

Symposiumverslag ‘Waarborgen bij aandelenwaarderingen in het ondernemingsrecht’

*Mr. C.W. Rebel**

Deze bijdrage bevat een verslag van het symposium ‘Waarborgen bij aandelenwaarderingen in het ondernemingsrecht’ georganiseerd door de Universiteit Utrecht. De auteur geeft een inhoudelijk overzicht van de plenaire voordrachten die tijdens dit symposium zijn gegeven.

1 Inleiding

De vaststelling van de prijs van aandelen vormt het sluitstuk van diverse ondernemingsrechtelijke procedures en regelingen, meer in het bijzonder (1) de geschillenregeling (art. 2:339 e.v. BW), (2) de (bijzondere) uitkoopprocedure (art. 2:92a/201a lid 5 en 2:359c lid 4 BW) en (3) de aanbiedingsregeling (art. 2:195 lid 1 BW). Bij gebreke aan partijovereenstemming of referentiepunten voor vaststelling van de aandelenprijs (zoals een openbaar bod of een beurskoers) zijn aandeelhouders in besloten verhoudingen aangewezen op statutaire en contractuele prijsvaststellingsbepalingen en de ter zake doende expertise van een of meer (onafhankelijke) waarderingsdeskundigen.

Waardering van het aandeel – net als de waardering van elk ander vermogensrecht – is een inherent subjectief proces, zodat redelijke mensen hierover van mening kunnen (en zullen) verschillen. Bij dit gegeven zal zelfs de meest bekwame waarderingsdeskundige zich moeten neerleggen. Om niettemin tot een (geobjectieerde) prijsvaststelling te komen, voorziet de waarderingspraktijk in een waaier aan (rekenkundige) waarderingsmethoden.¹ Door dit huwelijk tussen subjectiviteit en methodiek omschrijft men het waarderingsproces als ‘*both art and science*’. Het waarderingsproces alsook de waarborgen waarmee dat proces is omkleed roepen belangrijke vragen op

voor de rechtspraktijk en verworden dikwijls tot onderwerp van geschil.² Vennootschapsjurist, let u op?

Op 1 november 2023 werd daarom het symposium ‘Waarborgen bij aandelenwaarderingen in het ondernemingsrecht’ georganiseerd. Dit symposium volgt op een breder onderzoek naar waarborgen van aandeelhouders bij aandelenwaardering, dat is uitgevoerd door mr. dr. J.E.C. Gulyás en prof. mr. E.C.H.J. Lokin.³ Zowel het onderzoek als het aansluitende symposium is mede mogelijk gemaakt door het Utrechtse advocatenkantoor Finch Dispute Resolution, het Utrecht Centre for Accountability and Liability Law (UCALL) en het Empirical Research Institute (ERI) van de Universiteit Utrecht. Gedurende deze middag werden waarderingsvraagstukken bij vrijwillige en onvrijwillige aandelenoverdracht vanuit verschillende – voor de rechtspraktijk relevante – perspectieven belicht.

Het symposium werd geopend met een bijdrage van mr. dr. J.E.C. Gulyás, met een (empirisch) rechtswetenschappelijk perspectief op de aandelenwaardering. Hierop volgde het perspectief van de waarderingsdeskundige aan de hand van een bijdrage van mr. drs. T.P. de Jong⁴ en vervolgens het perspectief van de advocatuur in de vorm van een processtrategisch voorstel door mr. D.M.H. de Leeuw en mr. dr. M. Mussche.⁵ De middag werd afgesloten met het perspectief van de rechterlijke macht, aan de hand van een voordracht van prof. mr.

* Mr. C.W. Rebel is als promovendus ondernemingsrecht verbonden aan de Universiteit Utrecht.

1 Zie over de verhouding tussen waarderingsmethoden en juridische uitgangspunten W.P. Verbeek & A.C.W. Pijls, De waardering van niet-beursgenoteerde aandelen in juridische procedures. Over juridische uitgangspunten die onderling inconsistent zijn, *Ondernemingsrecht* 2023/96, p. 678-685.

2 Bijv. Hof Amsterdam (OK) 30 april 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:1535, JOR 2019/187 (Bloembollenbedrijf Bouwer), Hof Amsterdam (OK) 3 september 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:3222, JOR 2020/59 en Hof Amsterdam (OK) 21 september 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:3095, JOR 2022/34 (Xeikon).

3 Mr. dr. J.E.C. Gulyás is onderzoeker bij het Utrecht Centre for Accountability and Liability Law (UCALL) en het Empirical Research Institute (ERI) van de Universiteit Utrecht. Prof. mr. E.C.H.J. Lokin is hoogleraar ondernemingsrecht aan de Universiteit Utrecht, onderzoeker bij UCALL en hoofdredacteur van dit tijdschrift.

4 Mr. drs. T.P. de Jong is partner/waarderingsdeskundige bij Sman Business Value.

5 Mr. D.M.H. de Leeuw en mr. dr. M. Mussche zijn beiden partner/advocaat bij Finch Dispute Resolution.

J.H.M. Willems.⁶ Na de plenaire bijdragen was er ruimte voor discussie ter reflectie op de uitgelichte perspectieven en hun raakvlakken.

