



‘De waardering van aandelen in het familiebedrijf’
Een onderzoek naar de kosten van conflicten en bedrijfsopvolging
binnen het familiebedrijf

Naam: Nick Bruls
ANR: 170312
Begeleider: Dr. A.J.F. Lafarre
2^e lezer: Prof. dr. C.F. van der Elst
Inleverdatum: 24 augustus 2017

Voorwoord

Met deze thesis sluit ik de master Ondernemingsrecht, en tevens mijn studententijd, af. Ik heb het afgelopen jaar met veel plezier gestudeerd aan Tilburg University. Gedurende deze periode heb ik veel dingen geleerd en veel nieuwe inzichten opgedaan. Zelf ben ik al jarenlang werkzaam in het familiebedrijf van mijn vader. Hierdoor ben ik altijd geïnteresseerd geweest in het familiebedrijf en de corporate governance van het familiebedrijf. Het was voor mij dan ook een unieke en bijzondere ervaring om het sluitstuk van mijn opleiding te wijden aan een onderzoek dat mij vanaf het begin wist te boeien.

Via deze weg wil ik iedereen bedanken die een bijdrage heeft geleverd aan dit onderzoek. Ten eerste mijn begeleider Anne Lafarre, met wie ik op een prettige, informele manier heb kunnen samenwerken en van wie ik tijdens het gehele proces nuttige feedback en adviezen heb mogen ontvangen. Daarnaast wil ik mijn ouders, familie, vrienden en vriendin bedanken voor hun onvoorwaardelijke steun gedurende mijn hele studie.

Nick Bruls

24 augustus 2017

Inhoudsopgave

1.	Inleiding	5
	1.1. Wat is het familiebedrijf?	5
	1.2. Problematiek binnen bedrijfsopvolging	7
	1.3. Onderzoeksopzet	9
	1.4. Leeswijzer	11
	1.5. Onderzoeksmethodiek	11
2.	Het wettelijk kader	12
	2.1. Inleiding	12
	2.2. De aanbiedingsplicht ex art. 2:192 BW	13
	2.3. Blokkeringsregeling ex art. 2:195 BW	14
	2.4. Uitkoopprocedure ex art. 2:201a BW	16
	2.5. Uitstotingsvordering ex art. 2:339 BW	17
	2.6. Schematisch overzicht wettelijk kader	19
	2.7. De waarde in het economisch verkeer	21
	2.7.1. Definitie 'waarde in het economisch verkeer'	21
	2.7.2. Toepasbaar bij vrijwillige en gedwongen uittreding?	22
	2.8. Tussenconclusie	23
3.	De waarderingsmaatstaf en waarderingsmethoden	25
	3.1. Inleiding	25
	3.2. Waarderingsmaatstaf	26
	3.3. Waarderingsmethoden	30
	3.3.1. Intrinsieke waarde	31
	3.3.2. Rentabiliteitswaarde	32
	3.3.3. Liquidatiewaarde	34
	3.3.4. Schematisch overzicht accounting-benadering	35
	3.3.5. Discounted cash flow-methode	36
	3.3.6. Waardering op basis van multiples	37
	3.3.6.1. Beursmultiples	38
	3.3.6.2. Transactiemultiples	38
	3.3.7. Schematisch overzicht economische benadering	39
	3.4. Welke waarderingsgrondslag toe te passen?	40
	3.5. Overige waarderingsdilemma's	40
	3.5.1. Open opdrachtformulering	41
	3.5.2. Voorstel tot verbetering	41
	3.6. Deelconclusie	42
4.	Jurisprudentieonderzoek	44
	4.1. Inleiding	44
	4.2. Onderzoeksopzet	46
	4.3. De resultaten	49
	4.3.1. De waarderingsmaatstaven/waarderingsmethoden	50
	4.3.2. Wanneer welke waarderingsmethode?	52
	4.3.3. De benoeming van deskundigen	55

4.3.4. Opdrachtformulering	57
4.3.5. Statutaire bepalingen	57
4.3.6. Vrijwillige versus gedwongen uittreding	59
4.4. Deelconclusie	59
5. Conclusie en aanbevelingen	62
5.1. Bevindingen	62
5.2. Aanbevelingen	64
Literatuurlijst	67
Bijlagen	73

Hoofdstuk 1: Inleiding

1.1. Wat is het familiebedrijf?

Uit recente CBS-cijfers volgt dat er in Nederland ruim 271.790 familiebedrijven bestaan.¹ Een groot deel van de Nederlandse ondernemingen kwalificeert hiermee als een familiebedrijf. Daarnaast zorgen de Nederlandse familiebedrijven voor 49% van de werkgelegenheid in Nederland en dragen zij voor meer dan 50% bij aan het bruto nationaal product.² Het familiebedrijf speelt in de Nederlandse economie een dermate grote rol dat de corporate governance van het familiebedrijf een zeer relevant onderwerp is binnen het ondernemingsrecht. Dit onderzoek is gericht op een specifiek governance probleem binnen het familiebedrijf, zijnde de bedrijfsopvolging.

Wat is het familiebedrijf? De definitie die Flören en Janssen hanteren om het familiebedrijf te omschrijven is de meest complete, hetgeen ook blijkt uit het gegeven dat de definitie van Flören en Janssen in meerdere onderzoeken wordt toegepast. Volgens Flören en Jansen kwalificeert een onderneming als familiebedrijf indien aan tenminste twee van de volgende criteria is voldaan³:

1. Meer dan 50% van de eigendom van de onderneming is in handen van één familie;
2. één familie heeft beslissende invloed op de bedrijfsstrategie van de onderneming of op opvolgingsbeslissingen binnen de onderneming;
3. een meerderheid of tenminste twee leden van de ondernemingsleiding is afkomstig uit één familie.

De essentiële factor waarmee een familiebedrijf zich onderscheidt van een 'normale' onderneming is de betrokkenheid van een familie binnen de onderneming. Deze betrokkenheid kent als voordelen dat er sprake is van een stabiele bedrijfscultuur en dat men elkaar vertrouwt binnen de interne organisatie.⁴ Echter leiden de verhoudingen binnen de familie tot een eigen 'set' aan governance problemen waar enkel het familiebedrijf mee te kampen heeft. Het belangrijkste governance probleem voor familiebedrijven – en tevens

¹ <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2016/38/ruim-270-duizend-familiebedrijven>.

² Kwakkel 2016, p. 12.

³ Flören & Jansen 2006, p. 14-15.

⁴ Flören & Jansen 2006, p. 16-17.

het governance probleem waar dit onderzoek betrekking heeft – is de problematiek rondom bedrijfsopvolging. In het geval van bedrijfsopvolging is er zowel sprake van opvolging in leiding als opvolging in eigendom.⁵ Van opvolging in leiding is sprake indien de ene generatie de eigendom overneemt van een andere generatie. Om dit te realiseren dient er ook een opvolging in eigendom plaats te vinden, hetgeen geschiedt door middel van een aandelenoverdracht.⁶ Volgens Kwakkel zal er vanwege uiteenlopende redenen tot 2020 naar schatting 90.000 familiebedrijven worden overgedragen.⁷

Binnen de bedrijfsopvolging kan er een onderscheid worden gemaakt tussen vrijwillige en gedwongen aandelenoverdracht. Van een vrijwillige aandelenoverdracht is sprake wanneer de eigenaar van het familiebedrijf de onderneming overdraagt aan een geschikte opvolger binnen de familie, al dan niet door middel van een erfenis. De praktijk wijst uit dat bedrijfsopvolging binnen de familie niet altijd mogelijk is, zo blijkt uit onderzoek van de Kennisbank Bedrijfsopvolging dat er in 2013 ruim 40% van alle familiebedrijven te kampen had met continueringsproblemen.⁸ Dit kan zijn doordat er geen geschikte opvolger binnen de familie aanwezig is of dat de potentiële opvolgers geen interesse hebben in het overnemen van het familiebedrijf. Het is de vraag hoe de eigenaar in dat geval kan zorgen voor een efficiënte continuering van de onderneming. De onderneming overdragen aan een externe partij lijkt in dat geval de enige oplossing.

Er kan echter ook sprake zijn van een gedwongen aandelenoverdracht van de aandelen van een onderneming. Vooral binnen het familiebedrijf is dit een hoogst relevant onderwerp. Zo kan er binnen een familie een conflict ontstaan dat leidt tot een gedwongen uittreding van een familielid uit het familiebedrijf. Het betreft in dat geval conflicten die van dien aard zijn dat de continuïteit van de onderneming in gevaar komt. Om dit soort geschillen op te lossen is er voor de BV en NV in art. 2:335 e.v. BW een geschillenregeling opgenomen. Volgens deze regeling kan de aandeelhouder die door zijn gedragingen het belang van de vennootschap zodanig schaadt, dat het voortduren van zijn aandeelhouderschap in redelijkheid niet kan worden geduld, door zijn medeaandeelhouders worden gedwongen om de aandelen over te dragen. Het dient daarbij te gaan om het belang van de vennootschap

⁵ Van de Loo & Schuit 1993, p. 54-55.

⁶ Van de Loo & Schuit 1993, p. 71 e.v.

⁷ Kwakkel 2016, p. 12.

⁸ <https://www.bedrijfsopvolging.nl/kennisbank/statistieken-algemeen/>.

en niet het specifieke belang van de medevenoot.⁹ In dat geval is er – in tegenstelling tot bij de eerder genoemde vrijwillige aandelenoverdracht – sprake van een gedwongen aandelenoverdracht. Een ander veelvoorkomend voorbeeld van een familieconflict dat leidt tot gedwongen bedrijfsoverdracht is een echtscheiding bij een huwelijk in gemeenschap van goederen. In dat geval wordt de man of vrouw ‘gedwongen’ om zijn of haar echtgenoot uit te kopen.

1.2. Problematiek binnen bedrijfsopvolging

Het belangrijkste vraagstuk bij de overdracht van aandelen in familiebedrijven is – zowel bij een vrijwillige als een gedwongen aandelenoverdracht – de prijs die voor de aandelen betaald dient te worden. Deze problematiek speelt enkel bij niet-beursgenoteerde familiebedrijven, aangezien beursgenoteerde familiebedrijven deelnemen aan de kapitaalmarkt waarin de aandelen door de marktwerking bepaald wordt. In het geval van niet-beursgenoteerde familiebedrijven is er géén sprake van een markt die de prijs van de aandelen bepaalt. Het is op voorhand niet duidelijk wat de prijs van de aandelen is. Ook de Nederlandse wet is betrekkelijk vaag over dit onderwerp, zo wordt er in het Burgerlijk Wetboek niet voorzien in een concrete waarderingsgrondslag die gehanteerd dient te worden bij een aandelenoverdracht. Er is dus sprake van een grote mate van rechtsonzekerheid omtrent dit onderwerp.¹⁰ Aangezien het op voorhand voor partijen niet duidelijk is welke prijs er voor de aandelen betaald dient te worden ontstaan er veel geschillen omtrent de waardering van aandelen.

In het geval van een vrijwillige aandelenoverdracht zullen er substantiële prijsverschillen zijn tussen een vrijwillige aandelenoverdracht aan een opvolger binnen de familie en een vrijwillige aandelenoverdracht aan een externe partij.¹¹ Belangrijk bij de aandelenoverdracht van de aandelen in een familiebedrijf aan een opvolger binnen de familie is het begrip ‘emotionele waarde’, geïntroduceerd door Flören en Jansen.¹² Deze is te vinden in het prijsverschil bij opvolging in de familie en de reële financiële waarde. Volgens Flören en Jansen is de emotionele waarde maximaal indien de verkoopprijs van de aandelen in het familiebedrijf gelijk is aan de fiscale waarde en is de emotionele waarde nul indien de

⁹ Bulten, in: *T&C BW 2013*.

¹⁰ Van Borssum Waalkes & Van der Schrans, *O&F 2014-2*, p. 55.

¹¹ Flören & Jansen 2006, p. 129.

¹² Flören & Jansen 2006, p. 128-134.

verkoopprijs gelijk is aan de daadwerkelijke financiële waarde.¹³ Zo worden de aandelen van een familiebedrijf in de praktijk lager gewaardeerd bij aandelenoverdracht aan een opvolger binnen de familie dan bij overdracht aan een externe partij, hetgeen niet rechtvaardig is ten opzichte van andere potentiële opvolgers binnen de familie. Immers is het overnemen van aandelen voor een milde prijs een vorm van vermogensschenking die de overige erfgenamen niet krijgen.¹⁴ Bij een kwart van de familiebedrijven is de overnameprijs voor de aandelen op maximaal 75% van de reële waarde van de onderneming gewaardeerd en bij agrarische familiebedrijven is dit slechts 50%.¹⁵ Indien de overdragende partij meerdere kinderen heeft en één kind de aandelen in de onderneming koopt tegen een prijs van 50% van de reële waarde van de onderneming, vindt er in feite een vermogensschenking plaats van 50% van de waarde van de onderneming. Deze 'emotionele waarde' van 50% kan spanningen en conflicten opleveren binnen de familie.

Bij een gedwongen aandelenoverdracht is er sprake van een geschil dat leidt tot de uittreding van een aandeelhouder. In deze situatie dient de uittredende aandeelhouder uitgekocht te worden door zijn medeaandeelhouder, hetgeen in veel gevallen leidt tot een geschil omtrent de prijs die voor het aandelenpakket betaald moet worden. Immers wil de uittredende vennoot een zo hoog mogelijke prijs ontvangen voor de aandelen terwijl zijn medevennoot juist zo min mogelijk wil betalen voor de aandelen. Bij deze conflictsituaties is het noodzakelijk dat wetgeving zorgt voor een billijke uitkomst. Er zijn namelijk talloze waarderingsgrondslagen met verschillende uitgangspunten. Zo kunnen de aandelen gewaardeerd worden aan de hand van de balanswaarden of de in het verleden behaalde winsten. Ook zou er een prognose gemaakt kunnen worden van de toekomstige winstgevendheid van de onderneming.

Stel er is sprake van een jong groeiend uitzendbureau met twee vennoten. Omdat er sprake is van een groeiende economie is er veel werkgelegenheid en zijn de toekomstperspectieven van de onderneming goed. Twee jaar na oprichting ontstaat er een conflict dat leidt tot uittreding van een vennoot. De uittredende vennoot heeft er in dat geval baat bij als de aandelen gewaardeerd worden op basis van een prognose van de toekomstige resultaten, aangezien het een jonge groeiende onderneming betreft die in de toekomst goede resultaten zal behalen. De uitkopende partij opteert echter voor een waarderingsgrondslag

¹³ Flören & Jansen 2006, p. 130.

