

WAARDERINGSKWESTIES BINNEN DE GESCHILLENREGELINGSPROCEDURE: EEN PERSPECTIEF OP NOODZAKELIJKE VERBETERING

1 Introductie

Binnen het recht dient regelmatig een waardering van de aandelen in een vennootschap plaats te vinden. In sommige situaties bevatten de aandeelhoudersovereenkomst of statuten van een vennootschap aanwijzingen ten aanzien van de vraag wanneer een waardering noodzakelijk is, evenals welke procedures dienen te worden gevolgd voor de wijze van waarderen. In andere situaties bepaalt de rechter de waarde van de aandelen in de vennootschap en afgeleid daarvan de prijs, bijvoorbeeld binnen de zogenoemde uitkoopregeling of geschillenregeling. In die situaties kan de rechter zich laten overtuigen c.q. informeren door de stukken die worden voorgelegd, zoals bijvoorbeeld waarderingsrapporten opgesteld door partijdeskundigen. Indien de rechter twijfelt of andere moverende redenen heeft, kan een beroep worden gedaan op onafhankelijke waarderingsdeskundigen die door hemzelf worden benoemd om zo een onpartijdig perspectief op de waarde te krijgen.

Ondanks dat een uitputtende hoeveelheid literatuur beschikbaar is over hoe men in technische zin dient te waarderen en het feit dat waarderingsgrondslagen veelal zijn vastgelegd in formele en informele beginselen, procedures en richtlijnen die vervolgens hun uiting vinden in waarderingsstandaarden, blijkt in de praktijk dat waarderingsmethoden die zijn opgesteld per dezelfde peildatum en tevens zijn gebaseerd op de dezelfde waarderingsmethode meestal sterk van elkaar verschillen in uitkomst, wat niet zelden het geschil tussen partijen doet voortduren en in sommige gevallen zelfs vergroot. Voor rechters levert dit tegelijkertijd hoofdbrekens op, want waarop kan en mag worden vertrouwd?

Deze bijdrage richt zich op aspecten en problemen ten aanzien van de waardering van aandelen binnen de geschillenregeling, en dan met name hoe deze zich verhou-

1 Dr. M.J.R. Broekema RV is managing director bij Kroll en tevens universitair docent aan de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de Universiteit Leiden. Hij is daarnaast raad (plv.) in de Ondernemingskamer van het Hof Amsterdam, lid van de Raad van Tucht en Beroep van het NiRV en co-chair van de Europe Committee van de IVSC.

2 Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel en gebaseerd op de voordracht van de auteur tijdens het seminar van de Vereniging *Corporate Litigation* op 15 november 2023 over de voorstellen voor een nieuwe geschillenregeling.

den tot het recent gepubliceerde voorontwerp rondom aanpassing van de geschillen-regelingsprocedure, de zogenoemde ‘Wagevoe’. Ten overvloede, deze gelegenheid biedt bij uitstek de mogelijkheid om stappen te zetten richting verbetering en ver-ankering van het waarderingsproces in rechte.

2 Oorzaken van waarderingsdiscussies

Geredeneerd vanuit de waarderingsprofessie is er een aantal onderwerpen dat van fundamenteel belang is voor het voorontwerp en met name de werking van de voorgestane wijzigingen in de praktijk. Immers, de waardering van de aandelen in de vennootschap kan worden gezien als de uiteindelijke kwantificering van hoe partijen binnen de geschillenregeling uit elkaar gaan en is daarom één van de sluitstukken van de procedure. Het is in die zin dan ook opvallend dat het thema waarden tot nu toe slechts summier aandacht heeft gekregen in de discussies rondom de nieuwe regeling. Hoe dan ook, de belangrijke onderwerpen vanuit een waarderingsperspectief betreffen (i) de robuustheid, (ii) de toetsbaarheid, en (iii) de herleidbaarheid van de waarderingsuitkomst, ofwel de objectiviteit. Deze criteria zijn uiteraard van belang bij alle waarderingsrapporten, maar zijn cruciaal bij waarderingsrapporten opgesteld door een door de rechter benoemde deskundige omdat hier meestal op wordt gesteund. De praktijk laat echter zien dat veel waarderingsrapporten – ook die van door de rechter ingeschakelde deskundigen – beperkt robuust, toetsbaar en herleidbaar zijn, wat resulteert in (nog meer) wantrouwen, tijdsverlies, en vaak onnodige discussies tussen en met partijen.