2 Het perspectief van de rechtswetenschapper: aandelenwaarderingen in het ondernemingsrecht – rode draden bij statutaire prijsbepalingen, geschillenregeling en uitkoopprocedure

In zijn bijdrage bespreekt Gulyás het door hem en Lokin uitgevoerde onderzoek naar de waarborgen voor (minderheids) aandeelhouders bij aandelenwaardering in het kader van (1) de aanbiedingsregeling, (2) de geschillenregeling en (3) de uitkoopprocedure. Daarbij wordt opgemerkt dat aandelenoverdracht in het kader van de uitstoot- en uitkoopprocedure een onvrijwillig (onteigenend) karakter heeft en dat bij de aanbiedingsregeling en het gezamenlijke verzoek tot uittreding sprake is van vrijwillige overdracht.⁷ Daarbij merken Verbeek en Pijls op dat het ‘vrijwillige’ karakter daarvan niet wegneemt dat de verkopende aandeelhouder in het kader van de aanbiedingsregeling zijn aandeel naar waarschijnlijkheid liever op de markt had aangeboden, en dat de verkopende aandeelhouder in het kader van een uittredingsprocedure zijn aandeel in de eerste plaats liever had behouden.⁸ In beide gevallen is sprake van beperkte contractsvrijheid, waardoor de onderzochte waarborgen ook in deze procedures van belang zijn.

Gulyás vangt aan met een cijfermatig overzicht over de relevantie van het deskundigenbericht in de genoemde procedures. Voor de aanbiedingsregeling geldt als wettelijk uitgangspunt dat de prijsvaststelling wordt uitgevoerd door een of meer onafhankelijke waarderingsdeskundigen, tenzij in een afwijkende statutaire of contractuele prijsbepalingsregeling is voorzien (art. 2:195 lid 1 en 4 BW). Uit het statutenonderzoek (n = 471) volgt dat bij alle onderzochte statuten met een blokkeringsregeling een of meer deskundigen kunnen of moeten worden ingeschakeld om de prijs te bepalen. Er is daarbij geen bepaling aangetroffen waarin de prijsvaststelling geheel zonder (mogelijke) benoeming van (een) deskundige(n) plaatsvindt, hetgeen het belang van de waarderingsdeskundige bij statutaire aanbiedingsregelingen onderstreept. Bij alle onderzochte statuten komen de deskundigen overigens pas in beeld indien partijen niet zelf tot een (minnelijke) prijsvaststelling zijn gekomen.

Bij de geschillenregeling geldt het uitgangspunt dat de rechtbank,⁹ bij toewijzing van een vordering tot uittreding of uit-

stoting of bij aanvang van het gezamenlijke verzoekschrift tot uittreding, een of meer deskundigen benoemt.¹⁰ Uit het rechtspraakonderzoek (n = 82) volgt dat in gevallen met een toewijzend vonnis rechters in de regel overgaan tot de benoeming van een of meer deskundigen. Benoeming bleef achterwege in kortgedingzaken en gevallen waarin de waarde van het aandeel niet in verhouding stond tot de kosten van een deskundigenbericht.

Met betrekking tot de (bijzondere) uitkoopprocedure neemt de wet als uitgangspunt dat de Ondernemingskamer een discretionaire bevoegdheid heeft ten aanzien van de benoeming van een waarderingsdeskundige (art. 2:92a/201a en 2:359c BW). Uit het rechtspraakonderzoek volgt volgens Gulyás dat in minder dan de helft van de onderzochte uitkoopprocedures (n = 66) een of meer waarderingsdeskundigen zijn benoemd. Mede gelet op de kosten die met het deskundigenbericht gemoeid zijn, stelt de Ondernemingskamer voor zover mogelijk zelfstandig – dus zonder tussenkomst van een waarderingsdeskundige – de prijs van de aandelen vast. De Ondernemingskamer wordt hiertoe in staat geacht, gelet op (1) haar specialistische aard en samenstelling en (2) de beschikbaarheid van objectieve referentiepunten voor prijsvaststelling in een uitkoopprocedure (bijvoorbeeld een uitgebracht openbaar bod of een billijk prijsvermoeden). Tot slot wordt gewezen op het feit dat de uitkoopprocedure veelal in verstek wordt gewezen, waardoor verweer tegen de prijsvaststelling bij de uitkoopprocedure kan ontbreken en de Ondernemingskamer om die reden sneller bij de (onbetwiste) gevorderde prijs kan aansluiten.

Na bespreking van de relevantie van het deskundigenbericht, wordt vervolgd met de bespreking van waarborgen rondom de benoeming en werkwijze van de deskundige(n). Een eerste categorie aan waarborgen volgt uit de instantie die overgaat tot selectie en benoeming van de deskundige. Bij de aanbiedingsregeling geldt als gesteld het uitgangspunt dat partijen zelf een deskundige benoemen; indien zij hier niet uit komen, wordt doorgaans bij statuten of aandeelhoudersovereenkomst een onafhankelijke instantie aangewezen voor benoeming. Daarvoor richten partijen zich in de regel tot de rechtbank, de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie (KNB) en in mindere mate tot het Nederlands Instituut voor Register Valuatoren (NIRV), het Netherlands Arbitration Institute (NAI) en de Koninklijke Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA).¹¹ Bij de geschillenregeling (art. 2:339 lid 1 BW), de uitkoopprocedure (art. 2:92a/201a lid 5 BW) en de bijzondere

6 Prof. mr. J.H.M. Willems is bijzonder hoogleraar Corporate Litigation aan de Rijksuniversiteit Groningen en oud-voorzitter van de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam.

7 Zie uitgebreid J.E.C. Gulyás & E.C.H.J. Lokin, De prijsvaststelling van aandelen bij vrijwillige overdracht. Een statutaire verkenning naar de rol van de deskundige (deel I), *MvO* 2023, afl. 5-6, p. 118-132.

8 Verbeek & Pijls 2023, p. 676-677.

9 Hoger beroep kan bij de geschillenregeling uitsluitend worden ingesteld bij de Ondernemingskamer (art. 2:336 lid 3 BW). Partijen kunnen in een afwijkende regeling opteren voor behandeling door de Ondernemingskamer in eerste instantie (art. 2:337 lid 2 BW).