¹⁴ Flören & Jansen 2006, p. 129.

¹⁵ Van Seumeren, *FamilieBedrijf* 2001/11, p. 46.

die de prijs van de aandelen vaststelt op basis van de waarden uit de balans en jaarrekening. Immers is de onderneming nog jong en is er relatief weinig activa en eigen vermogen. In het laatste geval zal de prijs van de aandelen lager zijn dan wanneer de prijs wordt bepaald op basis van een prognose van de toekomstige resultaten. Aangezien de te hanteren waarderingsgrondslag grote invloed heeft op de prijs die voor de aandelen betaald dient te worden zullen partijen geen overeenstemming bereiken hieromtrent. Men zal in dat geval naar het wettelijk kader gaan kijken. Indien de wet zich niet uitlaat over de toe te passen waarderingsgrondslag schept dit veel rechtsonzekerheid. Partijen kunnen derhalve niet voorspellen op welke wijze de aandelen gewaardeerd zullen worden. Aangezien beide partijen het onderste uit de kan willen halen zal er een juridische procedure gestart worden, wat leidt tot hoge kosten. Wanneer het op voorhand wél voor partijen duidelijk is hoe de aandelen gewaardeerd zullen worden ontstaat er rechtszekerheid en zal een juridische procedure in veel gevallen voorkomen kunnen worden.

Uit hoofdstuk 2 zal blijken dat er veel onduidelijkheid bestaat omtrent het wettelijk kader dat de waardering van aandelen tracht te regelen, met als gevolg dat er veel rechtsonzekerheid bestaat hierover. Wanneer iemand uit een onderneming treedt is het voor partijen op voorhand niet duidelijk welke prijs er voor de aandelen van de uittredende partij betaald dient te worden. Zoals in het bovenstaande voorbeeld geschetst zal er in veel gevallen een conflict ontstaan, aangezien de uittredende partij zo veel mogelijk wil ontvangen voor de aandelen terwijl de uitkopende partij een zo laag mogelijk bedrag voor de aandelen wil betalen. Indien het op voorhand duidelijk is op welke wijze aandelen gewaardeerd dienen te worden zal dit leiden tot een afname van het aantal conflicten omtrent waardering. Immers komen partijen in dat geval sneller tot een overeenstemming, daar waar duidelijk is op welke wijze aandelen gewaardeerd zullen worden. Immers kunnen partijen op voorhand voorspellen op welke wijze de rechter het aandelenpakket zal waarderen. Dit onderzoek beoogt de rechtszekerheid op dit gebied te herstellen.

1.3. Onderzoeksopzet

Gezien het feit dat er momenteel veel rechtsonzekerheid bestaat omtrent dit onderwerp, ziet dit onderzoek op de mogelijkheid om bepaalde richtlijnen te ontwikkelen die toegepast kunnen worden bij waarderingsgeschillen. In deze richtlijnen worden bepaalde waarderingsgrondslagen gekoppeld aan bepaalde omstandigheden, zo dient bijvoorbeeld

waarderingsgrondslag A in omstandigheid B toegepast te worden enzovoort. Deze richtlijnen dienen in beginsel in alle gevallen door de rechter te worden toegepast, behoudens bijzondere omstandigheden. Op deze wijze zal er veel meer rechtszekerheid voor partijen ontstaan bij geschillen omtrent waardering. De hoofdvraag van dit onderzoek luidt als volgt: *“Is het mogelijk om bepaalde handvatten te ontwikkelen die toegepast kunnen worden bij het uitleggen van het wettelijk kader omtrent de waardering van niet-beursgenoteerde familiebedrijven?”*

De bovenstaande hoofdvraag zal beantwoord worden aan de hand van drie deelvragen. De eerste stap in dit onderzoek is een analyse van het huidige wettelijk kader omtrent de waardering van aandelen. Hierbij zijn niet enkel de bewoordingen van de desbetreffende artikelen relevant maar ook naar de ratio achter deze regelingen gedestilleerd uit de wetgeschiedenis en literatuur. De eerste deelvraag luidt als volgt: *“Hoe is de waardering van aandelen in het familiebedrijf in de huidige wetgeving geregeld?”* De tweede stap in dit onderzoek is meer bedrijfseconomisch van aard, zijnde een onderzoek naar de mogelijke grondslagen om aandelen te waarderen. De tweede deelvraag luidt als volgt: *“Wat zijn de belangrijkste waarderingsgrondslagen die toegepast kunnen worden bij de waardering van aandelen in het familiebedrijf?”* De laatste – en meest belangrijke – stap in dit onderzoek is een jurisprudentieonderzoek naar waarderingsgeschillen. Uit dit praktijkonderzoek zal blijken op welke wijze de hogere én lagere rechtspraak oordeelt in waarderingsgeschillen. Naar mijn inzien kan een eventueel oordeel naar de mogelijkheid van een uniforme wettelijke grondslag uitsluitend gevormd worden na zulk onderzoek. De derde deelvraag luidt als volgt: *“Welke waarderingsgrondslagen worden in praktijk toegepast bij de waardering van aandelen in het niet-beursgenoteerde familiebedrijf?”* Uit het jurisprudentieonderzoek zal blijken of er sprake is van een uniforme toepassing van een bepaalde waarderingsgrondslag. De vierde concluderende deelvraag luidt als volgt: *“Is er in de praktijk sprake van een uniforme toepassing van een bepaalde waarderingsgrondslag?”* Indien het antwoord op de concluderende deelvraag bevestigend luidt is het mogelijk om de wettelijke regeling op uniforme wijze aan te passen, en daarmee dus een bepaalde waarderingsgrondslag op alle gevallen van toepassing te verklaren. Indien het antwoord op de concluderende deelvraag ontkennend luidt zal er getracht worden bepaalde verbanden te leggen tussen waarderingsgrondslagen en bepaalde omstandigheden. Zo kan het bijvoorbeeld zo zijn dat waarderingsgrondslag A in het geval van echtscheidingen altijd wordt toegepast terwijl waarderingsgrondslag B in een andersoortig conflict altijd van

toepassing is. Op deze wijze kunnen er handvatten in de vorm van richtlijnen geformuleerd worden die de rechter in bepaalde omstandigheden in beginsel moet naleven. Op deze wijze wordt er alsnog rechtszekerheid geschept.

1.4. Leeswijzer

In het tweede hoofdstuk wordt het wettelijk kader omtrent de waardering van aandelen in kaart gebracht, hetgeen als motivering dient bij de beantwoording van de eerste deelvraag. Ter beantwoording van de tweede deelvraag wordt in hoofdstuk drie een analyse gegeven van de verschillende waarderingsgrondslagen. In het vierde hoofdstuk staan de resultaten uit het jurisprudentieonderzoek en wordt er een antwoord gegeven op de derde en vierde deelvraag. In hoofdstuk vijf wordt de eindconclusie gegeven waarmee de hoofdvraag wordt beantwoord.

1.5. Onderzoeksmethodiek

Ter beantwoording van de eerste deelvraag van dit onderzoek is er gebruik gemaakt van een traditioneel-juridische onderzoeksmethode, waarbij bronnen van juridische aard als wetgeving, parlementaire geschiedenis en de juridische doctrine bestudeerd zijn. Ter beantwoording van de tweede deelvraag is naast de traditioneel-juridische bronnen een studie verricht naar niet-juridische bronnen, zijnde literatuur van economische aard. Voor het jurisprudentieonderzoek, en dus ter beantwoording van de derde en vierde deelvraag, is er een referentiekader opgesteld van tweeënveertig actuele uitspraken uit de periode 2012-2017. Deze uitspraken betreffen waarderingsgeschillen in het geval van uittreding in conflictsituaties maar ook vrijwillige uittreding. De criteria waaraan een uitspraak moet voldoen om in het referentiekader toegelaten te worden en verdere inrichting van het jurisprudentieonderzoek is terug te vinden in hoofdstuk 5.

Hoofdstuk 2: Het wettelijk kader

2.1. Inleiding

De eerste stap binnen dit onderzoek is een uitgebreide analyse van het huidige wettelijke kader omtrent aandelenwaardering. In dit hoofdstuk wordt dit wettelijke kader in kaart gebracht om zodoende een antwoord te geven op de eerste deelvraag: *“Hoe is de waardering van aandelen in het familiebedrijf in de huidige wetgeving geregeld?”* De artikelen die relevant zijn bij de overdracht van een familiebedrijf zijn de artikelen 192 en 195 van Boek 2 BW, welke betrekking hebben op de aanbiedingsplicht op basis van een blokkeringsregeling bij een vrijwillige aandelenoverdracht, en de artikelen 201a en 339 van Boek 2 BW, welke betrekking hebben op een gedwongen aandelenoverdracht ten gevolge van de uitkoopprocedure dan wel de uitstotingsprocedure. Deze wetsbepalingen trachten te voorzien in de situatie dat een vennoot uit een vennootschap treedt, als gevolg van zowel gedwongen als vrijwillige aandelenoverdracht.

In paragraaf 2.2. tot en met 2.5. wordt het doel en strekking van bovenstaande wetsbepalingen achtereenvolgens geanalyseerd, waarbij niet enkel de wet en de wetsgeschiedenis bestudeerd is maar ook relevante doctrine en rechtspraak. Ten behoeve de lezer een duidelijk beeld te verschaffen van hetgeen in paragraaf 2.2. tot en met paragraaf 2.5. uiteen is gezet, wordt het wettelijk kader in paragraaf 2.6. schematisch weergegeven. Op voorhand kan gesteld worden dat deze artikelen in de praktijk regelmatig tot langdurige procedures leidt en dat er veel rechtsonzekerheid bestaat rondom deze artikelen.¹⁶ Relevant is het in hoofdstuk 1 gemaakte onderscheid tussen een vrijwillige aandelenoverdracht en een gedwongen aandelenoverdracht bij uittreding uit het familiebedrijf.¹⁷ In het geval van een familiebedrijf is zowel de gedwongen aandelenoverdracht, in het geval van een conflict, als de vrijwillige aandelenoverdracht, in het geval van bedrijfsopvolging, relevant. Dit onderscheid zal in paragraaf 2.7. aan bod komen. De waarderingsgrondslag die uit het wettelijk kader volgt, zijnde de *‘waarde in het economisch verkeer’* wordt eveneens in deze paragraaf behandeld. Het hoofdstuk wordt afgesloten met de in paragraaf 2.8. opgenomen deelconclusie.

¹⁶ Van Borssum Waalkes & Van der Schrans, *O&F* 2014-2, p. 55.

¹⁷ Zoals in hoofdstuk 1 vermeld wordt met een vrijwillige uittreding bedoeld de bedrijfsoverdracht van vader op zoon terwijl een gedwongen overdracht kan plaatsvinden door middel van een familieconflict of echtscheiding.

2.2. De aanbiedingsplicht ex art. 2:192 BW

In art. 2:192 BW is de zogenaamde aanbiedingsplicht geformuleerd, inhoudende de plicht dat een aandeelhouder in een BV gehouden is om zijn aandelenpakket eerst aan te bieden aan zijn medevennoten alvorens hij de aandelen aan een derde mag overdragen. Dit draagt bij aan het besloten karakter van de BV, dat zich kenmerkt met het feit dat de BV aanvankelijk enkel aandelen op naam kon uitgeven waarvan de overdraagbaarheid beperkt was.¹⁸ Deze aanbiedingsplicht wordt statutair bepaald of door middel van een aandeelhoudersovereenkomst door partijen overeengekomen. Echter, sinds de invoering van de Flex-BV kunnen de statuten afwijken van de wettelijke aanbiedingsplicht en kunnen de aandelen zelfs vrij overdraagbaar worden verklaard in de statuten. Eveneens besloten in art. 2:192 BW is de prijs die de uitkopende partij voor de aandelen dient te betalen wanneer een medevenoot zijn aandelen aanbiedt. In het derde lid van art. 2:192 BW schrijft de wet voor hoe de prijs van de aandelen dient te worden bepaald:

‘dat de aandeelhouder die dit verlangt een prijs ontvangt, gelijk aan de waarde van zijn aandeel of aandelen, vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundigen. De statuten kunnen voorzien in een van de vorige zin afwijkende prijsbepalingsregeling. Een dergelijke afwijkende regeling kan aan een aandeelhouder niet tegen zijn wil worden opgelegd.’

Uitgangspunt is dus dat de prijs gelijk is aan de waarde vastgesteld door één of meer onafhankelijke deskundigen. De wet biedt de mogelijkheid om hier bij statuten van af te wijken, echter kan de uittreedende aandeelhouder expliciet niet akkoord gaan met de invoering van de statutaire bepaling, met als gevolg dat de statutaire bepaling geen toepassing vindt.¹⁹ Het is dus niet mogelijk om een aandeelhouder tegen zijn wil aan dergelijke statutaire bepalingen te houden. Het verdient echter wel benadrukking dat dit een persoonsgebonden beperking betreft, inhoudende dat de statutaire bepaling wél van toepassing is op de opvolgend aandeelhouder.²⁰

Art. 2:192 BW ziet enkel op de wijze waarop de prijs wordt vastgesteld, zijnde door een onafhankelijke deskundige. Lezing van het artikel verschaft geen duidelijkheid omtrent de

¹⁸ Schwarz, *TvOB* 2009-1, p. 14.

¹⁹ Boschma & Schutte-Veenstra, in: *T&C BW 2012 & Kamerstukken II 2006/07*, 31 058, nr. 3, p. 47 (MvT).

²⁰ *Kamerstukken II 2006/07*, 31 058, nr. 3, p. 47 (MvT).

waarderingsgrondslag die de aangestelde waarderingsdeskundige dient toe te passen bij het bepalen van de prijs die voor het aandelenpakket betaald dient te worden. Evenmin geeft de wetgever een toelichting op de toe te passen waarderingsgrondslag, zo verschaft de Memorie van Toelichting geen duidelijkheid hieromtrent.²¹

2.3. Blokkeringsregeling ex art. 2:195 BW

Art. 2:195 BW formuleert de hoofdregel die in beginsel dient te worden toegepast bij de aandelenoverdracht van aandelen in een BV, zijnde dat de vervreemder zijn aandelen eerst dient aan te bieden aan zijn medeaandeelhouders alvorens hij zijn aandelenpakket aan een derde overdraagt.²² Deze beperking kan zowel als goedkeuringsregeling als blokkeringsregeling in de statuten worden opgenomen.²³ Een goedkeuringsregeling houdt in dat er voor een overdracht van aandelen de goedkeuring van een daartoe benoemd orgaan is vereist, terwijl een blokkeringsregeling ervoor zorgt dat de uittredend aandeelhouder zijn aandelenpakket eerst dient aan te bieden aan zijn medeaandeelhouders. Het eerste lid van art. 2:195 BW voorziet in de vaststelling van de prijs die voor de aandelen dient te worden betaald:

‘De aandeelhouder ontvangt, indien hij dit verlangt, van de medeaandeelhouders een prijs, gelijk aan de waarde van zijn aandeel of aandelen, vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundigen.’

