaten aan de deskundige of nader ingevuld door de bevoegde rechter. Een ongewenste situatie aangezien dit (nieuwe) conflicten tot gevolg kan hebben. Soms bieden de statuten van de vennootschap in kwestie of de aandeelhoudersovereenkomst overigens wel handvatten over de beoogde waarderingsstandaard, echter hierin wordt veelal op pluriforme wijze instructie gegeven aan de waardebepaling of

prijzvaststelling, en worden belangrijke waarderingsbegrippen verschillend en niet zelden verkeerd uitgelegd, met ook hier het onwenselijke gevolg van ernstig betwiste waarderingsuitkomsten die het dispuut tussen partijen verlengt en in sommige gevallen zelfs vergroot. En dit staat dan nog los van enkele van de hiervoor genoemde biases.

3.3 De rol van verkeerd gebruik van inputvariabelen

Als laatste hier te noemen, een *derde oorzaak* waarom waarderungen opgesteld ten behoeve van situaties van een semigedwongen en gedwongen overdracht van aandelen kunnen resulteren in een verharding van het geschil, kan worden gevonden in het gegeven dat waarderingsuitkomsten van dezelfde onderneming, opgesteld op basis van dezelfde waarderingsmethode en per dezelfde peildatum, vaak sterk uiteenlopen door het hanteren van verschillende ‘inputvariabelen’ – denk aan omzet/kostenprognoses en marktontwikkelingen – die ten grondslag liggen aan de uiteindelijke waarderingsuitkomst door waarderingsdeskundigen, in combinatie met het regelmatig negeren van de theorie door waarderingsdeskundigen over hoe deze inputvariabelen juist te schatten. Onderzoek van Bancel & Mittoo (2014) laat hieromtrent zien dat niet alleen belanghebbenden van een waarderingsuitkomst en betrokken juristen bij bijvoorbeeld een semigedwongen of gedwongen overdracht van aandelen zeer verschillend omgaan met waarderingsbegrippen en deze soms onjuist toepassen, maar dat ook waarderingsdeskundigen zelf niet altijd consistent omgaan met schattingen rondom de verschillende aannames binnen een waardering en daarbij zelfs elementaire waarderingstheorieën negeren met alle gevolgen van dien.¹¹

Afrondend, in dit deel is vanuit een theoretisch kader een aantal oorzaken beschreven waarom bedrijfswaarderungen in situaties van semigedwongen en gedwongen overdracht van aandelen kunnen bijdragen aan verharding of vergroting van het geschil dat partijen vaak al ervaren in dergelijke situaties, in plaats van dat deze bijdragen aan een oplossing. Een drietal door ons onderscheiden hoofdoorzaken zijn hierbij de revue gepasseerd. In paragraaf 4 van deze bijdrage wordt op basis van recent interviewonderzoek ingezoomd op problemen die zowel advocaten als

11 F. Bancel & U.R. Mittoo, ‘The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation: Survey of European Experts’, *Journal of Applied Corporate Finance* 26(4) (2014), p. 106-117.

waarderingsdeskundigen in hun dagelijkse praktijk ervaren in hun onderlinge communicatie en samenwerking.

4. Geconstateerde knelpunten in de praktijk door advocaten en waarderingsdeskundigen

Om inzicht te krijgen in de ervaringen van praktijkprofessionals zijn semi-structureerde interviews afgenomen met veertien praktijkprofessionals. De steekproef is gekozen op basis van zogenoemde *purposeful sampling*, waarbij de selectie van participanten niet berust op basis van toeval (*random*) maar aan de hand van selectiecriteria.¹² Het doel van deze selectiemethode is om de participanten te selecteren die naar verwachting de meeste informatie kunnen geven over het onderzoeksonderwerp. Bij de selectie van participanten is rekening gehouden met een aantal criteria. Zo was van belang dat de participanten enige ervaring hadden met waarderingsvraagstukken in het recht. Daarnaast is geprobeerd om rekening te houden met de gewenste variatie in achtergrond (jurist versus *valuator*). De selectie heeft geleid tot een groep participanten bestaande uit zeven advocaten en zeven *business valuers*.¹³ De auteurs van deze bijdrage zijn bekend bij de betreffende participanten, mede vanwege hun werk in de praktijk. Het risico bestaat dan dat zij zich laten leiden door de hoedanigheid van de onderzoekers, andersom kan het er ook toe leiden dat de onderzoekers onbewust het gesprek een bepaalde kant op sturen. De interviews zijn dan ook uitgevoerd door veertien relatief onervaren studenten om te voorkomen dat de participanten zich hierdoor mogelijk zouden laten beïnvloeden (voor de studenten was het daarnaast onderdeel van de afronding van hun bacheloropleiding rechtsgeleerdheid, mede gericht op het trainen van empirische onderzoekvaardigheden).¹⁴ Om ervoor te zorgen dat de