10 Indien de (statutaire) blokkeringsregeling een rechterlijke prijsvaststelling redelijkerwijs mogelijk maakt, is de rechtbank niet verplicht tot benoeming van (een) deskundige(n). Zie HR 21 januari 2005, *ECLI:NL:HR:2005:AR6028*, NJ 2005/126 m.nt. Maeijer (Hoffman Beheer), r.o. 3.3.2.

11 Gewezen wordt op het besluit van de Kamer van Koophandel (KvK) om met de deskundigenbenoeming te stoppen. De resterende instanties (KNB, NAI, NBA en NIRV) hebben de plek van de KvK wat betreft deskundigenbenoeming sindsdien overgenomen. Persbericht KvK van 20 november 2013. Zie voorts S. Nijhuis & P.P. de Vries, De benoeming van de onafhankelijke deskundige bij prijsbepaling van aandelen, *WPNR* 2014, afl. 7031, p. 821 e.v.

uitkoopprocedure (art. 2:359c lid 6 BW) komt de bevoegdheid tot benoeming van waarderingsdeskundigen dwingend-rechtelijk toe aan de rechtbank of de Ondernemingskamer.

Een tweede categorie aan waarborgen volgt uit het aantal benoemde deskundigen, hetgeen volgens Gulyás een inhoudelijke, maar kostbare manier is om de kwaliteit van het deskundigenbericht te waarborgen. In de onderzochte procedures en regelingen zwijgt de wet over het aantal te benoemen deskundigen, maar niettemin worden in statutaire aanbiedingsregelingen veelal drie deskundigen benoemd. Bij de geschillenregeling en de uitkoopprocedure wordt, gelet op de beheersbaarheid van de kosten van de procedure, in de regel één deskundige benoemd.¹² Bij de vaststelling van het aantal deskundigen wordt steeds uitgegaan van een oneven aantal deskundigen, zodat impasses als gevolg van het deskundigenbericht worden voorkomen.¹³

Een derde categorie aan waarborgen is gelegen in onafhankelijkheids- en deskundigheidsvereisten met betrekking tot (de persoon van) de waarderingsdeskundige. Het belang van dergelijke kwaliteitsvereisten neemt toe in gevallen waarin slechts één deskundige is benoemd; in zulke gevallen speelt het subjectiviteitselement namelijk een grotere rol in het waarderingsproces. In de regel geldt voor de aanbiedingsregeling het vereiste van onafhankelijkheid van de waarderingsdeskundige. Het staat partijen niettemin vrij om een afwijkende statutaire of contractuele regeling op te nemen (art. 2:195 lid 4 BW). Uit het statutenonderzoek volgt dat men zich in een op de vier gevallen bedient van deze afwijkingmogelijkheid door verwijzing naar de onafhankelijkheid van de deskundigen weg te laten. Voor wat betreft de deskundigheid gelden bij de wettelijke aanbiedingsregeling geen dwingende vereisten. In een beperkt aantal gevallen bevatten de statuten een zogenoemde beroepseis, waarin wordt bepaald dat de benoemde deskundige een accountant of registervaluator moet zijn.¹⁴ In het kader van een geschillenregeling of uitkoopprocedure wordt een gerechtelijk deskundige geacht zijn opdracht onpartijdig en naar beste weten te volbrengen (art. 198 lid 1 Rv).¹⁵

Als vierde categorie waarborgen gelden bepalingen over kosten. Volgens Gulyás dragen kostenbepalingen in belangrijke mate bij aan de tijdige totstandkoming van het deskundigen-

bericht, doordat daarmee duidelijkheid wordt verschaft over de verdeling van de (doorgaans aanzienlijke) kosten van het deskundigenbericht. Bij gebreke aan een wettelijke kostenverdeling voor de aanbiedingsregeling volgt uit het statutenonderzoek dat een aanzienlijke meerderheid van de statuten een kostenbepaling bevat. Bij de geschillenregeling wordt voor de kostenverdeling aangesloten bij het uitgangspunt van artikel 195 Rv, waarin is bepaald dat de eisende partij de kosten voor het deskundigenbericht in beginsel voorschiet. Uit artikel 2:340 lid 1 BW volgt dat toekenning van de totaalkosten ter discretie is van de rechter.

Een vijfde en laatste categorie waarborgen ziet op de opdrachtverlening aan de waarderingsdeskundigen en de reikwijdte van het waarderingsonderzoek. Hiervoor gelden geen bijzondere wettelijke aanknopingspunten. Voor de geschillenregeling en uitkoopprocedure zijn in de jurisprudentie uitgangspunten ontwikkeld voor de te hanteren waarderingsmaatstaf,¹⁶ peildatum¹⁷ en *pro rata parte*-benadering.¹⁸ Gulyás merkt naar aanleiding van het statuten- en jurisprudentieonderzoek op dat de opdrachtverlening door partijen en rechters in de regel beperkt en ongespecificeerd is. Deze open vraagstelling valt volgens Gulyás te verklaren door een gebrek aan technische kennis over waarderingsvraagstukken bij partijen en (niet-gespecialiseerde) rechters. Dit heeft tot gevolg dat betrokkenen zich verlaten op de kennis en kunde van de betrokken deskundige(n). Hoewel enige discretie voor de deskundige op zijn plaats lijkt, kan een (te) open vraagstelling in een later stadium tot discussie leiden. Gulyás beveelt betrokkenen daarom aan om zowel materiële als procedurele aspecten van het waarderingsproces op voorhand af te bakenen; temeer nu sturing van de deskundige tijdens en na het waarderingsproces niet of slechts in geringe mate mogelijk is.¹⁹

Tot besluit merkt Gulyás op dat partijen en rechters, bij gebrek aan objectieve referentiepunten, in aanbiedings- en geschillenregelingen sterk leunen op de betrokkenheid van een deskundige voor waardebeoordeling van de aandelen. De werkwijze van deze deskundige is echter noodzakelijkerwijs subjectief. Om tot een geobjectiveerd en gedragen waarderingsproces te komen dienen alle betrokken stakeholders (partijen, rechters, waarderingsdeskundigen) de prijsvaststelling op voorhand van duidelijke afspraken en kaders te voorzien.