Dit artikel levert dezelfde vraagstukken op als art. 2:192 BW. Zo regelt artikel enkel de procedure die gevolgd wordt bij het waarderen van aandelen, zijnde dat de prijs bepaald wordt op advies van één of meer deskundigen. Echter blijkt niet welke concrete waarderingsgrondslag deze deskundigen toepassen bij het bepalen van de prijs die voor de aandelen betaald dient te worden.

Een van de belangrijkste wijzigingen bij de invoering van de Flex-BV in 2012 is de afschaffing van het dwingende karakter van de blokkeringsregeling. Vennootschappen kunnen naast toepassing van de aanbiedingsregeling en blokkeringsregeling van art. 2:192 BW respectievelijk art. 2:195 lid BW ervoor opteren om geen beperking toe te passen en de

²¹ *Kamerstukken II 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 47 (MvT).*

²² Boschma & Schutte-Veenstra, in: *T&C BW 2012.*

²³ *Kamerstukken II 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 49 (MvT).*

aandelen vrij-overdraagbaar te maken.²⁴ Tevens heeft de wetgever voorzien in de mogelijkheid om via de statuten een andere waarderingsgrondslag toe te passen.²⁵ Het is dus voor een BV toegestaan om bij statuten af te wijken van de prijsvaststelling uit lid 1, zijnde door waardering door onafhankelijke deskundigen. Echter volgt uit het derde lid van art. 2:195 BW dat dit geen invloed mag hebben op de vastgestelde prijs:

'Een dergelijke statutaire regeling dient zodanig te zijn dat een aandeelhouder die zijn aandelen wil overdragen, indien hij dit verlangt, een prijs ontvangt, gelijk aan de waarde van zijn aandeel of aandelen, vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundigen.'

De wetgever licht toe dat er in de praktijk regelmatig de behoefte bestaat om een afwijkende prijsbepalingsregeling in de statuten op te nemen, bijvoorbeeld in het geval dat de statuten bepalen dat de prijs van prioriteitsaandelen nimmer meer mogen bedragen dan de nominale waarde.²⁶ Hoewel de Flex-BV voorziet in de mogelijkheid om van de wettelijk bepaalde blokkeringsregeling af te wijken, zal dit voor de prijs van de aandelen geen verschil maken. Dat de mogelijkheden om statutair af te wijken van de waarderingsgrondslag hierdoor beperkt zijn, wordt ook in de literatuur bevestigd.²⁷

In de praktijk wordt echter regelmatig bij statuten overeenkomst afgeweken van de wettelijke regeling, waardoor de prijs niet gelijk is aan de waarde van de aandelen en de prijs dus niet gelijk is aan de waarde vastgesteld door deskundigen. Zo wordt er door prof. mr. C.A. Schwarz een – in de praktijk veel voorkomend – voorbeeld van een overeenkomst tussen aandeelhouders geschetst, waarin partijen overeenkomen dat de aandeelhouder gehouden is om de samenwerking binnen een bepaalde periode niet te beëindigen.²⁸ Daarnaast wordt er in de overeenkomst een waarderingsgrondslag bedongen. Zo zal de prijs van de aandelen die worden aangeboden aan de medevennoten bij vertrek binnen vijf jaar na toetreding bepaald worden aan de hand van de 'boekwaarde', bij vertrek na vijf jaar maar binnen tien jaar op basis van de 'intrinsieke waarde' en pas bij vertrek na tien jaar kan de aandeelhouder pas aanspraak maken op de betaling van goodwill. Indien zulke overeenkomsten rechtens zijn komt er aan de wettelijke bepaling geen betekenis meer toe, immers dient de prijs van aandelen op basis van art. 2:192 BW en 2:195 BW gelijk te zijn aan

²⁴ *Kamerstukken II 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 13-15 (MvT).*

²⁵ *Kamerstukken II 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 49-50 (MvT).*

²⁶ *Kamerstukken II 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 51-52 (MvT) & HR 21 januari 2005, NJ 2005/126.*

²⁷ Zie bijvoorbeeld De Vries, *Ondernemingsrecht* 2012/19.

²⁸ Schwarz, *TvOB* 2009-1, p. 15.

de waarde van de aandelen vastgesteld door onafhankelijke deskundigen. Het is de vraag of de uittredend aandeelhouder gebonden is aan een aandeelhoudersovereenkomst die voorziet in een prijsbepaling inhoudende een prijs die niet gelijk is aan de waarde vastgesteld door onafhankelijke deskundigen.²⁹ Op basis van de wettelijke regeling zou het antwoord op deze vraag ontkennend dienen te luiden.

2.4. Uitkoopprocedure ex art. 2:201a BW

Art. 2:201a BW ziet op de uitkoopprocedure, die toegepast kan worden in de situatie dat een grootaandeelhouder een aandelenbelang van minimaal 95% heeft verworven. In dat geval staat voor de grootaandeelhouder de weg open om een vordering tot uitkoop van de minderheidsaandeelhouders in te stellen. Dit is een voorbeeld van een gedwongen uittreding als genoemd in paragraaf 2.1. Lid 5 van het artikel heeft betrekking op de prijsvaststelling van de aandelen:

'Indien de rechter oordeelt dat de leden 1 en 4 de toewijzing van de vordering niet beletten, kan hij bevelen dat een of drie deskundigen zullen berichten over de waarde van de over te dragen aandelen. (...) De rechter stelt de prijs vast die de over te dragen aandelen op een door hem te bepalen dag hebben. Zo lang en voor zover de prijs niet is betaald, wordt hij verhoogd met rente, gelijk aan de wettelijke rente, van die dag af tot de overdracht; uitkeringen op de aandelen die in dit tijdvak betaalbaar worden gesteld, strekken op de dag van betaalbaarstelling tot gedeeltelijke betaling van de prijs.'

Volgens dit artikel is het de rechter die uiteindelijk de prijs van de aandelen vaststelt. Het benoemen van een deskundige wordt niet als een verplichting opgelegd, aangezien het hier een 'kan'-bepaling betreft. Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat het de bedoeling van de wetgever was om de rechter met betrekking tot de prijsvaststelling een discretionaire bevoegdheid toe te kennen.³⁰ De wetgever geeft de Ondernemingskamer de uitdrukkelijke bevoegdheid om zelfstandig de prijs van de aandelen vast te stellen en biedt de Ondernemingskamer daarbij de mogelijkheid om deskundigen aan te stellen.³¹ Het gebruik van het woord 'mogelijkheid' is een bewuste woordkeuze, aangezien de rechter geenszins verplicht is om eventuele deskundigen aan te stellen.

²⁹ Schwarz, *TvOB* 2009-1, p. 16.

³⁰ Zie *Kamerstukken II* 1984/85, 18903, nr. 3, p. 8 & Salemink, *GS Rechtspersonen*.

³¹ *Kamerstukken II* 1984/85, 18 904, nr. 3, p. 8 (MvT).

Dat de wettelijke bepaling geen duidelijkheid omtrent de waardering verschaft, wordt ook door Boschma en Schutte-Veenstra benadrukt.³² Zij merken daarbij op dat de prijs overeen dient te komen met de waarde van de aandelen op het moment van de aandelenoverdracht dan wel het tijdstip dat daar zo dicht mogelijk bij gelegen is, tenzij de uitkopende partij een hogere prijs vordert. De wetgever benadrukt dat de rechter de prijs van de aandelen veelal vaststelt aan de hand van de balans, de tussentijdse cijfers of een tussentijdse opneming.³³ In deze prijs ligt tevens de rentabiliteitsverwachting besloten. Het uitgangspunt is, dat bij de prijsvaststelling van de aandelen bij uitkoop rekening wordt gehouden met alle omstandigheden die de waarde bepalen en dat de bepaalde prijs redelijk moet zijn.³⁴

Tijdens de wetgevingsprocedure werd het voorstel gedaan om aan dit artikellid toe te voegen dat de aandelen gewaardeerd dienen te worden naar de waarde in het economisch verkeer.³⁵ Dit voorstel is uiteindelijk gestrand. De Minister van Justitie merkte daarbij op dat de toegevoegde waarde daarvan nihil zou zijn. Immers zullen rechters en deskundigen altijd rekening houden met de waarde in het economisch verkeer. Daarbij zullen alle omstandigheden worden meegewogen.³⁶ Dit wordt verder niet gemotiveerd, zo blijkt uit de wetsgeschiedenis. Het opnemen van deze terminologie in de wetgeving zou de rechtszekerheid ten goede komen, aangezien het in dat geval duidelijk is welke maatstaf wordt toegepast bij het bepalen van de prijs die voor de aandelen betaald moet worden.

2.5. Uitstotingsvordering ex art. 2:339 BW

De uitstotingsvordering is opgenomen in art. 2:339 BW en is van toepassing in het geval van een conflict binnen een familiebedrijf. Een van de conflicterende vennoten kan een uitstotingsvordering indienen met als gevolg dat zijn medevenoot – mits voldaan aan de wettelijke vereisten – wordt gedwongen om uit de vennootschap te treden. Indien de vordering wordt toegewezen zal de rechter overgaan tot de prijsvaststelling van de aandelen. Daaromtrent bepaalt de wet in lid 1 van het artikel het volgende:

‘Indien de vordering wordt toegewezen benoemt de rechter één of meer deskundigen die over de prijs schriftelijk bericht moeten uitbrengen.’

³² Boschma & Schutte-Veenstra, in: *T&C BW 2013*.

³³ *Kamerstukken II 1984/85, 18 904, nr 3, p. 8 (MvT)*.

³⁴ De Kam, *N.V. 1994/3*, p. 69 & *Kamerstukken II 1984/85, 18 904, nr 3, p. 6 (MvT)*.

³⁵ *Kamerstukken I 1984/85, 18 904, nr. 6, p. 2 (MvA)*.

³⁶ *Kamerstukken I 1984/85, 18 904, nr. 41a, p. 3 (MvA)*.

Deze bepaling sluit aan bij de overige wetsartikelen die in dit hoofdstuk aan bod zijn gekomen, aangezien hier eveneens bepaald wordt dat er deskundigen worden aangewezen die de prijs zullen vaststellen terwijl de wet niet aangeeft welke waarderingsgrondslag toegepast dient te worden. Uit Tekst & Commentaar blijkt dat deze deskundigen in de regel (register)accountant zijn en op grond van art. 198 lid 1 Rv onpartijdig dienen te zijn en de opdracht naar beste weten te voldoen.³⁷ Daarnaast beschikt de rechter – net als bij de uitkoopprocedure ex art. 2:201a BW – over een discretionaire bevoegdheid inhoudende dat de rechter bevoegd is om zelfstandig te besluiten om tot de benoeming van deskundigen overgaan. De rechter kan de benoeming van deskundigen dus ook achterwege kan laten. Lid 3 bepaalt immers:

‘De rechter kan in afwijking van lid 1 de benoeming van deskundigen achterwege laten, indien tussen partijen overeenstemming bestaat over de waardering van de aandelen, alsmede indien de statuten of een overeenkomst in de zin van artikel 337 lid 1 een duidelijke maatstaf voor de bepaling van de waarde van de aandelen bevatten en de rechter aan de hand daarvan de prijs zonder meer kan vaststellen.’

Uit deze passage volgt dat het achterwege laten van de benoeming van deskundigen enkel kan plaatsvinden indien er tussen partijen consensus bestaat omtrent de waardering van de aandelen alsmede wanneer er in de statuten of een overeenkomst ex art. 2:337 lid 1 BW een bepaling omtrent de waardering is opgenomen en de rechter deze kan toepassen.

Behoudens de gevallen waarin de rechter geen deskundigen benoemt merkt de wetgever op dat deskundigen eventuele statutaire blokkeringsregelingen in acht moeten nemen bij het opstellen van hun deskundigenbericht, hetgeen echter niet mag leiden tot een lagere waarde dan de werkelijke waarde van de aandelen.³⁸ Dit stemt overeen met hetgeen reeds in paragraaf 2.3 is behandeld. Bij deze prijsvaststelling dient er te worden uitgegaan van de waarde van de aandelen tijdens de periode zo dicht mogelijk op het tijdstip van de overdracht.³⁹ Dergelijke afwijkingen van de wettelijke regeling bij statuten of overeenkomst zijn – evenals bij een blokkeringsregeling – enkel van toepassing indien alle aandeelhouders expliciet instemmen met de afwijking.⁴⁰

³⁷ Bulten, in: *T&C BW 2012*.

³⁸ *Kamerstukken II 2006/07*, 31 058, nr. 3, p. 103 (MvT).

³⁹ HR 11 september 1996, *NJ 1997/177*, R.O. 6.3.

⁴⁰ Bulten, in: *T&C BW 2012*.