12 Zie onder meer L. Webley, 'Qualitative approaches to empirical legal research', in: P. Cane & H.M. Kritzer, *The Oxford Handbook of Empirical Legal Studies*, Oxford: Oxford University Press 2010, p. 7.

13 De auteurs bedanken de praktijkprofessionals voor hun vrijwillige bijdrage aan het interviewonderzoek. Met hen is afgesproken dat zij op anonieme basis worden geciteerd.

14 De interviews zijn, onder begeleiding van Adriaanse en Broekema, uitgevoerd door enkele studenten van de Leidse bacheloropleiding Rechtsgeleerdheid, afstudeerrichting Entrepreneurship and Management (2022-2023), in het kader van hun afrondende scriptie. De auteurs van dit artikel zijn hen veel dank verschuldigd. Nadere analyses zijn gedaan door D. van der Weijden in de hoedanigheid van student-assistent bij de afdeling Bedrijfswetenschappen van de Leiden Law School. Wij zijn ook hem veel dank verschuldigd.

interviews op gelijke wijze werden uitgevoerd, hebben de onderzoekers wel een interviewprotocol uitgewerkt inclusief een uniforme vragenlijst. De interviews zijn met toestemming opgenomen en getranscribeerd. De informatie uit de transcripten is vervolgens handmatig gecodeerd in het softwareprogramma Excel om te komen tot een overzicht van meningen en percepties. Onderstaand worden de voor deze bijdrage belangrijkste inzichten beknopt besproken, waarbij wordt gemeld dat de interviews zijn afgenomen voor meerdere onderzoeksdoeleinden. De gepresenteerde resultaten zijn dan ook niet uitputtend en louter bedoeld om de bovenstaande geconstateerde knelpunten in een praktijkcontext te plaatsen.

Aan de geïnterviewden is allereerst de vraag voorgelegd wat in hun ogen de belangrijkste redenen zijn dat financiële geschillen in het bedrijfsleven ontstaan, onder meer in het licht van (semi)gedwongen uitkoop van aandeelhouders. Veel gehoorde antwoorden kunnen worden teruggebracht naar 'een verschillende kijk van aandeelhouders op de waarde als gevolg van hun economische positie' (koper versus verkoper), evenals 'persoonlijke omstandigheden' en 'emotie', dat wil zeggen, dat het geschil ontstaat en of verergert door de 'sfeer' waarin de transactie plaatsvindt en de achterliggende reden (is bijvoorbeeld sprake van een gedwongen situatie of een vrijwillige transactie). De volgende opmerkingen van twee advocaten vatten een en ander treffend samen:

"Ik denk dat als je het echt hebt over een financieel geschil, dan zit het denk ik met name in het verschil in hoe je naar de business kijkt. Vooral in naar welke componenten gekeken wordt, en toekomstverwachtingen. Als je gaat waarden kijk je heel erg naar de toekomstverwachtingen, en daar kan door partijen heel verschillend naar gekeken worden. Je ziet dat daar altijd heel verschillende posities bij worden ingenomen. Dat heeft natuurlijk ook te maken met dat als je gaat kopen men een lage prijs wilt en bij het verkopen wil je een hoge prijs."

"De breuk in de relatie levert eigenlijk direct de twee voornaamste conflicten op. De situatie waarin partijen zitten zorgt ervoor dat er iemand moet vertrekken. Hierover kan discussie ontstaan. En vervolgens moet de waarde bepaald worden van de aandelen van de partij die wordt uitgekocht. En de waardering is natuurlijk het grote geschilpunt. Beide partijen willen hier namelijk zo voordelig mogelijk uitkomen."