12 Zie C.D.J. Bulten, De geschillenregeling ten gronde (diss. Nijmegen; VDHI nr. 108), Deventer: Kluwer 2011, p. 170-172.

13 Zie bijv. art. 2:92a/201a lid 5 BW, waarin wordt vastgesteld dat de Ondernemingskamer voor de prijsvaststelling in een uitkoopprocedure een of drie deskundigen kan benoemen.

14 De registervaluator-titel is een beschermde beroepstitel voor financieel deskundigen gespecialiseerd in bedrijfs- en aandelenwaardering. Uit de rechtspraak van de geschillenregeling en uitkoopprocedure blijkt dat de benoemde deskundige regelmatig een registervaluator is, gelet op diens specifieke deskundigheid ten aanzien van aandelenwaardering. Het benoemen van een registervaluator kan worden gezien als deskundigheidswaarborg voor de te benoemen deskundige.

15 De eis van onpartijdigheid van de gerechtelijk deskundige in het kader van de geschillenregeling vloeit voort uit het recht op een eerlijk proces ex art. 6 EVRM.

16 Zie voor de geschillenregeling Hof Amsterdam (OK) 16 februari 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BL8336, JOR 2010/96 m.nt. C.D.J. Bulten (Hooymans), r.o. 2.3 en 3.6. Zie voor de uitkoopprocedure Hof Amsterdam (OK) 30 juli 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BD1680, JOR 2008/197 m.nt. B.F. Assink (Euronext), r.o. 3.11.

17 HR 22 december 2023, ECLI:NL:HR:2023:1824, JOR 2024/29 m.nt. T. Salemink (NIBC Holding NV), r.o. 3.4-3.6; Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2775, JOR 2015/234 m.nt. T. Salemink (Unit 4), r.o. 3.17.

18 Hof Amsterdam (OK) 16 februari 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BL8336, JOR 2010/96 m.nt. C.D.J. Bulten (Hooymans), r.o. 3.15.

19 Waarover de bijdrage van De Jong.

3 Het perspectief van de waarderingsdeskundige: 'Grip krijgen op de deskundige?'

De middag wordt vervolgd door De Jong met een perspectief vanuit het werkveld van de waarderingsdeskundige. Meer in het bijzonder biedt De Jong daarin praktische handvatten voor procespartijen om grip te houden op een aandelenwaardering door een (gerechtelijk) deskundige. Hij richtte zich daarbij op de mogelijkheden om te sturen in de verschillende onderdelen van het deskundigenonderzoek, te weten:

1. de keuze van de deskundige;
2. de vraagstelling;
3. de inrichting van het waarderingsproces; en
4. het beginsel van hoor en wederhoor.

Bij (1) de keuze van deskundigen worden procespartijen en rechters geconfronteerd met belangrijke vragen voor het verloop van het waarderingsproces. Voor zover de statuten of de aandeelhoudersovereenkomst niet voorzien in een benoemingsregeling, moeten betrokkenen allereerst beslissen over het aantal te benoemen deskundigen (een of meer). Hoewel met een meervoudige benoeming de kwaliteit van het waarderingsproces het best gewaarborgd is, kunnen kostenoverwegingen daaraan in de weg staan. Een tweede vraagstuk is gelegen in het beoogde expertisegebied van de deskundige alsook diens relevante ervaring in juridische procedures. Afhankelijk van de omstandigheden en het soort procedure of regeling kan specifieke kennis van een waarderingspecialist of juist meer sectorspecifieke kennis geboden zijn.

Bij het bepalen van (2) de vraagstelling voor de deskundige(n) verdient de te hanteren waardemaatstaf bijzondere aandacht. Zo moet allereerst worden besloten over het soort waarde dat in de gegeven omstandigheden dient te worden vastgesteld, ofwel de geëigende waarderingsmaatstaf voor de gegeven waarderingscontext. Daarbij wordt onderscheid gemaakt tussen de gebruikswaarde (*value in use*) en de ruilwaarde (*value in exchange*) van de aandelen.²⁰ De Jong geeft enkele praktijkvoorbeelden waaruit blijkt dat een verschillende waardemaatstaf kan leiden tot materiële verschillen in de waarderingsuitkomst. Na de waardemaatstaf moet het juiste waardebegrip worden bepaald, waarbij keuze bestaat tussen het waardebegrip uit de financiële economie (de economische waarde) en het waardebegrip uit de financiële verslaggeving. Het eerstgenoemde (financieel-economische) waardebegrip blijkt sterk vooruit, waardoor de waardebepaling aanknoopt bij prognoses van toekomstige geldstromen. Laatstgenoemd (accountancy-) waardebegrip baseert zich op de financiële verslaggeving van de onderneming en het boekhoudkundige winstbegrip.²¹

Vervolgens moet de keuze worden gemaakt van de te hanteren waarderingsmethode. Veelgebruikte methoden zijn de *dis-*

counted cashflow-methode (DCF-methode) en de *adjusted present value*-methode (APV-methode), maar de populariteit daarvan sluit analyses op basis van andere methoden niet uit. De Jong wijst bijvoorbeeld op ondernemingen met een grote (illiquide) vastgoedportefeuille, waarvoor een *asset-based* waardering als meest geëigende methode geldt. Naast de waarderingsmethode vormt de peildatum vanaf wanneer informatie bij het waarderingsproces wordt betrokken een belangrijk beslispunt voor partijen. Daarbij zal de waarderingsdeskundige in het bijzonder beducht moeten zijn op het risico van beïnvloeding door informatie die voor betrokkenen op het moment van de peildatum nog niet bekend was (*hindsight bias*).