2.6. Schematisch overzicht wettelijk kader

Artikel	Strekking	Waardering
<i>Art. 2:192 BW</i>	<i>Aanbiedingsplicht bij vrijwillige overdracht</i>	<i>'Een prijs, gelijk aan de waarde van zijn aandeel of aandelen, vastgesteld door één of meer onafhankelijke deskundigen'</i>
<i>Art. 2:195 BW</i>	<i>Blokkeringsregeling bij vrijwillige overdracht</i>	<i>'Een prijs, gelijk aan de waarde van zijn aandeel of aandelen, vastgesteld door één of meer deskundigen'</i>
<i>Art. 2:201a BW</i>	<i>Uitkoopprocedure tot gedwongen overdracht</i>	<i>'De rechter <u>kan</u> bevelen dat één of drie deskundigen zullen berichten over de waarde van de over te dragen aandelen. (...) De rechter stelt de prijs vast van over de over te dragen aandelen op de door hem te bepalen dag'</i>
<i>Art. 2:339 BW</i>	<i>Uitstotingsvordering tot gedwongen overdracht</i>	<i>'Indien de vordering wordt toegewezen benoemt de rechter één of meer deskundigen die over de prijs schriftelijk bericht moeten uitbrengen' <i>'De rechter kan in afwijking van lid 1 de benoeming van deskundigen achterwege laten, indien tussen partijen overeenstemming bestaat over de waardering van de aandelen, alsmede indien de</i></i>

*statuten of een
overeenkomst in de zin van
artikel 337 lid 1 een
duidelijke maatstaf voor de
bepaling van de waarde van
de aandelen bevatten en de
rechter aan de hand daarvan
de prijs zonder meer kan
vaststellen'*

- Figuur 1: Schematische weergave wettelijk kader

Opgemerkt kan worden dat de artikelen enkel voorzien op de procedure die gevolgd wordt bij het waarderen van aandelen, zijnde het benoemen van één of meer onafhankelijke deskundigen die de prijs bepalen. Echter blijkt niet welke grondslag de deskundigen dienen toe te passen bij vaststelling van de prijs die voor de aandelen betaald moet worden. Daarnaast heeft de wetgever bij art. 2:201a BW en art. 2:339 BW expliciet gekozen voor een 'kan'-bepaling, met als doel de rechter te voorzien van een discretionaire bevoegdheid. De rechter kan in dit geval dus afwijken van het benoemen van deskundigen. Uit paragraaf 2.2. en 2.3. volgt echter dat het ook mogelijk is om statutair af te wijken van de aanbiedingsplicht (art. 2:192 BW) en de blokkeringsregeling (art. 2:195). Daarnaast wijst de praktijk uit dat de rechter ook in gedingen waar art. 2:201a BW of art. 2:339 BW niet van toepassing is de prijs van aandelen vaststelt zonder dat er een deskundige wordt benoemd.⁴¹ De reden waarom de wetgever heeft gekozen voor een andere woordkeuze in art. 2:201a en art. 2:339 BW ten opzichte van de andere artikelen wordt niet verder gemotiveerd, zowel niet in de wetsgeschiedenis als de literatuur.

2.7. De waarde in het economisch verkeer

Op basis van de wet blijkt niet welke waarderingsgrondslag toegepast dient te worden bij de vaststelling van de prijs die voor de aandelen betaald moet worden bij een vrijwillige of gedwongen aandelenoverdracht. Wél volgt uit de wetsgeschiedenis dat de waarderingsdeskundige de aandelen in de praktijk altijd zal waarderen naar de 'waarde in

⁴¹ Zie bijvoorbeeld Hof Den Haag 17 september 2013, ECLI:NL:GHDHA:2013:4307 en Hof Amsterdam (OK) 12 februari 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2623.

het economisch verkeer'. De wetgever erkent echter dat de wet geen maatstaven bevat voor de waardering van aandelen.

2.7.1. Definitie 'waarde in het economisch verkeer'

Ook in de jurisprudentie wordt in waarderingsgeschillen aangehouden dat aandelen gewaardeerd dienen te worden naar de waarde in het economisch verkeer, *'zijnde de prijs gebaseerd op een fictie dat van een willige koper, een willige verkoper en een competitieve markt'* sprake is.⁴² Afwijkende regelingen in de statuten of een overeenkomst kunnen enkel tot een andere uitkomst leiden indien de rechter dat billijk acht.⁴³ De wetgever beoogt hiermee de vrijheid van partijen te waarborgen. Immers beschikken partijen over de vrijheid om verschillende waarderingsgrondslagen toe te passen, zolang dit niet leidt tot een 'onredelijke prijs'. Of een prijs als 'onredelijk' kan worden gekwalificeerd hangt af van de omstandigheden van het geval.⁴⁴ Maar welke omstandigheden zijn daarbij van belang? Ook hier geeft de wetgever twee relevante factoren, zijnde de vrijwillige overdracht en de gedwongen uittreding. Zo zal waardering krachtens de statuten of aandeelhoudersovereenkomst bij een normale uittreding rechtens zijn terwijl de waardering bij een gedwongen uittreding als onredelijk kan worden beschouwd.⁴⁵

Uit verder onderzoek blijkt dat de Ondernemingskamer vrij is om elke waarderingsmethode toe te passen. Dit heeft de Hoge Raad geoordeeld in het Nationale Nederlanden-arrest.⁴⁶ In 2008 voegde de Ondernemingskamer daaraan toe dat de aandelen in een uitkoopprocedure gewaardeerd dienen te worden op basis van de waarde die de aandelen op dat moment in het economisch verkeer vertegenwoordigen, zijnde *'de waarde die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij de verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding'*.⁴⁷ Als algemene waarderingsgrondslag dient dus de waarde in het economisch verkeer gehanteerd te worden, zijnde een fictie waarbij de prijs van de aandelen bepaald wordt door middel van een fictieve situatie met een niet bestaande meestbiedende gegadigde.

⁴² Hof Amsterdam (OK) 16 februari 2010, *LJN* BL8336, zie ook: Slagter, *JOR* 2002/32.

⁴³ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 103 (MvT).

⁴⁴ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 103 (MvT).

⁴⁵ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 103-104 (MvT).

⁴⁶ HR 11 september 2011, *JOR* 1996/113 (*Nationale Nederlanden*), R.O. 4.3.1.

⁴⁷ Hof Amsterdam (OK) 15 mei 2008, *JOR* 2008/197, R.O. 3.11. Zie ook Salemink, *GS Rechtspersonen*.

Naar mijn inzien verschaft deze waarderingsgrondslag geen duidelijkheid, aangezien het in geen enkel geval is vast te stellen wat voor bedrag de meestbiedende derde zal bieden, omdat deze niet bestaat. Het betreft immers een fictie wat inhoudt dat er geenszins sprake is van een derde. Binnen deze waarderingsgrondslag zijn nog allerlei factoren denkbaar waar de zogenaamde 'meestbiedende derde' waarde aan hecht. Immers, gaat de meestbiedende koper uit van de toekomstige winstgevendheid van de onderneming of de waarde van de activa op de balans? Er is dus wel sprake van een door de wetgever geformuleerde waarderingsgrondslag, echter dekt deze waarderingsgrondslag de lading niet volledig. Dat er vele methoden zijn om de waarderingsgrondslag 'waarde in het economisch verkeer' in te vullen, wordt ook in de rechtspraak bevestigd. Zo heeft het Hof 's-Gravenhage geoordeeld dat de toe te passen waarderingsgrondslag tot het debat van partijen behoort.⁴⁸

2.7.2. Toepasbaar bij vrijwillige en gedwongen uittreding?

Eerder werd er al een onderscheid gemaakt tussen vrijwillige en gedwongen uittreding. De meest voor de hand liggende reden voor een gedwongen uittreding uit een familiebedrijf is een echtscheiding of een conflict tussen de familieleden. In het geval van een echtscheiding is er sprake van een boedelscheiding, hetgeen inhoudt dat de bezittingen – en dus ook de aandelen van de onderneming – tegen hun waarde in het economisch verkeer worden gewaardeerd.⁴⁹ Zoals eerder beschreven wordt hiermee bedoeld '*de waarde die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij de verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding*'. Het Hof 's-Gravenhage heeft echter geoordeeld dat, in het geval van de verdeling van goederen na echtscheiding, niet als uitgangspunt dient te worden genomen de waarde van de onderneming in het economisch verkeer uitgaande van de situatie dat de onderneming aan een derde tegen de beste verkoopcondities kan worden gekocht.⁵⁰ Het Hof 's-Gravenhage overwoog daarbij dat redelijkheid en billijk zich ertegen verzet dat de onderneming verkocht werd aan een derde, aangezien de onderneming een bron van leven was voor de DGA.⁵¹ Op basis van deze feiten bleek de fictieve situatie van een geïnteresseerde niet mogelijk. In de praktijk blijkt de 'waarde in het economisch verkeer' dus niet in alle gevallen te worden toegepast.

⁴⁸ Hof 's-Gravenhage 23 februari 2010, ECLI:NL:GHSGR:2010:BL6543, R.O. 67. Zie ook: Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 32.

⁴⁹ Lankester, *REP* 2014/2, p. 32.

⁵⁰ Hof 's-Gravenhage 14 juni 2011, *LJN* BR3775, R.O. 11.

⁵¹ Hof 's-Gravenhage 14 juni 2011, *LJN* BR3775, R.O. 13.

Het uitgangspunt is echter dat men bij gedwongen uittreding dezelfde prijs dient te verkrijgen als bij vrijwillige uittreding.⁵² Dit wordt ook bevestigd in de rechtspraak.⁵³ Zeker in het geval van gedwongen uittreding is het belangrijk dat de uittredende partij een prijs ontvangt gelijk aan de waarde in het economisch verkeer.⁵⁴ Mijns inziens is dit redelijk, aangezien een partij in het geval van een gedwongen uittreding uit de vennootschap hier zeker een redelijke vergoeding voor wil terugzien, zijnde in ieder geval een prijs gelijk aan de waarde in het economisch verkeer. Bij zowel vrijwillige als gedwongen uittreding dient de 'waarde in het economisch verkeer' dus als grondslag.

2.8. Deelconclusie

Dit hoofdstuk geeft antwoord op de eerste deelvraag van dit onderzoek, zijnde de vraag op welke wijze de prijsvaststelling van aandelen in niet-beursgenoteerde familiebedrijven wettelijk is vastgelegd. Geconcludeerd kan worden dat de wettelijke regelingen omtrent de prijsvaststelling van aandelen zeer summier is. De wetsartikelen bepalen enkel dat het de rechter is die de bevoegdheid toekomt om de prijs van de aandelen vast te stellen, al dan niet op basis van een door de rechter te bevelen deskundigenonderzoek. In de wet is echter geen concrete waarderingsgrondslag opgenomen. Het is derhalve niet duidelijk op basis van welke factoren de rechter of deskundigen de prijs van de aandelen vaststellen.

Het enige aanknooppunt dat de wetgever, de jurisprudentie en de juridische literatuur biedt is dat de prijs die voor de aandelen betaald moet worden gelijk dient te zijn aan 'de waarde in het economisch verkeer', zijnde *'de prijs gebaseerd op een fictie dat van een willige koper, een willige verkoper en een competitieve markt'*. Deze waarderingsgrondslag wordt bij zowel vrijwillige als gedwongen uittreding toegepast. Zoals in paragraaf 2.7. al naar voren kwam is dit een betrekkelijk open waarderingsgrondslag, die met allerlei verschillende uitgangspunten kan worden ingevuld. Immers gaat de waarderingsgrondslag uit van een fictieve meestbiedende gegadigde, die op basis van allerlei factoren tot de maximale prijs kan komen. Zo kan de meestbiedende gegadigde grote waarde hechten aan de in de onderneming aanwezige activa maar ook aan de verwachte toekomstige resultaten. In de praktijk bestaan er talloze waarderingsmaatstaven en waarderingsmethoden waarbij telkens weer andere factoren doorslaggevend zijn. Zo zal de meestbiedende gegadigde een jonge

⁵² Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/717.

⁵³ HR 21 januari 2005, NJ 2005/126.

⁵⁴ Schwarz, *TvOB* 2009-1, p. 16.

groeierende onderneming waarden op basis van een waarderingmethode die waarde hecht aan de toekomstige resultaten, waardoor het aandelenpakket een hogere prijs krijgt dan wanneer de aandelen gewaardeerd worden aan de hand van een waarderingmethode die de prijs van de aandelen vaststelt op basis van gegevens uit het verleden. Uit de wet volgt niet welke concrete waarderingmaatstaf en/of waarderingmethode toegepast dient te worden om de 'waarde in het economisch verkeer' te bepalen. Met als doel de lezer inzichten te verschaffen in de verschillende waarderinggrondslagen en de grote verschillen tussen de diverse waarderinggrondslagen volgt in hoofdstuk 3 een analyse van de verschillende waarderingmaatstaven en waarderingmethoden.

Hoofdstuk 3: De waarderingsmaatstaf en waarderingsmethoden

3.1. Inleiding

Uit hoofdstuk 2 kan geconcludeerd worden dat de artikelen 192, 195, 201a en 339 van Boek 2 BW geenszins duidelijkheid verschaffen omtrent de te hanteren waarderingsgrondslag bij de vaststelling van de prijs van aandelen. Hoewel uit de wet voortvloeit dat de rechter – al dan niet met advies van deskundigen – de prijs van de aandelen vaststelt ontbreekt enige toelichting omtrent de toe te passen waarderingsgrondslag bij die prijsvaststelling. Uit de wetsgeschiedenis, jurisprudentie en literatuur volgt enkel dat het om ‘de waarde in het economisch verkeer’ dient te gaan, zijnde *‘de prijs gebaseerd op een fictie dat van een willige koper, een willige verkoper en een competitieve markt sprake is’*. De wet laat zich niet uit over de daarbij horende waarderingsmaatstaf, waarderingsmethode en gewichtige factoren, zo bestaat er geen wetsartikel dat voorziet in een richtlijn voor waardebeoordeling door de rechter en/of deskundigen. Dit blijkt ook uit de literatuur.⁵⁵ Het is de vraag welke waarderingsmaatstaf of waarderingsmethode toegepast dient te worden om tot ‘de waarde in het economisch verkeer’ te komen. Er zijn immers talloze methoden om de waarde van een onderneming te calculeren.

In de juridische literatuur wordt er een onderscheid gemaakt tussen de ‘waarderingsmaatstaf’ en de ‘waarderingsmethode’.⁵⁶ Hoewel het verschil tussen deze twee termen onduidelijk kan zijn, is het belangrijk deze twee termen van elkaar te onderscheiden. Zo hebben beide termen een andere strekking.

De term waarderingsmaatstaf duidt – kort gezegd – op het verschil tussen de economische waarde van het eigen vermogen, waarbij de focus ligt op de toekomstige resultaten of geldstromen, en de boekwaarde van het eigen vermogen, waarbij de financiële historie een belangrijke rol speelt.⁵⁷ De keuze voor de juiste waarderingsmaatstaf is de eerste stap die bij het waarderingstraject gemaakt dient te worden. Immers kan waardering op basis van in de toekomst te behalen resultaten resulteren in een andere prijs dan wanneer waardering geschiedt op basis van in het verleden behaalde resultaten. Kort gezegd vormt de keuze

⁵⁵ De Kam, *N.V.* 1994/3, p. 68 & Van Borssum Waalkes & Van der Schrans, *O&F* 2014-2, p. 62 & Van den Berg, *Ondernemingsrecht* 2013/16, p. 572 e.v.