Er zijn verschillende redenen die hieraan ten grondslag liggen. Allereerst laat de praktijk zien dat begrippen als waarde en prijs vooral worden gebaseerd op neoklassieke financieringstheorieën die ook van toepassing zijn op aandelenwaarderingen, zoals de zogeheten *Modern Portfolio Theory*, de *Efficient Market Hypothesis* en het *Capital Asset Pricing Model*. Zonder gedetailleerd in te gaan op deze theorieën, hebben ze met elkaar gemeen dat in de basis wordt verondersteld dat marktparticipanten rationeel zijn, en dat de financiële markten eerlijke prijzen genereren die dicht bij de wezenlijke waarde van de onderliggende activa liggen. Ondanks deze rationele grondhouding kan in de praktijk echter worden geconstateerd dat regelmatig sprake is van falen gelet op de vele marktanomalieën en beurscrashes in de loop van de (economische) geschiedenis. Kennelijk zijn deze complexe en geavanceerde theorieën op zichzelf niet genoeg om de wereld om ons heen te verklaren, laat staan om 100% zuivere, rationele waarderingsrapporten uit te voeren. Bovendien, al zouden deze theorieën wél werken en zouden waarderingsdeskundigen zich in hun werk hier volledig op baseren, dan nog zullen in de praktijk problemen voor komen. Zo volgt uit een in 2014 gehouden internationale studie onder Europese waarderingsdeskundigen

dat zij regelmatig onbewust de waarderingstheorie verkeerd toepassen bij de totstandkoming van hun waarderingssuitkomst.³

Daarbij speelt nog een ander probleem, namelijk dat gelet op de vele keuzes die waarderingssdeskundigen dienen te maken ten aanzien van de verschillende parameters van een waardering, zij het vaak lastig vinden te bepalen *hoe* zij schattingen moeten doen voor belangrijke parameters in het waarderingssmodel, met als gevolg vaak grote verschillen in de hoogte van de diverse waarderingssparameters en daardoor in de waarderingssuitkomst. Het slechte nieuws is dan ook dat twee willekeurig gekozen professionele waarderingssdeskundigen kunnen komen tot sterk verschillende uitkomsten ondanks het gebruik van hetzelfde waarderingssmodel, wat wijst op een grote kloof tussen het theoretische waarderingssraamwerk en het uiteindelijke gebruik ervan. Interessant in de context van deze bijdrage is dat de onderzoekers constateerden dat de meeste verschillen die zij identificeerden konden worden toegeschreven aan een gebrek aan duidelijke richtlijnen.⁴

Een andere verklaring voor sterk uiteenlopende waarderingssuitkomsten is het bestaan van *biases*, oftewel systematische patronen van irrationaliteit. Deze biases en de effecten daarvan op de menselijke besluit- en oordeelvorming is een bekend gegeven in de maatschappij – denk bijvoorbeeld aan het fenomeen van *hindsight bias*, waarbij mensen met de kennis van een ramp of crisis achteraf stellen dat de gebeurtenis verklaarbaar was en volstrekt logisch, of *anchoring bias* waarbij mensen kennismaken van een getal of informatie en daaraan vasthouden als een soort van ‘anker’ bij besluit- of oordeelsvorming ook wanneer dit getal of de informatie slechts beperkt relevant is – maar deze spelen ook een prominente rol bij het opstellen én beoordelen van waarderingssuitkomsten in rechte. Een voorbeeld hiervan is een kwestie die in 2022 speelde bij de Delaware Court of Chancery.⁵ Deze bedrijvenrechter in de Verenigde Staten oordeelde in een zaak rondom de uitkoop prijs van minderheidsaandeelhouders in een telecomoperator – die vonden dat zij een oneerlijke prijs kregen betaald – dat de koper niet had aangetoond dat de uitkoop het resultaat was van een eerlijke prijs en eerlijk proces, en dat de minderheidsaandeelhouders recht hadden op schadevergoeding. De koper stelde echter dat de prijs die zij had betaald was bepaald door een onafhankelijke waarderingssdeskundige, en daarmee *fair*. Interessant hierbij is dat de rechter expliciet opmerkte dat waarderingssdeskundigen bij de totstandkoming van hun waarderingssuitkomsten worden beïnvloed door de belangen van de partij die hen inhuurt, zelfs wanneer deze waarderingssdeskundige

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

4 Zie ook: A.N. Labohm, M.J.R. Broekema & J.A.A. Adriaanse, ‘Waarderen van familiebedrijven in de context van crisis: Een complexe materie voor de juridische praktijk’, *Fiscaal tijdschrift vermogen* 2021(9): 16-29.