De Jong vervolgt met enkele handreikingen en aandachtspunten voor (3) de inrichting van het waarderingsproces. Bij aanvang worden partijen betrokken in een regioverleg, waarin zij hun (schriftelijke) zienswijzen over de materiële en procedurele inrichting van het waarderingsproces met de betrokken deskundige kunnen delen. Daarbij zullen met name afspraken worden gemaakt over de informatievoorzieningen en de invulling van hoor en wederhoor gedurende het waarderingsproces.²² Voorafgaand aan het regioverleg kunnen partijen ook (eigen) prognoses met betrekking tot de toekomstige waardeontwikkeling van de onderneming aanleveren. Men dient daarbij in het achterhoofd te houden dat de vervreemdende/uittredende aandeelhouder baat heeft bij een zo hoog mogelijke prijsvaststelling en daarmee mogelijk een prijsopdrijvende prognose zou kunnen aanleveren, terwijl de verkrijgende aandeelhouder de prijs het liefst wil drukken en een minder rooskleurig toekomstperspectief zou kunnen proberen te schetsen. De Jong geeft een aantal mogelijkheden voor checks op dergelijke prognoses en wijst op specifieke '*red flags*' die vragen om een kritische houding van de waarderingsdeskundige. Daarbij noemt hij de '*hockeystick*',²³ onrealistisch hoge winstmarges en zware investeringen zonder adequaat toekomstig rendement.

De Jong bespreekt tot slot de mogelijkheden voor partijen om bij te sturen op het conceptrapport van de deskundige in de fase van wederhoor, onderdeel 4. Als het gehele waarderingsproces zorgvuldig is verlopen, dan is volgens De Jong het bijsturen van de conclusies van de deskundige in deze fase weinig kansrijk. Dit ligt anders wanneer er tussentijds procedurele fouten zijn gemaakt, waardoor inbreuk is gemaakt op het beginsel van hoor en wederhoor en de onafhankelijkheid van de waarderingsdeskundige.

Om ongewenste uitkomsten en discussie achteraf te voorkomen, benadrukt De Jong (evenals Gulyás) het belang van inrichting aan de voorkant van het waarderingsproces. De mogelijkheden om de deskundige gaandeweg bij te sturen wor-

20 Voor een uitgebreid overzicht van waarderingsmaatstaven en -methoden wordt verwezen naar het proefschrift van S.W. van den Berg, *Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht* (diss. Nijmegen; O&R nr. 107), Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 21-30.

21 Van den Berg 2019, p. 25-26.

22 Afhankelijk van de betrouwbaarheid of concurrentiegevoeligheid van de informatie kunnen betrokkenen afspreken om een dataroom in te richten of andere maatregelen met betrekking tot de integriteit van gevoelige bedrijfsgegevens te treffen.

23 Daarmee doelend op een vlakke winstmarge die in het geprognosticeerde scenario zonder duidelijke grond stijgt.

den volgens hem in de loop van het onderzoek steeds beperkter en na bekendmaking van het (concept)deskundigenbericht blijken pogingen tot aanpassing daarvan in de regel tevergeefs. In navolging van Gulyás benadrukt De Jong het belang voor betrokken partijen om aan de voorkant het waarderingsproces in te richten, om achteraf (kostbare) discussies of geschillen te voorkomen.

4 Het perspectief van de advocatuur: ‘Eerst waarden, dan procederen’

De middag wordt vervolgd met het perspectief van de advocatuur, zoals verzorgd door De Leeuw en Mussche. Hun gezamenlijke bijdrage betreft een processtrategisch voorstel bij aandeelhoudersgeschillen, waarbij (duurzame) ontvlechting als uiteindelijk doel geldt.

Om een zodanige ontvlechting te bewerkstelligen heeft de wetgever de geschillenregeling ontworpen.²⁴ Afhankelijk van de aard van het conflict kunnen aandeelhouders daarmee hun medeaandeelhouders dwingen om het litigieuze (minderheids)aandeel over te dragen (art. 2:336 BW) of over te nemen (art. 2:343 BW). Door de lange doorlooptijd blijken dergelijke vorderingen in de praktijk echter ‘vrijwel onhanteerbaar’.²⁵ Het wetsvoorstel aanpassing geschillenregeling en verduidelijking ontvankelijkheidseisen enquêteprocedure (hierna: Wagevoe) tracht deze problematiek te verhelpen door de geschillenregeling voortaan in te leiden met een verzoekschrift bij de Ondernemingskamer.²⁶ Bij aandeelhoudersgeschillen wordt in de praktijk op dit moment nog wel gegrepen naar een (curatieve) enquêteprocedure, die een oplossingsgerichte aanpak en een aanzienlijk snellere doorlooptijd kent dan de geschillenregeling.²⁷ De enquêteprocedure fungeert daarmee (vooralsnog) als ‘opvangtehuis’ voor de geschillenregeling.²⁸ Deze is daarvoor echter niet zonder meer geschikt. Als partijen niet gedurende de procedure, al dan niet onder lichte druk van de Ondernemingskamer, tot een minnelijke oplossing komen, kan de Ondernemingskamer uiteindelijk slechts de tijdelijke overdracht van aandelen ten titel van beheer als eindvoorziening bevelen (art. 2:356 onder e BW). Dit is niet hetzelfde als de (beoogde) gedwongen overdracht of overname van aandelen in goederenrechtelijke zin.²⁹ Daarnaast hebben partijen beduidend minder grip op het procesverloop. Met het instellen van het enquêteverzoek kunnen partijen onbedoelde gevolgen, zoals ongewenste onmiddellijke voorzieningen en een in-