⁵⁶ Zie bijvoorbeeld De Kam, *N.V.* 1994/3, p. 62 & Van den Berg, *Ondernemingsrecht* 2013/16, p. 572 e.v.

⁵⁷ Van Borssum Waalkes & Van der Schrans, *O&F* 2014-2, p. 57.

voor de economische waar of de boekwaarde de eerste stap in het waarderingstraject. Vervolgens past men de waarderingmethode toe die aansluit bij de gekozen waarderingsmaatstaf. Bij het bepalen van de waarderingsgrondslag dient er dus eerst gekozen te worden voor een waarderingsmaatstaf alvorens er een keuze voor een waarderingmethode gemaakt wordt. De waarderingmethode is de rekenformule die toegepast wordt om de waarde van een onderneming te bepalen.⁵⁸ Bij iedere waarderingmethode zijn telkens weer andere kwalitatieve uitgangspunten doorslaggevend. Het is daarom belangrijk dat de uitgangspunten van de waarderingmethode aansluiten bij de uitgangspunten van de waarderingsmaatstaf. Zo dient men – bij de keuze voor een waarderingsmaatstaf gericht op toekomstige resultaten – te kiezen voor een waarderingmethode waarbij de toekomstige resultaten een doorslaggevende factor is.

Dit hoofdstuk omvat een analyse van de verschillende waarderingsmaatstaven en waarderingmethoden. In paragraaf 3.2. komen de verschillende de waarderingsmaatstaven aan bod, paragraaf 3.3. omschrijft de verschillende waarderingmethoden en paragraaf 3.4. heeft betrekking op de overige waarderingdilemma's buiten de toe te passen waarderingsmaatstaf en waarderingmethode. Tot slot in paragraaf 3.5. de deelconclusie.

3.2. Waarderingsmaatstaf

Belangrijk is dat de keuze voor een bepaalde waarderingsmaatstaf per geval moet plaatsvinden. Het ligt immers voor de hand dat een deskundige bij vaststelling van de prijs van een jonge groeiende onderneming eerder uitgaat van de economische waarde van het eigen vermogen terwijl hij bij het bepalen van de liquidatiewaarde juist géén rekening houdt met het toekomstperspectief. Het is voor een deskundige meestal wel aan te voelen welke keuze er bij een bepaalde casus gemaakt dient te worden.⁵⁹

⁵⁸ Van Borssum Waalkes & Van der Schrans, *O&F* 2014-2, p. 58.

⁵⁹ Van Borssum Waalkes & Van der Schrans, *O&F* 2014-2, p. 57.

Economische waarde	Boekwaarde
<i>Focus op waarde/geldstromen in de toekomst</i>	<i>Vaststelling van resultaten uit het verleden</i>
<i>Toepasbaar bij ondernemingen mét toekomstperspectief</i>	<i>Toepasbaar bij ondernemingen zonder toekomstperspectief (bijvoorbeeld door faillissement)</i>

- Figuur 2: schematische weergave hoofdindeling waarderingsmaatstaven

Bovenstaand een schematisch overzicht van de twee waarderingsmaatstaven. Het onderscheid tussen de twee waarderingsmaatstaven is betrekkelijk eenvoudig. Zo is de economische waarde – zoals reeds in de vorige paragraaf gesteld – gebaseerd op toekomstige resultaten en toepasbaar bij ondernemingen mét een toekomstperspectief, terwijl de boekwaarde een vaststelling is van resultaten uit het verleden en daardoor toepasbaar is bij onderneming zonder toekomstperspectief. De waardering van aandelen op basis van de economische waarde vergt een prognose van de toekomstige resultaten en kan niet gebaseerd zijn op balanswaarden of resultaten uit het verleden. Een voorbeeld van een onderneming vatbaar voor waardering naar de economische waarde is een jonge snelgroeende start-up. De boekwaarde van dit soort ondernemingen is niet representatief, aangezien start-ups nog niet lang actief zijn en derhalve nog geen grote activa posten bezitten. Wat wél aanwezig is in dit soort ondernemingen zijn goede groeimogelijkheden wat zal leiden tot goede toekomstige resultaten. Derhalve is waardebepaling door middel van een prognose van toekomstige resultaten representatiever dan waardering aan de hand van de boekwaarde, aangezien de onderneming vaak meer waard is dan de boekwaarde.

De boekwaarde kan berekend worden aan de hand van de balans en jaarrekening uit de voorgaande boekjaren. Voor een waarderingsmethode gebaseerd op de boekwaarde is derhalve géén prognose van de toekomstige resultaten vereist. Een voorbeeld van een onderneming waarbij prijsvaststelling van de aandelen op basis van de boekwaarde representatief wordt geacht, is een failliete onderneming zonder toekomstperspectief. Indien een failliete onderneming gewaardeerd wordt op basis van de economische waarde zal de waarde van de onderneming nihil zijn, aangezien er geen toekomstperspectief is. Echter beschikt een failliete onderneming vaak wel nog over activa die waarde vertegenwoordigt. De boekwaarde is derhalve representatiever dan de economische waarde, aangezien de losse activa meer waarde vertegenwoordigt dan de economische waarde van de onderneming.

Pas bij de verdere onderverdeling binnen de economische waarde dan wel boekwaarde wordt het ingewikkelder.⁶⁰ Zo kunnen de economische waarde en de boekwaarde verder onderverdeeld worden in (1) De stand alone-waarde, (2) de strategische waardebeoordeling, (3) de waarde in het economisch verkeer en (4) de liquidatiewaarde.

De stand alone-waarde houdt in dat men de prijs vaststelt op basis van voortzetting van de onderneming met ongewijzigd beleid en wordt er tevens geen rekening gehouden met toekomstige acquisities dan wel samenwerking met andere ondernemingen.⁶¹ Volgens deze redenering kunnen de toekomstige resultaten van een onderneming in beginsel worden vastgesteld op basis van resultaten uit het verleden. Immers zullen er geen wijzigingen zijn in het toekomstig beleid. Bij een strategische waardebeoordeling wordt juist wél waarde toegekend aan eventuele uitbreidingsmogelijkheden en schaalvoordelen.⁶² In dat geval wordt er – in tegenstelling tot bij de stand alone-waarde – wel rekening gehouden met toekomstige acquisities en potentiële samenwerkingen. Om tot de strategische waardebeoordeling te komen dient er een prognose van de toekomst gemaakt te worden. Daarbij dienen alle mogelijke factoren, zowel intern als extern, gewogen te worden. Indien een toekomstperspectief ontbreekt dient de prijs van de aandelen vastgesteld te worden op basis van de liquidatiewaarde. De liquidatiewaarde gaat uit van potentiële opbrengst van een onderneming bij liquidatie, zijnde de verkoop van alle losse activa.⁶³ Waardering op basis van de liquidatiewaarde is tevens een waarderingmethode, meer hierover in paragraaf 3.3.

Belangrijk is dat de Hoge Raad heeft geoordeeld dat er geen sprake is van één onder alle omstandigheden geldige maatstaf voor het bepalen van de waarde van aandelen in het kader van een echtscheiding.⁶⁴ De keuze voor een bepaalde maatstaf hangt af van de omstandigheden van het geval.⁶⁵

⁶⁰ Van Borssum Waalkes & Van der Schrans, *O&F* 2014-2, p. 57.

⁶¹ Van den Berg, *Ondernemingsrecht* 2013/16, p. 573.

⁶² Van den Berg, *Ondernemingsrecht* 2013/16, p. 573.

⁶³ Janssen & De Ruijter 2017, p. 5.

⁶⁴ HR 2 maart 2001, *NJ* 2001/584, Zie ook Van den Berg, *Ondernemingsrecht* 2013/16, p. 572.

⁶⁵ HR 2 maart 2001, *NJ* 2001/584, R.O. 4.

Economische waarderingsmaatstaven	Kenmerken
<i>Strategische waardebeoordeling</i>	<i>Vaststelling van de prijs van de aandelen gebaseerd op voortzetting van de onderneming waarbij rekening wordt gehouden met toekomstige acquisities en potentiële samenwerkingen</i>
<i>Waarde in het economisch verkeer</i>	<i>De waarde die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij de verkoop van de aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding</i>

- Figuur 3: schematische weergave verdere onderverdeling waarderingsmaatstaf gericht op economische waarde

Bovenstaand een schematisch overzicht van de waarderingsmaatstaven gericht op de economische waarde. In beide gevallen wordt er een prognose gemaakt van de toekomstige resultaten. Immers zijn de waardes achter bijzondere toekomstige omstandigheden niet te herleiden uit de balans of jaarrekening.

Waarderingsmaatstaven gericht op verleden	Kenmerken
<i>Stand alone-waarde</i>	<i>Vaststelling van de prijs van de aandelen gebaseerd op voortzetting van de onderneming zonder rekening te houden met toekomstige acquisities en potentiële samenwerkingen</i>
<i>Liquidatiewaarde</i>	<i>Potentiële opbrengst van de onderneming bij liquidatie, zijnde de verkoop van alle losse activa</i>

- Figuur 4: schematische weergave verdere onderverdeling waarderingsmaatstaf gericht op boekwaarde

Bovenstaand een schematisch overzicht van de waarderingsmaatstaven gericht op de boekwaarde. Op basis van deze waarderingsmaatstaven kan de waarde van een onderneming bepaald worden aan de hand van de balans en jaarrekening van de voorgaande jaren. Immers gaan de waarderingsmaatstaven niet uit van bijzondere toekomstige omstandigheden.

3.3. Waarderingsmethoden

Nadat er voor een bepaalde waarderingsmaatstaf is gekozen dient er een waarderingsmethode te worden toegepast. De waarderingsmethode is zoals eerder gesteld de rekenformule die toegepast wordt om de waarde van een onderneming te bepalen.⁶⁶ Bij de verschillende waarderingsmethoden zijn telkens weer andere kwalitatieve uitgangspunten doorslaggevend. Het is daarom belangrijk dat de uitgangspunten van de waarderingsmethode aansluiten bij de uitgangspunten van de waarderingsmaatstaf.

De verschillende waarderingsmethoden kunnen gecategoriseerd worden onder de accounting-benadering of de economische benadering.⁶⁷ In het geval de prijs van aandelen wordt vastgesteld op basis van een waarderingsmethode die te categoriseren valt onder de accounting-benadering wordt de prijs van de aandelen vastgesteld op basis van gegevens uit het verleden, terwijl de waarderingsmethoden onder de economische benadering juist de aandelen waarderen op basis van een prognose van de toekomstige resultaten. De economische benadering houdt in de waarde die aan een onderneming kan worden toegekend op basis van economische uitgangspunten.⁶⁸ De accounting-benadering sluit aan bij de waarderingsmaatstaven op basis van het verleden terwijl de economische benadering juist aansluit bij de economische waarde. Immers wordt er – in tegenstelling tot bij de accounting-benadering – bij de economische benadering niet op basis van het verleden maar op basis van de toekomst gewaardeerd.⁶⁹ Indien gekozen wordt voor de waarderingsmaatstaf ‘boekwaarde’ dient er dus een waarderingsmethode binnen de accounting-benadering toegepast te worden, terwijl een keuze voor de waarderingsmaatstaf ‘economische waarde’ een waarderingsmethode binnen de economische benadering oplevert. De waarderingsmaatstaf en waarderingsmethode vertonen veel overeenkomsten met elkaar en worden vaak ook in één adem genoemd. Het verschil is echter dat de waarderingsmaatstaf een veel breder spectrum omvat dan de waarderingsmethode. Immers is de waarderingsmethode het ‘standpunt’ dat de waarderingsdeskundige inneemt terwijl de waarderingsmethode de concrete rekenformule is om een ‘waarde’ aan dat ‘standpunt’ te koppelen. In deze paragraaf een analyse van de meest gehanteerde waarderingsmethoden,

⁶⁶ Van Borssum Waalkes & Van der Schrans, *O&F* 2014-2, p. 58.

⁶⁷ Groeneveld, *EB* 2011/1, p. 1.

⁶⁸ Lankester, *REP* 2014/2, p. 32.

⁶⁹ Groeneveld, *EB* 2011/1, p. 3.

gedestilleerd uit zowel juridische als economische literatuur. Hieruit zal blijken dat de waarderingsmethode verschilt van de waarderingsmaatstaf.

Onderstaand een schematisch overzicht van de hiervoor besproken accounting-benadering en economische benadering.

Accounting-benadering	Economische benadering
<i>Toepassing boekhoudkundige uitgangspunten</i>	<i>Toepassing economische uitgangspunten</i>
<i>Waardering op basis van resultaten uit het verleden</i>	<i>Waardering op basis van een prognose van toekomstige resultaten</i>

- Figuur 5: schematische weergave van de accounting-benadering en de economische benadering

3.3.1. Intrinsieke waarde

Te categoriseren onder de accounting-benadering is waardering op grond van de intrinsieke waarde, zijnde de 'werkelijke' boekwaarde van het eigen vermogen in de balans. Alle activa en passiva op de balans worden geherwaardeerd om de 'werkelijke' waarde van deze posten te taxeren.⁷⁰ Belangrijk is dat het hier dus niet het eigen vermogen als in de balans betreft, aangezien de op de balans gepresenteerde waardes gecorrigeerd worden.⁷¹ Immers dient de activa en passiva geherwaardeerd te worden zodat deze een afspiegeling vormen van de actuele, werkelijke waarde van de onderneming.⁷²

Om tot de intrinsieke waarde te komen dient het eigen vermogen gecorrigeerd te worden met de stille reserves.⁷³ Van een stille reserve is sprake indien een post op de balans lager gewaardeerd is dan deze in werkelijkheid waard is. Janssen & De Ruijter stellen daarom ook dat de intrinsieke waarde gelijk is aan het surplus van de waarde van de bezittingen boven de schulden.⁷⁴ Zo kan het voorkomen dat er in de jaarrekening voor het onroerend goed een te hoge afschrijving is opgenomen dan in werkelijkheid het geval is en dat de voorraden te laag gewaardeerd zijn.⁷⁵ In dat geval dient de waarderingsdeskundige het eigen vermogen

⁷⁰ Groeneveld, *EB* 2011/1, p. 1 & Van der Zanden, *WPNR* 2016/7119, p. 708.

⁷¹ Janssen & De Ruijter 2017, p. 9.

⁷² Janssen & De Ruijter 2017, p. 9.

⁷³ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 57.

⁷⁴ Janssen & De Ruijter 2017, p. 9.