Een *business valuator* stelde het als volgt:

"Aandeelhouders die uit elkaar willen, waarbij de ene de andere aandeelhouder uit kan kopen. Daar zit natuurlijk al een beetje de crux, want als je wil kopen dan

denk je misschien: ik wil het voor niet te veel kopen en verkopen wil je voor zo veel mogelijk verkopen. Dus daar zit al een ander perspectief in.”

De antwoorden van geïnterviewden lijken de hiervoor besproken biases te bevestigen, in het bijzonder de onbewuste positiebepaling van verkopers en kopers ten aanzien van de waarde (*buyer-seller* positie).

Aan participanten is ook gevraagd te reflecteren op de relatie advocaat-*business valuator*, in het bijzonder wat veelvoorkomende problemen en knelpunten in hun professionele omgang zijn. Een ruime meerderheid van de respondenten gaf aan dat ‘taal’ en ‘communicatie’ een belangrijk knelpunt kan vormen in bepaalde situaties. Het gaat dan om het begrijpen van de gekozen uitgangspunten, begrippen, maar ook het doel van de waardering vanuit het perspectief van de advocaat en het perspectief van de *business valuator*. Daar ontstaat regelmatig verschil van inzicht over. De volgende citaten zijn in die zin illustratief:

“Het is dus met name de taal en de begrippen die gebruikt worden. De termen, de manier van formuleren: dat heeft echt te maken met communicatie, om soms na te gaan wat precies bedoeld wordt. Je moet ervoor zorgen dat je allebei hetzelfde begrijpt van wat in het rapport staat.”

“Dat zit hem dus allemaal in dat punt (...), dat je elkaars taal niet spreekt.”

Deze vatten in onze ogen (indirect) samen hoe waarderingsgeschillen in rechte kunnen ontstaan en/of verergeren, of in elk geval tot ‘Babylonische spraakverwarring’ kunnen leiden, dat in het algemeen ook vertragend en/of conflictverhogend werkt.

Vervolgens is gevraagd wat in het algemeen beperkingen zijn van waarderingsrapporten in geschillen. Veel gehoorde antwoorden betreffen de ‘geloofwaardigheid’, althans het gebrek eraan. Het gaat dan om het feit dat een waardering toch als partijstandpunt wordt gezien, ondanks dat de *business valuator* heeft aangegeven onafhankelijk tot zijn oordeel te komen. Ook ‘gebrek aan motivering’ en een ‘onzorgvuldig proces’, evenals het feit dat de waardering slechts een ‘momentopname’ is, betroffen genoemde beperkingen, net als dat waarden gebaseerd is op ‘subjectieve’ aannames. De volgende citaten geven kleuring aan de opmerkingen:

“Ik denk dat de belangrijkste beperking is dat het altijd toch gezien wordt als een partijstandpunt. Ik weet niet of dat een beperking is of dat dat een feit is. Dat heeft denk ik ook erg te maken met hoe goed onderbouwd het rapport is.”

“En ik vind zelf vaak dat de aannames over de termijn waarop de discounted cashflow in acht is genomen, vind ik wat summier toegelicht. En ook de aannames die aan de disconteringsvoet ten grondslag liggen. Dat is toch vaak, wordt dat een beetje in zijn algemeenheid weggeschreven. Terwijl dat wel hele bepalende factoren zijn natuurlijk.”

“In een rapport zit wel een bepaalde subjectiviteit, maar dat is natuurlijk bij heel veel dingen zo. Een waardeerder maakt keuzes. Als een waardeerder bijvoorbeeld een inschatting moet maken van de verdien capaciteit dan pak je de inschatting van het management. Het management zegt: ‘Het is allemaal fantastisch en het gaat echt onwijs goed’, dan heb je al de eerste subjectieve factor in je rapport zitten. Je moet dus die assumpties gaan toetsen die dat bestuur daarvoor heeft gebruikt.”

“Kijk een rapport heeft altijd een beperking in die zin dat het is opgesteld vanuit een bepaald perspectief per een bepaalde datum. En dat moet ook duidelijk zijn in het rapport, hè? Dus het waarderingsrapport moet heel goed reflecteren op de vraag van de rechter en de uitgangspunten die de rechter heeft gedefinieerd, hè? En daar moet je bij aansluiten. En ja, een beperking van het rapport kan zijn, op het moment dat, dat zie je wel eens, dat uiteindelijk iemand zijn eigen waarheid in een rapport gaat stoppen.”