dringend enquêteonderzoek, over zichzelf en de vennootschap afroepen.³⁰

Gelet op de beperkte mogelijkheden van de enquêteprocedure zoeken De Leeuw en Mussche een uitweg binnen de kaders van de geschillenregeling en meer in het bijzonder in de belangrijke rol van de waarderingsdeskundige daarin. Zij betogen dat het onder omstandigheden wenselijk is om de aandelenwaardering niet als sluitstuk van de geschillenregeling te zien, maar deze aan de voorkant van de procedure te laten plaatsvinden. Zij wijzen op de mogelijkheid die het voorlopig deskundigenbericht (art. 202 Rv) hiertoe biedt. Een welwillende rechter heeft volgens hen doorgaans voldoende ruimte voor toewijzing van een verzoek tot het houden van een voorlopig deskundigenbericht. Een aandelenwaardering zegt weliswaar niets over de vraag of er gronden zijn voor uitstoting of uittreding, maar geeft wel duidelijkheid over één zeer relevant onderdeel van de (eventuele) vordering. Dat is in principe genoeg, want dat maakt dat een waardering in de regel (1) ter zake dienend is, (2) voldoende concreet is, en (3) feiten betreft die met het deskundigenonderzoek bewezen kunnen worden.³¹

Een voorlopig deskundigenbericht inhoudende een aandelenwaardering biedt volgens Mussche en De Leeuw belangrijke voordelen. Als partijen in een vroeg stadium beter geïnformeerd zijn over de te verwachten waarde van de aandelen, dan hebben zij een concreet uitgangspunt in schikkingsonderhandelingen. Daarnaast kan de waardering bepalen of een vordering tot uitstoting of uittreding wordt ingesteld en, in het laatste geval, of die vordering wordt ingesteld tegen een medeaandeelhouder of de vennootschap. De overname van aandelen moet immers wel financieerbaar zijn voor de beoogde overnemende partij. Daarnaast verwachten Mussche en De Leeuw dat een vroege waardering in bepaalde gevallen tot een evenwichtiger en minder litigieus waarderingsproces kan leiden. Partijen weten in het voorstel van De Leeuw en Mussche immers nog niet altijd of zij de uitkopende of de uitgekochte partij zullen zijn.

Een voorlopig deskundigenonderzoek kan gepaard gaan met kosten. Mogelijk dient aan het einde van de procedure immers een actualisatie van de eerdere waardering plaats te vinden. Indien deze plaatsvindt door dezelfde waarderingsdeskundige die de initiële waardering heeft uitgevoerd, dan zijn deze kosten relatief beperkt. Het is ter afweging van de verzoeker van het voorlopig deskundigenbericht of hij dit risico op extra kosten wil dragen. Er kan ook een kostenbesparend effect uitgaan

²⁴ Kamerstukken II 1984/85, 18905, nr. 3, p. 7.

²⁵ F. Schreurs, De herziene geschillenregeling en de lange weg naar een vennootschappelijk scheidingsrecht, WPNR 2017, afl. 523, p. 523-524, volgens wie een dergelijke procedure gemiddeld meer dan tien jaar duurt.

²⁶ Kamerstukken II 2023/24, 36469, nr. 2 (MvT).

²⁷ J.B.S. Hijink e.a. (red.), Handboek enquêterecht (VDHI nr. 175), Deventer: Wolters Kluwer 2022, p. 71.

²⁸ G. van Solinge, Geschillen in de vennootschap (VDHI nr. 105), Deventer: Kluwer 2010, p. 9.

²⁹ Hof Amsterdam (OK) 30 april 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:1535, JOR 2019/187 (Bloembollenbedrijf Bouwer), r.o. 3.9.

³⁰ HR 18 november 2005, ECLI:NL:HR:2005:AU2465, NJ 2006/173; JOR 2005/295 (Unilever), r.o. 4.4.2: ‘De aan de Ondernemingskamer gegeven bevoegdheid een enquête te bevelen is een discretionaire, dat wil zeggen dat bij de uitoefening van die bevoegdheid een afweging van de betrokken belangen dient plaats te vinden.’

³¹ HR 19 december 2003, ECLI:NL:HR:2003:AL8610, NJ 2004/584 (Wustenhoff/Gebuis), r.o. 3.4: ‘Aan de rechter die heeft te oordelen over het verzoek een dergelijk onderzoek te gelasten, komt geen discretionaire bevoegdheid toe.’

van een door de rechtbank aangestelde deskundige; de noodzaak tot inschakeling van partijdeskundigen wordt daarmee immers beperkt. Onder de streep voorzien Mussche en De Leeuw in veel gevallen efficiëntievoordelen van een aandelenwaardering aan de voorkant, in plaats van als slotstuk van een uitredings- of uitstotingsprocedure.

5 Het perspectief van de rechterlijke macht: 'Een waarderingsperspectief vanuit de rechterlijke macht'

Het plenaire gedeelte van het symposium sluit af met het perspectief van de rechterlijke macht. Willems vangt aan met een vogelvlucht over het (juridische) waarderingsveld. Hij stelt voorop dat elk goed, waaronder in dit verband te verstaan het aandeel, voor de eigenaar, maar ook voor enig aspirant-eigenaar een zekere waarde vertegenwoordigt. Veelal lopen deze waarden uiteen, waardoor beide partijen in onderhandeling moeten treden over een voor beide aanvaardbare prijs. Tussen de waarde en de overeengekomen prijs bestaat volgens Willems een relevant onderscheid met betrekking tot de taakverdeling tussen de rechter en de waarderingsdeskundige.