⁷⁵ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 57-60.

eerst te vermeerderen met deze stille reserves om tot de intrinsieke waarde te komen. Naast de stille reserves dient het eigen vermogen gecorrigeerd te worden met de goodwill van de onderneming.⁷⁶

Een belangrijk nadeel van de intrinsieke waarde is dat het slechts een momentopname betreft gericht op het verleden, en dus geen inzicht verschaft over de toekomstige winstgevendheid van de onderneming.⁷⁷ Volgens Labohm, Veerman en Van der Zanden kan waardering op basis van de intrinsieke waarde derhalve slechts in een beperkt aantal gevallen worden toegepast, zijnde situaties waarin het een zeer courante of liquide activa betreft.⁷⁸ Immers is het in dat geval daadwerkelijk mogelijk om de activa eenvoudig over te dragen waardoor de intrinsieke waarde betekenis toekomt. Een ander belangrijk nadeel is dat activa in de praktijk soms moeilijk te waarderen is. Denk daarbij aan immateriële activa.⁷⁹ Er bestaat geen consensus of een leidraad over bijvoorbeeld de waardering van intellectuele eigendomsrechten. Een ander belangrijk nadeel is dat de intrinsieke waarde geen rekening houdt met de meerwaarde die de onderneming boven het kapitaal en arbeid creëert.⁸⁰ Door dit duurzame organisatorisch verband is de onderneming vaak meer waard dan de getallen die op de balans staan.

Naar mijn inzien is deze waarderingmethode vooral representatief in het geval van handelsondernemingen waarvan de activa en passiva eenvoudig op werkelijke waarde is in te schatten.

3.3.2. Rentabiliteitswaarde

De tweede waarderingmethode binnen de accounting-benadering is waardering op basis van de rentabiliteitswaarde. Bij deze methode wordt veelal een genormaliseerde resultatenrekening (jaarrekening waarin alle niet tot de feitelijke bedrijfsvoering en bijdragende kosten worden geschrapt) als uitgangspunt genomen.⁸¹ Dit houdt in dat er uit de resultatenrekening, vaak over meerdere jaren, een zogenaamde 'sustainable profit' wordt gedestilleerd, hetgeen het gevolg is van het schrappen van alle buitengewone

⁷⁶ Denneboom, *PE: Tijdschrift voor de bedrijfsopvolging* 2015/1, p. 37.

⁷⁷ Janssen & De Ruijter 2017, p. 16-17.

⁷⁸ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 57.

⁷⁹ Janssen & De Ruijter 2017, p. 15.

⁸⁰ Van der Zanden, *WPNR* 2016/7119, p. 707-708.

⁸¹ Van der Zanden, *WPNR* 2016/7119, p. 707-708 & <http://www.financieel-ondernemen.nl/artikelen/208-waardebepaling-van-uw-bedrijf-eerst-uw-jaarrekening-normaliseren/>.

elementen uit de resultatenrekening.⁸² Met buitengewone elementen wordt bedoeld op posten die het resultaat van de onderneming incidenteel hebben beïnvloed of posten die voor de onderneming niet als normatief beschouwd worden.⁸³ Hierbij valt bijvoorbeeld te denken aan kosten voor een groots eenmalig bedrijfsfeest of ontslag van personeel.

De hieruit voortvloeiende 'sustainable profit' wordt vervolgens verdisconteerd met de verdisconteringsvoet, zijnde het percentage waartegen toekomstige geldstromen contant worden gemaakt.⁸⁴ Binnen deze verdisconteringsvoet besloten is een voor het eigen vermogen te formuleren rentabiliteitseis. De rentabiliteitseis wordt bepaald aan de hand van het Capital Asset Pricing Model (CAPM).⁸⁵ Voor niet-beursgenoteerde familiebedrijven wordt deze rentabiliteitseis vastgesteld door een vergelijking te maken met het rendement die beleggers eisen in aandelen van 'vergelijkbare' beursgenoteerde ondernemingen.⁸⁶

Samengevat houdt de rentabiliteitswaarde in de verhouding tussen de genormaliseerde nettowinstcapaciteit van de onderneming en het rendement dat over het geïnvesteerde vermogen wordt behaald.⁸⁷ Dit houdt in dat de rentabiliteitswaarde – in tegenstelling tot de intrinsieke waarde – gericht is op de toekomstige resultaten van de onderneming, zijnde de constante waarde van de in te toekomst te behalen gemiddelde netto-jaarwinst.⁸⁸ Echter worden deze toekomstige resultaten gewaardeerd op basis van genormaliseerde resultaten uit het verleden. Dit is ook meteen een belangrijk nadeel van de rentabiliteitswaarde. Immers kunnen er in de toekomst belangrijke externe wijzigingen van marktomstandigheden plaatsvinden, waardoor resultaten uit het verleden geen garantie kunnen bieden voor de resultaten in de toekomst.⁸⁹ Zo kent de rentabiliteitswaarde geen betekenis toe aan factoren als inflatie of gewijzigde concurrentieverhoudingen.⁹⁰ Daarnaast is de rentabiliteitswaarde niet geschikt om de aandelen in een jonge sterk groeiende onderneming te waarderen, aangezien de resultaten uit het verleden in dit geval geen indicatie vormen voor de toekomst.⁹¹ De resultaten zullen bij een groeiende onderneming in de toekomst doorgaans hoger zijn dan de resultaten in het verleden, waardoor de in het

⁸² Van der Zanden, *WPNR* 2016/7119, p. 707-708.

⁸³ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 65.

⁸⁴ Denneboom, *PE: Tijdschrift voor de bedrijfsopvolging* 2015/1, p. 34.

⁸⁵ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 66.

⁸⁶ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 61.

⁸⁷ Flören & Jansen 2006, p. 123.

⁸⁸ Janssen & De Ruijter 2017, p. 18.

⁸⁹ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 70.

⁹⁰ Janssen & De Ruijter 2017, p. 20.

⁹¹ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 70.

verleden behaalde resultaat geen goede indicatie is voor de waardering van een onderneming.⁹² Tot slot is de rentabiliteitswaarde ook niet representatief voor ondernemingen die recentelijk grote investeringen in roerend goed hebben gedaan, daar waar de resultaten in de eerste jaren lager zullen zijn in verband met de afschrijvingen die gepaard gaan met de investering.⁹³

Op voorhand kan ik concluderen dat de rentabiliteitswaarde vooral representatief is om stabiele ondernemingen te waarderen waarvan de omzet ieder jaar ongeveer gelijk is. Immers is bij dit soort ondernemingen mogelijk om een prognose te maken op basis van het verleden, aangezien het de verwachting is dat er geen schommelingen in de resultaten zullen zijn.

3.3.3. Liquidatiewaarde

Onder de accounting-benadering valt eveneens de reeds eerder aangehaalde liquidatiewaarde, zijnde de waarde van de onderneming bij stopzetting van de activiteiten. Labohm, Veerman en Van der Zanden formuleren de liquidatiewaarde als 'de directe opbrengstwaarde van (een deel van) de onderneming na beëindiging van de activiteiten, rekening houdend met de schulden en kosten die voortvloeien uit het stopzetten van de exploitatie'.⁹⁴ De liquidatiewaarde wordt berekend door alle activa te waarderen in de situatie dat zij verkocht worden na bedrijfsbeëindiging.⁹⁵ Vervolgens wordt deze opbrengst verminderd met de schulden van de onderneming en de kosten voor de verkoop van de activa. Het restant is de liquidatiewaarde. De liquidatie kan worden aangemerkt als de minimale waarde van een onderneming, aangezien de waarde in going concern veelal hoger uitvalt.⁹⁶

De nadelen van waardering op basis van de liquidatiewaarde zijn te vinden in het waarderen van de activa. Bij de waardering dient uit te worden gegaan van de verkoopwaarde van de activa, zijnde het geval wanneer alle activa stuk voor stuk wordt verkocht.⁹⁷ Het gevolg hiervan is dat de activa volledig geherwaardeerd zal moeten worden, aangezien de

⁹² Denneboom, *PE: Tijdschrift voor de bedrijfsopvolging* 2015/1, p. 34.

⁹³ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 70-71.

⁹⁴ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 60.

⁹⁵ Janssen & De Ruijter 2017, p. 5.

⁹⁶ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 60.

⁹⁷ Janssen & De Ruijter 2017, p. 5.

verkoopprijs afwijkt van het bedrag waarvoor de activa is opgenomen in de balans.⁹⁸ Belangrijk is dat activa niet altijd even makkelijk is te waarderen, denk daarbij aan de eerder genoemde intellectuele eigendomsrechten.

Naar mijn inzien is de liquidatiewaarde enkel representatief in de gevallen waarin de onderneming daadwerkelijk geliquideerd wordt, bijvoorbeeld door een faillissement. In het geval van een going concern zal de liquidatiewaarde immers altijd lager uitvallen dan de going concern waarde.

3.3.4. Schematisch overzicht accounting-benadering

Onderstaand een schematisch overzicht van de waarderingmethoden binnen de accounting benadering. Hetgeen dat al deze waarderingmethoden gemeen hebben is het feit dat alle methoden de waarde van de aandelen baseert op de in het verleden behaalde resultaten. Derhalve is voor waardering van de aandelen op basis van de accounting-benadering enkel de balans en jaarrekening van de voorgaande jaren vereist.

Waarderingsmethoden accounting-benadering	Grondslag
<i>Intrinsieke waarde</i>	<i>Waarde van de onderneming gebaseerd op de werkelijke waarde van de activa en passiva. Indien deze waarderingmethode wordt toegepast dient er een herwaardering van de activa en passiva plaats te vinden.</i>
<i>Rentabiliteitswaarde</i>	<i>Waarde van de onderneming gebaseerd op de winstgevendheid van de toekomst. Er wordt een prognose gemaakt van de toekomstige resultaten op basis van resultaten uit het verleden.</i>
<i>Liquidatiewaarde</i>	<i>Houdt in de directe opbrengstwaarde van de onderneming na beëindiging van de activiteiten. De liquidatie wordt berekend door alle activa te waarderen tegen</i>

⁹⁸ Janssen & De Ruijter 2017, p. 6.

verkoopwaarde en deze opbrengst te verminderen met de schulden en de kosten voor liquidatie.

- Figuur 6: schematische weergave van waarderingmethoden binnen accounting-benadering

3.3.5. Discounted cash flow-methode

De belangrijkste methode binnen de economische benadering is de discounted cash flow-methode (hierna: DCF-methode). Deze methode vangt de nadelen van de rentabiliteitswaarde op, inhoudende dat de DCF-methode een representatiever beeld van de toekomst scheidt. Waardering volgens de DCF-methode houdt in waardering van aandelen op basis van de in de toekomst te verwachte vrije geldstromen. Daarbij is het belangrijk dat de waarderingdeskundige een prognose maakt van de toekomstige resultaten en de te verwachten cashflow.

Uitgangspunt van de DCF-methode is het contant maken van de toekomstige vrije kasstromen die de onderneming genereert.⁹⁹ Bij het berekenen van de vrije kasstromen wordt uitgegaan van het bedrijfsresultaat na belastingen, zijnde de omzet waar de operationele kosten en belasting van zijn afgetrokken. Vervolgens wordt van het bedrijfsresultaat na belastingen de afschrijvingen op materiële en immateriële vaste activa, investeringen en desinvesteringen in materiële vaste activa en de mutatie van het netto werkkapitaal afgetrokken.¹⁰⁰ Het bedrag dat overblijft is de vrije kasstroom.

Het contant maken van deze vrije kasstromen geschiedt op basis van een vermogenskostenvoet, hetgeen rekening houdt met het ondernemingsrisico.¹⁰¹ De vermogenskostenvoet wordt bepaald aan de hand van de rendementseis over het eigen vermogen, hetgeen bepaald wordt aan de hand van de in paragraaf 3.3.1. genoemde Capital Asset Pricing Model, en de kostenvoet van het vreemd vermogen.¹⁰² Laatstgenoemde is gelijk aan de rente waartegen het vreemd vermogen van de onderneming kan worden gefinancierd. Vervolgens worden de gewichten van het eigen vermogen en vreemd vermogen bepaald aan de hand van de marktwaarde van het eigen en het vreemd vermogen

⁹⁹ Janssen & De Ruijter 2017, p. 30.

¹⁰⁰ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 73-74.

¹⁰¹ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 71.

¹⁰² Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 75-76.

in het geval van een optimale vermogensstructuur.¹⁰³ De optimale vermogensstructuur wordt bepaald aan de hand van de maximale financiermogelijkheden die een onderneming heeft aan de hand van de balansratio's.

Het grote voordeel van de DCF-methode ten opzichte van de intrinsieke waarde en de rentabiliteitswaarde is het feit dat de DCF-methode gericht is op de toekomst. Bij de berekening van de vrije kasstromen wordt rekening gehouden met alle mogelijke factoren die de toekomstige opbrengst mogelijk beïnvloeden, zoals bijvoorbeeld een gewijzigd beleid of inflatie.¹⁰⁴ De nadelen die aan deze waarderingsmethode kleven is het feit dat het een erg ingewikkelde en arbeidsintensieve methode is, en daardoor ook erg duur. Een ander belangrijk nadeel is dat toepassing van de DCF-methode in de praktijk vaak tot een hoge waardering leidt.¹⁰⁵ Dit is het gevolg van onrealistische prognoses van de deskundigen. Het is belangrijk dat de waarderingsdeskundigen realistische verwachten van de onderneming hanteren.

Volgens Slagter geniet de DCF-methode de voorkeur bij het berekenen van de waarde van de aandelen van een onderneming, aangezien deze methode – in tegenstelling tot de accounting methoden – niet berust op een momentopname en gericht is op de toekomst.¹⁰⁶ Naar mijn inzien is de DCF-methode een geschikte methode om een groeiende onderneming te waarderen. Immers dient in dat geval een prognose te worden gemaakt van de toekomst. Om een prognose op te stellen is de DCF-methode veruit het meest geschikt, aangezien deze methode – in tegenstelling tot de voorgaande waarderingsmethoden – uitgaat van de toekomst en niet het verleden.

3.3.6. Waardering op basis van multiples

Tot slot is het ook mogelijk om te waarderen op basis van multiples. In dat geval worden aandelen gewaardeerd aan de hand van een vergelijkbare beursgenoteerde onderneming of een vergelijkbare transactie.

¹⁰³ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 76.

¹⁰⁴ Janssen & De Ruijter 2017, p. 39.

¹⁰⁵ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 83.

¹⁰⁶ Slagter, *JOR* 2002/32.