5 *In re Cellular Tel. P’ship Litig.*, C. A. 6885-VCL (Del. Ch. Mar. 9, 2022).

ogenschijnlijk optreedt als onafhankelijk deskundige. In eerder onderzoek van Universiteit Leiden (waaraan de Delaware rechter refereerde) is dit fenomeen *engagement bias* genoemd, een onbewuste denkfout waardoor zowel partijdeskundigen als onafhankelijke waarderingsdeskundigen bevooroordeeld kunnen zijn als gevolg van de belangen en/of uitgesproken verwachtingen van hun cliënt of opdrachtgever.⁶

Een andere oorzaak voor sterk uiteenlopende waarderingsuitkomsten in de praktijk betreft de zogenoemde subjectiviteit van waarde. Doordat het waardebegrip in essentie een *ex ante*-begrip is en iedereen op een verschillende wijze kan kijken naar het nut van een bepaald economisch object, bijvoorbeeld een onderneming, menen waarderingsdeskundigen niet zelden dat de waarderingsuitkomst simpelweg sterk mag verschillen, ondanks het hanteren van dezelfde peildatum en dezelfde waarderingsmethode. Deze gedachte is gebaseerd op een economische stroming waarbij het principe van het menselijk handelen de kern van de economie vormt, en waarbij investeerders te allen tijde handelen om in een betere situatie en positie te komen. Deze theorie, beter bekend als ‘Oostenrijkse School’, wijkt fundamenteel af van de eerdergenoemde neoklassieke theorie waarbinnen prijzen juist worden bepaald door de krachten van vraag en aanbod. De absolute waarde bestaat dan ook niet binnen deze stroming, maar is gestoeld op een persoonlijke, subjectieve, waardeschaal. Binnen de vele conflicten die zich in de praktijk voordoen over waarderingsuitkomsten wordt dan ook niet zelden het argument van subjectiviteit opgeworpen om verschillen in waarderingsuitkomsten te rechtvaardigen, echter wordt hierbij vaak – bewust of onbewust – vergeten deze subjectiviteit te objectiveren of te rationaliseren. Daarnaast neigt de argumentatie rondom subjectiviteit vaak richting de gewenste waarde voor de opdrachtgever. De noodzakelijke objectivering kan overigens voor een deel al worden aangebracht door ervoor zorg te dragen dat informatieasymmetrie tussen partijen zo veel mogelijk wordt gemitigeerd, zodat de totstandkoming van de waarderingsuitkomst en de oordeelsvorming daaromheen ten minste op basis van dezelfde informatie heeft kunnen plaatsvinden. Iets dat, hoewel het logisch lijkt, in de praktijk echter niet vanzelfsprekend is.

Ten slotte, een meer algemeen-juridisch aspect dat bijdraagt aan een vaak beperkte robuustheid, toetsbaarheid, en herleidbaarheid van een waarderingsrapport en diensengevolge de waarderingsuitkomst, is het ontbreken van duidelijke waarderingsrichtlijnen en standaarden in de wet. Art. 2:339 BW lid 1 stelt “*Indien de vordering wordt toegewezen benoemt de rechter een of meer deskundigen die over de prijs schriftelijk bericht moeten uitbrengen.*” Indien in de statuten van de vennootschap of in een nadere overeenkomst echter geen grondslagen voor de waardering van de aandelen zijn overeengekomen, dan geeft de wetgever in die zin uiterst summier aan-

6 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* 2022, 23(1): p. 23-42.

wijzingen voor de wijze van waarderen. De geschillenregeling verwijst weliswaar naar de begrippen prijs en waarde, maar geeft verder niet aan wat hiermee precies wordt bedoeld, hoe deze begrippen zich tot elkaar verhouden, noch wordt duidelijk wat concreet het waarderingskader dient te zijn.⁷ Laat staan dat iets is terug te vinden over het voorkomen van *biases* en informatieasymmetrie.