Willems benadrukt dat in een vrije – niet van overheidswege gereguleerde – (markt)economie deze prijs redelijk noch billijk hoeft te zijn; het huidige Nederlandse recht kent nadrukkelijk geen *iustus pretium*-doctrine.³² In dit verband stelt Meijers treffend dat onredelijkheid niet objectief in de ongelijkwaardigheid van de prestaties ligt, 'maar in de bijzondere invloeden die bij het sluiten der overeenkomst zich hebben doen gelden'.³³ Behoudens wilsgebreken, dwingend recht, openbare orde en goede zeden, constateert Willems dat partijen zelf beslissen over de hoeveelheid recht of onrecht die zij zich willen laten aanleunen.³⁴ Rechterlijke terughoudendheid is in zulke gevallen de regel.

Gewezen wordt op het denkbare spectrum tussen de – op contractsvrijheid gestoelde – overeenkomst tot overdracht van aandelen enerzijds en de publiekrechtelijke onteigening van aandeelhouders anderzijds.³⁵ Met betrekking tot de aandelenoverdracht lopen daarbij autonomie en dwang vloeiend in elkaar over. Tussen deze uitersten bestaan diverse tussenvormen van aandelenoverdracht, waaronder mede te verstaan de besproken aanbiederingsregeling, geschillenregeling en uitkoop-

procedure.³⁶ Waar de vrijwilligheid van de aandelenoverdracht op de achtergrond treedt, zullen de prijs van de aandelen en de wijze waarop deze wordt vastgesteld belangrijke vragen oproepen voor een rechter.

Willems omschrijft de verhouding tussen de deskundige en de rechter als volgt: de deskundige beoordeelt de waarde van de onderneming, de rechter beslist over de prijs van de aandelen.³⁷ Dit neemt echter niet weg dat de rechter ook over het waarderingsproces het laatste woord behoudt. Een ontevreden procespartij richt haar klachten met betrekking tot het waarderingsproces immers steeds tot een rechter. Willems plaatst daarbij de kanttekening dat slechts een minderheid van de rechters daadwerkelijk verstand heeft van (technische) waarderingsvraagstukken; deze minderheid binnen het rechterlijk bestel is in de regel ondergebracht in de Ondernemingskamer (en dan met name via gespecialiseerde raden), waardoor expertise bij (gewone) rechtscolleges doorgaans ontbreekt.

Met betrekking tot de taakverdeling tussen de deskundige en de rechter merkt Willems voorts op dat de juiste toepassing van de verschillende waarderingsmethoden, alsook de uitkomsten daarvan, tot het exclusieve domein van de waarderingsdeskundige behoort. De vraag welke methode dient te worden gehanteerd, is echter een aangelegenheid van het recht.³⁸ Met betrekking tot de vaststelling van de te hanteren waarderingsmethode is de rechter echter niet geheel op zichzelf aangewezen; hij kan en zal doorgaans de bevindingen uit het deskundigenbericht in zijn geheel overnemen. In cassatie zal de inhoudelijke beoordeling van dat bericht in de regel worden teruggewezen naar een feitelijke instantie overeenkomstig artikel 421 Rv. Een dergelijke beoordeling is volgens de Hoge Raad 'zozeer verweven met waarderings van feitelijke aard, dat het voor het overige in cassatie niet op juistheid kan worden onderzocht'.³⁹ Voorts wijst Willems erop dat ook de feitenrechter met betrekking tot de inhoud van het deskundigenbericht door de Hoge Raad uit de wind gehouden wordt. Voor wat betreft de waardering van het deskundigenbericht alsook de mate waarin conclusies daaruit worden opgevolgd in zijn beslissing, geldt voor de feitenrechter een beperkte motiveringsplicht.⁴⁰ Wel moet de rechter ingaan op specifieke be-

32 Zie bijv. HR 13 november 1936, ECLI:NL:HR:1936:284, NJ 1937/433 m.nt. Meijers (Bovag I) en HR 11 januari 1957, ECLI:NL:HR:1957:139, NJ 1959/37 (Bovag II).

33 E.M. Meijers, annotatie bij HR 13 november 1936, ECLI:NL:HR:1936:258, NJ 1937/433 (Moorman/Bureau Materiaalstaat).

34 Hierover mede Asser/Hartkamp 6-II 2005/239: 'Indien iemand zich wenst te benadelen door bij overeenkomst een prestatie toe te zeggen zonder aanspraak te maken op een (aequivalente) tegenprestatie, staat hem dit vrij.'

35 Zie HR 20 maart 2015, ECLI:NL:HR:2015:661, JOR 2015/140 m.nt. Josephus Jitta (SNS I) en HR 2 juni 2023, ECLI:NL:HR:2023:839 (Conservatrix).

36 Willems wijst daarnaast nog op de omzetting van een NV of BV (met een in aandelen verdeeld kapitaal) naar een rechtspersoonsvorm zonder aandeelhouders (art. 2:18 lid 1 BW), waardoor weigerachtige aandeelhouders het recht op uittreding en schadeloosstelling voor het verlies van hun aandelen toekomt (art. 2:71 lid 2 BW).

37 Bij de statutaire aanbiederingsregeling bepaalt de waarderingsdeskundige zowel de waarde als de prijs van het aandeel (art. 2:195 lid 1 en 4 BW).

38 Zie recent in het kader van de geschillenregeling Hof Amsterdam (OK) 28 november 2023, ECLI:NL:GHAMS:2023:3011, r.o. 2.6-2.34 en Hof Amsterdam (OK) 30 januari 2024, ECLI:NL:GHAMS:2024:259, r.o. 2.12.