3.3.6.1. Beursmultiples

Bij de zogenaamde beursmultiples wordt er een referentiegroep van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen samengesteld. Om de prijs van de aandelen in de onderneming vast te stellen wordt de beurskoers van de vergelijkbare beursgenoteerde onderneming verdisconteerd met een door de deskundige bepaald verhoudingsgetal. Dit verhoudingsgetal schept een beeld van de verhouding tussen een bepaald kerngetal en de marktprijs, Zoals bijvoorbeeld de verhouding tussen de aandelenprijs en de winst van de onderneming.¹⁰⁷ Een belangrijk aspect is dat er bij de beursmultiples uit kan worden gegaan van de aandelenprijs uit zowel het verleden, het heden als de toekomst.¹⁰⁸ Voor laatstgenoemde dient er een prognose te worden gemaakt van de toekomstige aandelenkoers.

Het grootste nadeel van de beursmultiples is dat het in de praktijk vaak problematisch is om een referentiegroep van beursgenoteerde onderneming samen te stellen.¹⁰⁹ Immers is het, afhankelijk van het type onderneming, moeilijk een onderneming te vinden dat soortgelijke activiteiten exploiteert. Het tweede nadeel is dat beursgenoteerde ondernemingen vaak op veel grotere schaal ondernemen dan het niet-beursgenoteerde familiebedrijf. Hierdoor is het niet mogelijk om de ondernemingen met elkaar te vergelijken en worden er in de praktijk veelal correctiefactoren toegepast.¹¹⁰

3.3.6.2. Transactiemultiples

Indien de prijs van de aandelen in een onderneming wordt vastgesteld op basis van een vergelijkbare onderneming spreekt men over transactiemultiples. Daarbij wordt – evenals bij de beursmultiples – gebruikt gemaakt van een verhoudingsgetal. Echter geeft het getal in dit geval de relatie weer tussen de prijs en de financiële grootte van de te waarderen onderneming.¹¹¹ Dus indien het vergelijkingsobject een grotere onderneming betreft dan de te waarderen onderneming wordt hier rekening mee gehouden met het verhoudingsgetal.

¹⁰⁷ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 87.

¹⁰⁸ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 89.

¹⁰⁹ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 90-91.

¹¹⁰ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 91.

¹¹¹ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 93.

Deze waarderingsmethode is – naar mijn inzien – slechts in enkele gevallen toepasbaar. Immers is het grote nadeel van deze methode dat het erg moeilijk is om een referentielijst met vergelijkbare transacties samen te stellen.¹¹² Daarnaast is het zo dat transacties altijd afhankelijk zijn van specifieke omstandigheden.¹¹³ Derhalve is iedere transactie uniek en is het moeilijk om transacties met elkaar te vergelijken.

3.3.7. Schematisch overzicht economische benadering

Onderstaand een schematisch overzicht van de verschillende waarderingsmethoden binnen de economische benadering. Belangrijk is dat enkel voor de DCF-methode vereist is dat er een prognose gemaakt dient te worden van de toekomstige resultaten. Immers berust de waarde krachtens waardering volgens multiples enkel op basis van een vergelijkbare beursgenoteerde onderneming of transactie. Hiervoor is geen prognose vereist.

Waarderingsmethoden economische benadering	Grondslag
<i>DCF-methode</i>	<i>De waarde van de onderneming wordt gewaardeerd op basis van de toekomstige vrije kasstromen, zijnde het netto bedrijfsresultaat minus afschrijvingen, (des)investeringen en de mutatie van het netto werkkapitaal. Dit wordt vervolgens contant gemaakt door middel van de vermogenskostenvoet. Het belangrijkste aspect van deze waarderingsmethode is dat er een daadwerkelijke prognose van de toekomst dient te worden gemaakt.</i>
<i>Waardering op basis van multiples</i>	<i>Bij waardering volgens multiples wordt een onderneming gewaardeerd door een vergelijking te maken met een vergelijkbaar beursgenoteerde onderneming dan wel een vergelijkbare transactie.</i>

- Figuur 7: schematische weergave van waarderingsmethoden binnen accounting-benadering

¹¹² Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 93.

¹¹³ Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017, p. 93-94.

3.4. Welke waarderingsgrondslag toe te passen?

In de voorgaande paragraaf zijn de belangrijkste waarderingsmaatstaven- en methoden opgesomd. Uit het bovenstaande kan geconcludeerd worden dat de mogelijkheden om een onderneming te waarderen oneindig zijn, immers zijn er geen concrete grondslagen voor de waardering in de wet of parlementaire geschiedenis te vinden.

Het is de vraag of de summiere wettelijke regeling in de praktijk tot problemen leidt. Het antwoord op deze vraag luidt bevestigend. In 2013 is er door Van den Berg een empirisch onderzoek gedaan naar waarderingsdilemma's onder waarderingsdeskundigen.¹¹⁴ Binnen deze enquête is gevraagd naar de te hanteren waarderingsmaatstaf; de te hanteren waarderingsmethode; de eventuele toepassing van kortingen; het waarderingsproces en de uiteindelijke prijsvaststelling. Uit het onderzoek blijkt dat er consensus is over de te hanteren waarderingsmaatstaf en waarderingsmethode. Wat betreft de te hanteren waarderingsmaatstaf koos – opmerkelijk genoeg – slechts 19% voor de waarde in het economisch verkeer en 81% voor een prijs op basis van de stand-alone waarde.¹¹⁵ De meest toegepaste waarderingsmethodes zijn de DCF-methode en de multiple analyse hetgeen betekent dat de accountantsmethoden relatief weinig worden toegepast.¹¹⁶

3.5. Overige waarderingsdilemma's

Buiten de toe te passen waarderingsmaatstaf- en methode is er in de praktijk nog een ander gewichtig waarderingsdilemma. Zo is er geen regelgeving omtrent de formulering van de opdracht die de rechter aan de waarderingsdeskundige verleent.¹¹⁷ De rechter geeft de deskundige over het algemeen veel vrijheid met betrekking tot de toe te passen waarderingsmethode, zo blijkt uit een onderzoek van Van den Berg.¹¹⁸

3.5.1. Open opdrachtformulering

De Ondernemingskamer hanteert meestal de volgende formulering wanneer zij opdracht geeft aan waarderingsdeskundigen:

¹¹⁴ Van den Berg, *Ondernemingsrecht* 2013/16.

¹¹⁵ Van den Berg, *Ondernemingsrecht* 2013/16, p. 573.

¹¹⁶ Van den Berg, *Ondernemingsrecht* 2013/16, p. 574.

¹¹⁷ Van Borssum Waalkes & Van der Schrans, *O&F* 2014-2, p. 64-65.

¹¹⁸ Van den Berg, *Ondernemingsrecht* 2013/16.

“De te benoemen deskundige dient de waarde van de over te dragen aandelen per een zo recent mogelijke, voor de hand liggende datum te bepalen met inachtneming van alle feiten en omstandigheden die deze waarde bepalen.”¹¹⁹

Het is opmerkelijk dat de rechter, die zelf over een discretionaire bevoegdheid beschikt, de waarderingsdeskundige zoveel vrijheid verschaft bij het vervullen van zijn taak. Immers is het juist de rechter die op de hoogte is van het hele feitencomplex en de zienswijze van partijen gedurende een procedure.

3.5.2. Voorstel tot verbetering

In de jurisprudentie zijn echter ook voorbeelden te vinden waarin de rechter een concrete opdracht verstrekt aan de waarderingsdeskundige.¹²⁰ In dat geval stelt de rechter, op basis van de naar voren gebrachte zienswijze van partijen, concrete vragen aan de deskundigen (bijvoorbeeld de vraag of een bepaalde factor van invloed moet zijn op de waardering). Dit komt overeen met een voorstel dat is gedaan in de literatuur.

Van Borssum Waalkes & Van der Schrans deden reeds het voorstel om het deskundigenbericht zo veel mogelijk op te stellen met inachtneming van door partijen zelf onderbouwde visies op de waarde van aandelen.¹²¹ Ikzelf sta achter deze visie. Immers brengt een open opdrachtformulering het risico met zich mee dat de gehele procedure door de deskundige herhaald wordt. Een deskundigenbericht met inachtneming van de door partijen onderbouwde visies zou de rechtszekerheid ten goede komen.

3.6. Deelconclusie

Uit dit hoofdstuk blijkt dat er verschillende waarderingsmaatstaven en waarderingsmethoden zijn ter invulling van de in hoofdstuk 2 geformuleerde ‘waarde in het economisch verkeer’. Gezien het feit dat er verschillende waarderingsmaatstaven- en

¹¹⁹ Hof Amsterdam (OK) 8 mei 2012, *ARO* 2012/73 (*Cascal*), R.O. 2.3 & Hof Amsterdam (OK) 10 december 2013, *ARO* 2014/27 (*Smarttrac N.V.*), R.O. 2.9.

¹²⁰ Zie bijvoorbeeld: Hof 's-Hertogenbosch 28 mei 2013, ECLI:NL:GHSHE:2013:CA1517, Rechtbank Oost-Brabant 2 oktober 2014, ECLI:NL:RBOBR:2014:8135 en Hof 's-Hertogenbosch 8 november 2016, ECLI:NL:GHSHE:2016:4999.

¹²¹ Van Borssum Waalkes & Van der Schrans, *O&F* 2014-2, p. 69-71.

methoden bestaan, er grote verschillen zijn tussen de verschillende waarderingsmaatstaven en methoden, en er in de praktijk sprake is van waarderingsdilemma's onder de waarderingsdeskundigen, zorgt het summiere wettelijk kader voor grote rechtsonzekerheid. Immers is het op voorhand niet duidelijk op basis waarvan de prijs van de aandelen zal worden vastgesteld.

Op basis van dit hoofdstuk kan geconcludeerd worden dat geen enkele waarderingsmaatstaf of waarderingsmethode zich leent voor een uniforme toepassing op alle gevallen. Geen enkele onderneming is identiek en binnen elk feitencomplex zijn er telkens weer andere feiten en omstandigheden relevant. Om tot 'de waarde in het economisch verkeer', zijnde de prijs die de meestbiedende gegadigde zou betalen, te komen dient er telkens een waarderingsmethode te worden toegepast die waarde hecht aan de voor die casus gewichtige factoren. Zo zal de meestbiedende derde in het geval van een jonge groeiende onderneming de prijs van de aandelen vaststellen op basis van de DCF-methode terwijl de meestbiedende derde de aandelen in een onderneming die in staat van faillissement verkeert veelal waarden op basis van de liquidatiewaarde. Immers wordt bij een jonge groeiende onderneming de maximale prijs bereikt wanneer er gewaardeerd wordt aan de hand van een waarderingsmethode die betekenis toekent aan het toekomstige groeipotentieel, terwijl de maximale prijs die voor aandelen van een onderneming in faillissement zonder enig perspectief betaald zal worden, vastgesteld wordt op basis van de executiewaarde.

Algemeen wordt door de wetgever, jurisprudentie en de vakliteratuur voorgeschreven dat aandelen gewaardeerd dienen te worden naar de 'waarde in het economisch verkeer'. Op basis van de voor dit hoofdstuk geanalyseerde literatuur lijkt een uniforme toepassing van een bepaalde waarderingsmethode ter invulling van deze waarderingsgrondslag niet tot de mogelijkheden te behoren. Relevant is echter de wijze waarop de hogere én lagere rechtspraak invulling geeft aan dit criterium. Belangrijk is om te onderzoeken of de rechterlijke macht een onderscheid maakt tussen gedwongen en vrijwillige overdracht. In het kader hiervan is er een jurisprudentieonderzoek verricht over de jaren 2013, 2014, 2015 en 2016. De reden voor de keuze van deze jaargangen is vanwege het feit dat partijen sinds de invoering van de Flex-BV meer vrijheid hebben gekregen om statutair van de wettelijke

regeling af te wijken.¹²² De bevindingen uit dit jurisprudentieonderzoek komen in hoofdstuk 4 aan bod.

¹²² Zie bijvoorbeeld De Vries, *Ondernemingsrecht* 2012/19 & Schwarz, *TvOB* 2009-1.

Hoofdstuk 4: Jurisprudentieonderzoek

4.1. Inleiding

In hoofdstuk 2 wordt het wettelijk kader omtrent de waardering van aandelen in kaart gebracht. Hieruit blijkt dat de ‘waarde in het economisch verkeer’ als algemene waarderingsgrondslag dient bij de vaststelling van de prijs van aandelen, zijnde *‘de waarde die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij de verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding’*. Zoals reeds in paragraaf 2.7.1. besproken is invulling van deze waarderingsgrondslag met verschillende waarderingsmaatstaven en waarderingsmethoden denkbaar, aangezien het niet duidelijk is op basis van welke factoren de zogenaamde fictieve ‘meestbiedende gegadigde’ de prijs van de aandelen vaststelt. Hoofdstuk 3 geeft een analyse van de verschillende waarderingsmaatstaven en waarderingsmethoden die invulling kunnen geven aan de ‘waarde in het economisch verkeer’. Een belangrijk gegeven is het feit dat bij de verschillende waarderingsmaatstaven en waarderingsmethoden telkens andere factoren doorslaggevend zijn, waardoor de keuze voor een bepaalde waarderingsmaatstaf of waarderingsmethode af lijkt te hangen van de omstandigheden van het geval. Het is daarom interessant om te onderzoeken hoe de rechtspraak in de praktijk invulling geeft aan de ‘waarde in het economisch verkeer’.

Dit hoofdstuk dient ter beantwoording van de derde en vierde deelvraag en verschaft de lezer een beeld over hoe de ‘waarde in het economisch verkeer’ in de praktijk door de rechter wordt ingevuld. Ter beantwoording van de derde en vierde deelvraag is er een jurisprudentieonderzoek verricht over de jaren 2013 tot en met 2017. De reden voor de keuze van deze jaargangen is vanwege het feit dat partijen sinds de invoering van de Flex-BV een grotere mate van vrijheid hebben gekregen om statutair van het wettelijk kader inzake de waardering van aandelen, bestaande uit de artikelen 192, 195, 201a en 339 van Boek 2 BW, af te wijken, zoals reeds in hoofdstuk 3 gesteld.¹²³ Zo vormt de afschaffing van het dwingende karakter van de blokkeringsregeling een van de belangrijkste wijzigingen van de Flex-BV.¹²⁴ Vennootschappen kunnen ervoor opteren om geen beperking toe te passen en

¹²³ Zie bijvoorbeeld De Vries, *Ondernemingsrecht* 2012/19 & Schwarz, *TvOB* 2009-1.