Aan geïnterviewden is ook gevraagd wat nodig is om de praktijk op het vlak van waarderingsgeschillen te verbeteren, mede in het licht van aandeelhoudersgeschillen. Veelgenoemde antwoorden kunnen als volgt worden samengevat: ‘betere onderbouwing en motivatie van gemaakte keuzes’, ‘opbouw en leesbaarheid verbeteren’ en qua schrijfstijl en uitleg ‘beter op de doelgroep toepassen’. Ook werd vele malen gesteld dat rapporten meer ‘inzichtelijk’ moeten zijn en ‘duidelijkheid’ moeten verschaffen over de genomen stappen. Uit de antwoorden komt ook het beeld naar voren dat – zoals hierboven ook al opgemerkt – de (professionele) taal van advocaten versus waarderingsdeskundigen afwijkt, evenals de wijze van opschrijven en onderbouwen. De volgende citaten zijn in die zin kenmerkend.

“Ik denk dat als wij als advocaten een partijdeskundige inschakelen het logisch is dat dat opgesteld wordt met een bepaald perspectief op de zaak, maar dit moet niet afdoen aan de logica van de waardering bijvoorbeeld en de onderbouwing die daaraan te geven is. Ik vind het heel prettig als valuatoren ook, en dat vinden rechters ook belangrijk, een degelijk rapport opstellen.”

“Dus je ziet daar wel eens dat iemand een rapport aflevert, maar eigenlijk niet goed omschrijft wat nou de onderzoeksopdracht is, hoe hij de opdracht heeft vervuld. Dat een rapport eigenlijk een beetje alle kanten op slingert. Dat zijn de

punten waar je in het kader van die waardering het meeste commentaar op hebt dan. Dat is dan overigens ook mijn rol, hè. Ik moet dan gas geven en zorgen dat dat rapport, wat heel ongunstig is voor mijn cliënt, weer van tafel gaat. Ik zeg wel eens dat, ook als de waarderingsgrondslagen en de assumpties die natuurlijk heel belangrijk voor de uitkomst zijn, zijn afgestemd de uitkomst veranderlijk is.”

“Het belangrijkste is dat er niet alleen een getal uitkomt en een berekening, maar dat er ook uitgelegd wordt hoe je op die berekening bent gekomen. En je moet natuurlijk gewoon uitleggen wat het proces is geweest, zodat dat toetsbaar is. Wat je eigenlijk moet doen is de toets voor de vernietiging van bindend advies toepassen. En daarin staat, in de wet staat gewoon, dat als een bindend advies naar inhoud of wijze van totstandkoming, als het onaanvaardbaar is om een wederpartij daaraan te houden, dan is dat vernietigbaar.”

“Het moet procedureel goed in elkaar zitten. Als je het hebt over een geschil situatie, ja, dan moeten beide partijen daar uiteindelijk, moet het door beide partijen gedragen worden. En uiteindelijk heb je eigenlijk als waardeerder bijna altijd de situatie dat geen van de partijen echt tevreden is. Is niet dat ik per definitie ergens tussenin kom, zeker niet, maar je ziet wel dat natuurlijk. Ja, partijen hebben een tegengesteld belang en die kiezen dus uitgangspunten die ja er eigenlijk voor zorgen dat, de uitkomst, het rekenkundige sommetje dan ofwel heel negatief uitkomt of heel positief. En wat je vooral gaat doen, is uitgangspunten zoeken, die redelijkerwijs verdedigbaar zijn en ook de meest logische uitgangspunten eigenlijk gegeven de omstandigheden die kies je en die ga je doorrekenen. En dan kom je ergens op. Maar ik vind het in ieder geval wel van belang dat het rapport en, dat is ook wel een redelijke open deur dat het gewoon voldoende gemotiveerd is, dus je kiest bepaalde uitgangspunten, Maar het moet voor iedereen die het leest helder zijn of, tenminste een derde, waarom je een uitgangspunt gekozen hebt.”