39 HR 21 april 2023, ECLI:NL:HR:2023:649, ARO 2023/49 m.nt. Willems (SNS II), r.o. 3.5.3.

40 HR 21 april 2023, ECLI:NL:HR:2023:649, ARO 2023/49 m.nt. Willems (SNS II), r.o. 3.1.2; zie voorts Hof Amsterdam (OK) 30 januari 2024, ECLI:NL:GHAMS:2024:259, r.o. 2.12; en in het kader van de geschillenregeling Hof Amsterdam (OK) 28 november 2023, ECLI:NL:GHAMS:2023:3011, r.o. 2.22 en 2.32.

zwaren van partijen tegen de zienswijze van de deskundige, voor zover deze bezwaren (1) een voldoende gemotiveerde bewijsting inhouden van de juistheid van deze zienswijze en (2) deze niet reeds in het deskundigenbericht gemotiveerd zijn verworpen.⁴¹ Bij gebreke aan een doortastende rechterlijke controle *de jure* heeft de waarderingsdeskundige *de facto* een ruime discretie met betrekking tot waarderingsvraagstukken.

Willems keert terug naar de *iustus pretium*-doctrine en plaatst daarbij de kanttekening dat deze slechts geldt voor de incidentele en geheel vrijwillige transactie tussen twee partijen. Indien contractsvrijheid geheel of gedeeltelijk ontbreekt, maken partijen in de regel aanspraak op een billijke prijsvaststelling door de rechter.⁴² De taak van de rechter met betrekking tot het waarborgen van een *iustus pretium* is allereerst gelegen in het voorzien van procedurele rechtvaardigheid overeenkomstig het *fair trial*-beginsel (art. 6 Europees Verdrag tot bescherming van de rechten van de mens en de fundamentele vrijheden (EVRM)). De rechterlijke beoordeling ziet primair op de vraag of partijen in redelijkheid tot de onderhavige aandelenwaardering hebben kunnen komen.⁴³ De rechter hoeft zich echter niet te beperken tot de procedurele rechtvaardigheid, maar kan zich direct uitspreken over de prijsvaststelling en de daaruit blijkende ruilrechtvaardigheid. In de besproken SNS-zaak overweegt de Hoge Raad dat de waardering van (ontei-gende) aandelen moet corresponderen met ‘de prijs (...) die tussen redelijk handelende partijen zou zijn overeengekomen’.⁴⁴ Laatstgenoemde redelijkheidstoets vormt volgens Willems de kern van het rechterlijk perspectief met betrekking tot waarderingsvraagstukken. In gelijke zin moet de aandelenwaardering in het kader van de geschillenregeling en uitkoopprocedure corresponderen met ‘de waarde die de aandelen op een gegeven peildatum hebben in het economisch verkeer’.⁴⁵ Daaronder wordt verstaan ‘de prijs waarbij een willige koper en een willige verkoper in een redelijke competitieve markt geacht kunnen worden tot een koop/verkoop overeenkomst te komen’.⁴⁶ Ook voor de vrijwillige overdracht uit hoofde van een aanbiedingsregeling wordt in lagere rechtspraak aangeknoopt bij het uitgangspunt van de waarde in het economisch verkeer.⁴⁷ In een recent artikel bepleiten Verbeek en Pijls dat de

gehanteerde waarderingsmaatstaven en de genoemde (normatieve) uitgangspunten in de praktijk dikwijls uiteenlopen.⁴⁸

Willems concludeert dat rechters zich niet zonder meer senang voelen bij waarderingsvraagstukken, zij zullen daarom sterk leunen op het deskundigenbericht. Naar geldend recht kunnen zij dit ook in vergaande mate doen. Willems benadert de taak van de rechter in het waarderingsproces dan ook met bescheidenheid; een rechter kan doorgaans niet meer dan een *fair trial* borgen en aansturen op een billijke uitkomst van het waarderingsproces. Dit pleit mede voor het onderbrengen van waarderingsvraagstukken bij een gespecialiseerde instantie bij de Ondernemingskamer, zoals voorzien in de *Wagevoe*.⁴⁹

6 Synthese

De middag werd afgesloten met een vruchtbare gedachtewisseling over de behandelde waarderingsvraagstukken, met name het voorstel van De Leeuw en Mussche kon op de nodige reflectie onder de aanwezige *litigators* rekenen. Uit de verschillende naar voren gebrachte perspectieven blijkt een duidelijke rode draad: partijen moeten bij aanvang verantwoordelijkheid nemen voor het waarderingsproces, willen zij teleurstelling of discussie achteraf voorkomen.

41 HR 21 april 2023, ECLI:NL:HR:2023:649, ARO 2023/49 m.nt. Willems (SNS II), r.o. 3.1.2.

42 Het vereiste van een billijke prijs blijkt nadrukkelijk uit de wettelijke regeling voor de bijzondere uitkoopprocedure na een openbaar bod (art. 2:359c lid 6 BW).

43 Hof Amsterdam 30 augustus 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:2636, ARO 2021/160 (OG245), r.o. 4.8.

44 HR 21 april 2023, ECLI:NL:HR:2023:649, ARO 2023/49 m.nt. Willems (SNS II), r.o. 4.12.3.

45 Zie voor de geschillenregeling Hof Amsterdam (OK) 16 februari 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BL8336, JOR 2010/96 m.nt. C.D.J. Bulten (Hooymans), r.o. 2.3 en 3.6. Zie voor de uitkoopprocedure Hof Amsterdam (OK) 30 juli 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BD1680, JOR 2008/197 m.nt. B.F. Assink (Euronext), r.o. 3.11.

46 Hof Amsterdam (OK) 16 februari 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BL8336, JOR 2010/96 m.nt. C.D.J. Bulten (Hooymans), r.o. 2.3, sub i.

47 Zie bijv. Rb. Roermond 6 juli 2011, ECLI:NL:RBROE:2011:BR0202, JOR 2011/284 m.nt. C.D.J. Bulten (Ninoju), r.o. 2.8.

48 Verbeek & Pijls 2023, p. 675-688.

49 Kamerstukken II 2023/24, 36469, nr. 2, p. 7-10 (MvT).