Het gebruik van duidelijke waarderingsrichtlijnen in de praktijk is, samenvattend, van belang om verschillende redenen. Allereerst vanwege noodzakelijke *consistentie* doordat waarderingsrichtlijnen een kader bieden voor het bepalen van de ondernemingswaarde en de aandelenwaarde wat vervolgens eraan bijdraagt dat waarderungen op een vergelijkbare manier worden uitgevoerd, ongeacht wie de waardering uitvoert. Ten tweede dragen waarderingsrichtlijnen bij aan de noodzakelijke *transparantie* van het waarderingsproces opdat de gebruikte methoden, procedures en bronnen bij het bepalen van de waarde door belanghebbenden beter kunnen worden begrepen. Ook zorgen waarderingsrichtlijnen ervoor dat waarderungen op een *betrouwbare* manier worden uitgevoerd zodat door het volgen van vaste procedures de kans groter is dat waarderungen *accuraat* en *geloofwaardig* zijn. Maar ook kunnen waarderingsrichtlijnen zorgen voor verhoging van het algehele *vertrouwen* in het waarderingsproces. Ten slotte, waarderingsrichtlijnen kunnen ook bijdragen aan het vergroten van het *ethisch gedrag*, zoals het vermijden van belangenconflicten en (onbewuste) vooringenomenheid, de eerdergenoemde *biases*.

Op dit moment heeft de waarderingsdeskundige feitelijk alle vrijheid, in acht nemende de verschillende oorzaken die een waarderingsuitkomst kunnen doen wankelen. Deze constatering wringt met de gedachte dat de rechter, behoudens statutaire bepalingen of overeenstemming tussen partijen, een deskundige dient aan te stellen en vervolgens een billijke prijs dient vast te stellen, waarbij hij zal steunen op deze deskundige. Daarbij, deze deskundige dient in het kader van de geschillenregeling niet alleen de waarde van de aandelen te bepalen, maar hij dient in sommige situaties ook onrechtmatige gedragingen die van invloed zijn op de waarde van de aandelen te betrekken, alsmede de effecten van bepaalde gebeurtenissen op de aandelenwaarde tussen het moment waarop het geschil ontstond en de peildatum. Dit is geen sinecure en de wijze waarop de waarderingsdeskundige dit thans doet is vormvrij. Als gezegd, zowel de wet als de Nederlandse waarderingspraktijk hanteert geen enkele richtlijn, voorschrift, standaard, protocol, of enige norm waaraan het waarderingsrapport dient te voldoen. Dit in tegenstelling tot bijvoorbeeld de totstandkoming van de jaarrekening van een vennootschap waarbij in de accountantspraktijk middels algemeen geldende richtlijnen afspraken zijn gemaakt over hoe deze bijvoorbeeld in te richten en op welke wijze normen dienen te worden ingevuld. Het maatschappelijk verkeer zou,

7 Zie ook: J. van Borssum Waalkes & E. van der Schans, 'Prijs- en waardebepaling van aandelen in besloten vennootschappen in ondernemingsrechtelijke procedures', *Onderneming en Financiering* 2014, (2)2: 55-73.

met andere woorden, baat hebben bij algemeen geaccepteerde grondslagen rondom de totstandkoming van een waarderingsrapport dat in rechte wordt ingebracht.

3 Conclusie

De huidige geschillenregeling is een lange procedure die geduld vraagt van aandeelhouders terwijl ze juist op zoek zijn naar een situatie waarin een einde hieraan komt, en wel zo snel mogelijk. Het in zijn geheel onderbrengen van de geschillenregeling bij de Ondernemingskamer zal ongetwijfeld bijdragen aan de effectiviteit en snelheid van de procedure. Indien de waardering dan ook nog eens voldoet aan robuuste, toetsbare, en herleidbare grondslagen en richtlijnen, en waarbij belanghebbenden zijn verzekerd van het kunnen kennisnemen van dezelfde informatie welke wordt gebruikt bij de waardering dan zal dit de effectiviteit van de geschillenregeling verder verhogen en het verschil in waarderingsuitkomsten kunnen objectiveren en mogelijk terugbrengen naar te beredeneren proporties. Het is dan ook van belang dat de waarderingspraktijk de handschoen oppakt en in het licht van de geschillenregeling werkt aan noodzakelijke verbetering van het waarderingsproces in rechte middels richtlijnen, in samenspraak met de juridische praktijk en eventueel de wetgever.