5. Samenvatting bevindingen en enkele afsluitende overwegingen

Het bovenstaande kan als volgt worden samengevat. Indien de gehanteerde waarderingstandaard onjuist is of verschillend wordt uitgelegd en inputvariabelen verkeerd worden gebruikt, in combinatie met onvoldoende onderbouwing van waarderingsstandaarden en Babylonische spraakverwarren tussen gebruikers van waarderingsstandaarden, dan valt het fundament onder de waarderingsuitkomst in zijn geheel weg. Dit fundament, en dientengevolge het toepassen van de juiste waarderingsstandaard, is om meerdere redenen van belang. Allereerst spelen waarderingsstandaarden een cruciale rol bij het waarborgen van de nauwkeurigheid en betrouwbaarheid van de waardebepaling, bijvoorbeeld in juridische procedures rondom gedwongen en semigedwongen uitkoop van aandeelhouders. Maar het

gaat tevens om de algehele acceptatie en het vertrouwen van *stakeholders*.¹⁵ Andere, meer algemene, redenen van het belang van duidelijke en herkenbare waarderingsstandaarden betreffen:

Consistentie: waarderingsstandaarden bieden een consistent kader voor het bepalen van de waarde van onderneming of de aandelen daarin, en consistentie draagt eraan bij ervoor te zorgen dat waarderungen op een vergelijkbare manier worden uitgevoerd, ongeacht wie de waardering uitvoert.

Transparantie: waarderingsstandaarden zorgen voor transparantie in het waarderingsproces. Deze schetsen duidelijk de methoden, procedures en bronnen die worden gebruikt om de waarde te bepalen zodat belanghebbenden de basis voor de waardering beter kunnen begrijpen.

Betrouwbaarheid: waarderingsstandaarden helpen ervoor te zorgen dat waarderungen op een betrouwbare manier worden uitgevoerd. Door vaste procedures te volgen en een consistente methodologie te gebruiken is de kans groter dat waarderungen accuraat en geloofwaardig zijn voor het nemen van weloverwogen beslissingen.

Vertrouwen: waarderingsstandaarden zorgen voor vertrouwen in het waarderingsproces. Door een reeks duidelijke en consistente normen vast te stellen, kunnen belanghebbenden meer vertrouwen hebben in de uitkomst en de beslissingen die zij op basis van die uitkomst nemen. Ook het marktvertrouwen wordt in stand gehouden door ervoor te zorgen dat waarderungen op een consistente en transparante manier worden uitgevoerd. Dit draagt bij aan een efficiënte en effectieve werking van markten, wat uiteindelijk de economische stabiliteit en groei bevordert.

Ethische overwegingen: waarderingsstandaarden omvatten veelal richtlijnen voor ethisch gedrag, zoals het vermijden van belangenconflicten, het waarborgen van vertrouwelijkheid en het vermijden van vooringenomenheid (biases). Deze normen helpen ervoor te zorgen dat waarderungen op een eerlijke en onpartijdige manier worden uitgevoerd.

15 Zo blijkt bijvoorbeeld uit empirisch onderzoek onder financieel managers dat zij meer vertrouwen hebben in een waarderingsrapport wanneer deze is geborgd door geharmoniseerde waarderingsstandaarden. Zie onder meer M.J.R. Broekema, O. Perepechko & K. Rabel, 'On the Role of Business Valuation Standards from the Perspective of End-users', *BewertungsPraktiker* 03/2021, p. 66-73.

Het zal duidelijk zijn dat indien het helderder is wat het beoogde kader van de waardering is, en de fundamentele uitgangspunten van de waardering juist worden toegepast, dit de geloofwaardigheid en acceptatie van de uiteindelijke waarderingsuitkomst bevordert.¹⁶ Het is wat ons betreft aan advocaten en *business valuers*, werkzaam in de Nederlandse praktijk van aandeelhoudersgeschillen bij (semi)gedwongen overdracht bij uitkoop (in brede zin) van (een) aandeelhouder(s), om gezamenlijk tot een protocol te komen waarin het kader en de uitgangspunten worden vastgelegd.

16 Een eerder algemeen onderzoek naar uniforme waarderingstandaarden van Gonella & Talarico (2018) onderschrijft deze stelling. Zie bijvoorbeeld E. Gonella & L. Talarico, 'Regulation in Business Valuation: The Case of the International Valuation Standards Council', *Research Journal of Finance and Accounting* vol. 9, no. 16 (2018), p. 102-115.