¹²⁴ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 13-15 (MvT).

de aandelen vrij-overdraagbaar te maken.¹²⁵ Tevens heeft de wetgever voorzien in de mogelijkheid om via de statuten een andere waarderingsmethode toe te passen.¹²⁶

Bestaat er binnen de hogere én lagere rechtspraak consensus omtrent de te hanteren waarderingsmaatstaf en waarderingsmethode in bepaalde omstandigheden? Dat is de vraag die centraal staat in dit jurisprudentieonderzoek. Indien er sprake is van consensus kan een uniforme wettelijke regeling, ter invulling van de 'waarde in het economisch verkeer', tot stand worden gebracht, waardoor er een grote mate van rechtszekerheid wordt bereikt. Indien uit dit onderzoek blijkt dat er géén sprake is van een uniforme toepassing van bepaalde waarderingsmaatstaven en/of waarderingsmethoden zal er getracht worden bepaalde verbanden te zoeken, waaruit vervolgens richtlijnen gedestilleerd kunnen worden die als handvatten dienen bij de uitleg van het wettelijk kader. Dit houdt in dat bepaalde waarderingsmaatstaven en waarderingsmethoden gekoppeld kunnen worden aan bepaalde omstandigheden, zo is bijvoorbeeld waarderingsmethode A van toepassing bij omstandigheden B etc.

Mijn hypothese voor dit onderzoek is dat de resultaten omtrent de te hanteren waarderingsmaatstaf en waarderingsmethoden zullen aansluiten bij de uitkomsten van het in hoofdstuk 3 genoemde onderzoek van Van den Berg. Uit dit onderzoek volgt dat de DCF-methode verreweg de meest representatieve methode is om de waarde van een onderneming te bepalen.¹²⁷ Omdat een aanzienlijk deel van de uitspraken echtscheidingen betreffen, ligt het in de lijn der verwachtingen dat de intrinsieke waarde eveneens veelvuldig toegepast wordt. Het Hof Den Haag heeft in een in 2013 gewezen arrest namelijk geoordeeld dat het voor discussie vatbaar is of de DCF-methode passend is in een echtscheidingsprocedure en dat de intrinsieke waarde de meest representatieve waarderingsmethode is in het geval van een echtscheidingsprocedure.¹²⁸

De opzet van dit onderzoek en werkwijze komt in paragraaf 4.2. aan bod. Vervolgens worden in paragraaf 4.3. de resultaten van het onderzoek gepresenteerd. Tot slot in paragraaf 4.4. de deelconclusie.

¹²⁵ *Kamerstukken II 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 13-15 (MvT).*

¹²⁶ *Kamerstukken II 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 49-50 (MvT).*

¹²⁷ Van den Berg, *Ondernemingsrecht 2013/16*, p. 574.

¹²⁸ Hof Den Haag 6 november 2013, ECLI:NL:GHDHA:2013:5378 & Van Spaendonck & Sparrius RV, *REP 2016-1*, p. 31-32.

4.2. Onderzoeksoopzet

Met als doel het onderzoek zo efficiënt mogelijk in te richten is er – gezien de aanzienlijke hoeveelheid jurisprudentie over waarderingsgeschillen – een referentiegroep opgesteld met daarin tweeënveertig relevante arresten omtrent de waardering van aandelen uit de jaren 2013 (dertien uitspraken), 2014 (dertien uitspraken), 2015 (negen uitspraken), 2016 (zes uitspraken) en 2017 (één uitspraak). Deze uitspraken zijn afkomstig uit verschillende databases, waarbij telkens is gezocht op “waardering aandelen” gecombineerd met “waarde in het economisch verkeer”.¹²⁹ Dit leverde een aanzienlijke hoeveelheid treffers op, waaruit vervolgens de relevante uitspraken zijn gedestilleerd. De gehanteerde criteria ter kwalificatie van een uitspraak als ‘relevant’ zijn:

1. De waardering van de aandelen dient een aanzienlijk deel van het geschil te omvatten. Er dient sprake te zijn van een conflict tussen partijen over de toe te passen waarderingsmaatstaf en/of waarderingmethode.
2. De onderneming waarvan de aandelen gewaardeerd worden is geen beursgenoteerde NV. Zoals in hoofdstuk 1 besproken maakt de beursgenoteerde NV deel uit van de kapitaalmarkt die de prijs van de aandelen bepaald. Derhalve speelt de waarderingproblematiek een minder grote rol.
3. Het geschil betreft geen fiscaalrechtelijk geschil. Het analyseren van fiscale geschillen omtrent de waardering van aandelen zou de kaders van dit onderzoek overschrijden.
4. Uit de casus blijkt welke waarderingsmaatstaf en waarderingmethode is toegepast. Indien uit een uitspraak niet blijkt welke waarderingsmaatstaf en waarderingmethode is toegepast wordt deze uitspraak in beginsel niet opgenomen in het referentiekader.
5. indien het niet duidelijk is welke waarderingsmaatstaf en waarderingmethode wordt toegepast kan een uitspraak alsnog als relevant worden beschouwd indien er andere gewichtige omstandigheden optreden die in dit onderzoek besproken zijn. Zo kan er bijvoorbeeld sprake zijn van bijzondere omstandigheden die bij de waardering in afweging worden genomen of van een concrete opdrachtformulering

¹²⁹ Bronnen: www.rechtspraak.nl, www.navigator.kluwer.nl & www.legalintelligence.com. In deze database is gezocht naar relevante jurisprudentie over de jaren 2013-2017. Daarbij is gezocht op de trefwoorden “waardering aandelen” gecombineerd met “waarde in het economisch verkeer”. De zoekresultaten zijn vervolgens gefilterd op de rechtsgebieden ondernemingsrecht en personen- en familierecht.

waarbij het advies wordt gegeven een bepaalde waarderingsmethode toe te passen.

Aan de hand van de criteria zijn er uit de grote hoeveelheid uitspraken tweeënveertig relevante uitspraken gedestilleerd. Het referentiekader bestaat uit tweeëntwintig vonnissen gewezen door rechtbanken, achttien arresten gewezen door gerechtshoven en twee arresten gewezen door de Hoge Raad. Om de relevante factoren uit deze arresten te herleiden is er een spreadsheet opgesteld met factoren waaraan de arresten getoetst worden. Deze factoren zijn:

1. De relevante wetsartikelen. Het betreft hier de in hoofdstuk 2 besproken wettelijke bepalingen, zijnde art. 2:192 BW (aanbiedingsplicht), art. 2:195 BW (blokkeringsregeling), art. 2:201a BW (uitkoopprocedure) en art. 2:339 BW (uitstotingsvordering). In het geval van echtscheidingsprocedures is art. 3:178 e.v. BW van toepassing. Belangrijk hierbij is de vraag of de toepassing van verschillende artikelen tot toepassing van verschillende waarderingsmaatstaven dan wel waarderingsmethoden leidt. In de spreadsheet van het onderzoek die als bijlage is toegevoegd is deze factor terug te vinden in kolom E.
2. Is er sprake van een echtscheiding of een erfenis? Uit de jurisprudentie volgt dat waardering op basis van de intrinsieke waarde het meest representatief is in het geval van echtscheidingen en derhalve de voorkeur geniet boven de DCF-methode.¹³⁰ Het is de vraag of dit in de praktijk altijd het geval is. Daarnaast is het een mogelijkheid dat er in het geval van een erfenis een andere waarderingsmaatstaf en/of waarderingsmethode wordt gehanteerd dan bij een andersoortig geschil. Het bleek niet eenvoudig om uitspraken te vinden die betrekking hebben op een erfenis. Slechts twee uitspraken uit het referentiekader betreffen een erfenis.¹³¹ In deze gevallen ging het om een conflict tussen de erfgenamen. In de spreadsheet van het onderzoek is deze factor terug te vinden in kolom F respectievelijk G.

¹³⁰ Hof Den Haag 6 november 2013, ECLI:NL:GHDHA:2013:5378 & Van Spaendonck & Sparrius RV, *REP* 2016-1, p. 31-32.

¹³¹ Hof Arnhem-Leeuwarden 22 oktober 2013, *JOR* 2013/335 & Rb. Zeeland-West-Brabant 10 december 2014, ECLI:NL:RBZWB:2014:9002.

3. Betreft het in casu een vrijwillige overdracht? Uit hoofdstuk 2 blijkt dat de prijs bij gedwongen overdracht in beginsel gelijk is aan de prijs bij vrijwillige overdracht en dat in beide gevallen de prijs van de aandelen wordt vastgesteld op basis van 'de waarde in het economisch verkeer', zijnde een algemene waarderingsgrondslag. Interessant is of deze norm in het geval van een vrijwillige overdracht op dezelfde wijze wordt ingevuld als bij een gedwongen overdracht. Dit onderzoek zal uitwijzen of dit ook in de praktijk het geval is. In de spreadsheet van het onderzoek is deze factor terug te vinden in kolom H.
4. Wat is de rechtsvorm van de onderneming? Een mogelijk relevante factor is de rechtsvorm en de grootte van de onderneming. Het is de vraag of de deskundige dan wel de rechter de rechtsvorm en grootte van de onderneming meeneemt in de afweging voor een bepaalde waarderingsmaatstaf of waarderingsmethode. Een deskundigenonderzoek is immers een kostbaar onderzoek. Indien de onderneming een kleine eenmanszaak met weinig vermogen betreft zullen de kosten van zo'n onderzoek nimmer opwegen tegen de baten van de onderneming waardoor het deskundigenonderzoek niet rendabel is. Daarnaast kan er bij de waardering een onderscheid worden gemaakt tussen de verschillende rechtsvormen. Deze factor staat in kolom I van de spreadsheet.
5. Is er een waarderingsdeskundige benoemd? Uit hoofdstuk 2 volgt dat de rechter bij de vaststelling van de prijs van aandelen kan afzien van het benoemen van een deskundige. Het is de vraag of dit in de praktijk voorkomt en wanneer de rechter zichzelf in staat acht om zelf de prijs van de aandelen vast te stellen. Belangrijk daarbij is of het een onafhankelijke door de rechtbank benoemde deskundige betreft of een partijdeskundige. Ook zal getoetst worden of er sprake is van een open of concrete opdrachtformulering. Deze factoren komen terug in de kolommen J, K en L van de spreadsheet.
6. Is er sprake van een statutaire bepaling waarin een regeling omtrent de waardering van de aandelen is opgenomen en zo ja: wat is de inhoud van de statutaire regeling? Zo kan er sprake zijn van een aanbiedings- en/of blokkeringsregeling maar ook van een geschillenregeling. Daarnaast kan de statutaire bepaling een concrete waarderingsmethode bevatten. De mogelijkheden om van de wettelijke regeling af

te wijken zijn bij de invoering van de Wet Flex-BV verruimt. Het is de vraag of en in hoeverre de statutaire regelingen worden nageleefd in de jurisprudentie. Daarnaast is er getoetst of de statutaire bepaling door de rechter is nageleefd. Deze factoren staan in kolom M, N en O van de spreadsheet.

7. Welke waarderingsmaatstaf en waarderingsmethode wordt toegepast? Wat betreft de waarderingsmaatstaf kan een keuze worden gemaakt tussen de in hoofdstuk 3 genoemde waarderingsmaatstaven, zijnde de boekwaarde of de economische waarde. In het geval van de waarderingsmethoden kan er een keuze worden gemaakt tussen de in hoofdstuk 3 genoemde waarderingsmethode, zijnde waardering op basis van de intrinsieke waarde, de rentabiliteitswaarde of liquidatiewaarde, de DCF-methode en waardering op basis van multiples. Deze factoren staan in de kolommen P en Q van de spreadsheet.
8. Zijn er nog overige relevante omstandigheden? Uiteraard kunnen er andere bijzondere omstandigheden een rol spelen. Indien deze er zijn zullen deze in kolom R opgemerkt worden.

Na een uitgebreide analyse van de arresten uit de referentiegroep is de relevante data verwerkt in de matrix met relevante omstandigheden. Deze werkwijze heeft geleid tot een overzichtelijk schema van alle casus, waaruit gewichtige conclusies gedestilleerd zijn. De resultaten van dit onderzoek zullen in de volgende paragraaf in kaart worden gebracht. Vooraf dient opgemerkt te worden dat het een steekproefsgewijs onderzoek betreft. Een groot deel van de uitspraken over dit onderwerp zijn niet meegenomen. Het optreden van selection bias is dus niet ondenkbaar.

4.3. De resultaten

In deze paragraaf zullen de bevindingen uit het jurisprudentie in kaart worden gebracht. Allereerst zal uit paragraaf 4.3.1. en 4.3.2. blijken welke waarderingsmaatstaven en waarderingsmethoden het vaakst worden toegepast. Paragraaf 4.3.3. en 4.3.4. bestrijken de rol van de deskundige binnen het waarderingsgeschil. Paragraaf 4.3.5. heeft betrekking op het gebruik van statutaire bepalingen en de naleving van die statutaire bepalingen. Tot slot gaat paragraaf 4.3.6. in op het onderscheid tussen vrijwillige en gedwongen uittreding.

4.3.1. De waarderingsmaatstaven/waarderingsmethoden

De eerste bevinding uit het jurisprudentieonderzoek is dat er géén sprake is van de uniforme toepassing van één bepaalde waarderingsmaatstaf en/of methode. Uit het referentiekader is van negenentwintig uitspraken bekend welke waarderingsmaatstaf en waarderingsmethode is toegepast, zo is bij zeventien uitspraken de boekwaarde toegepast terwijl er slechts in negen gevallen uit is gegaan van de economische waarde. Om de economische waarde te berekenen is in alle gevallen gewaardeerd op basis van de DCF-methode, en dus in geen enkel geval op basis van multiples. In het geval van de boekwaarde is in het gros van de gevallen de prijs van de aandelen vastgesteld op basis van de intrinsieke waarde (negen uitspraken), terwijl in de overige acht gevallen de rentabiliteitswaarde (drie uitspraken), de liquidatiewaarde (één uitspraak) en de boekwaarde volgens de balans (vier uitspraken) is toegepast. Bij de overige twee uitspraken is bij de waardering zowel uitgegaan van de boekwaarde als de economische waarde, waarbij in beide casus een andere combinatie van waarderingsmethoden is toegepast, zijnde een combinatie van de intrinsieke waarde en rentabiliteitswaarde en een combinatie van de DCF-methode en de liquidatiewaarde. Onderstaand een schematisch overzicht van de toegepaste waarderingsmaatstaven.

Waarderingsmaatstaf	Aantal
Boekwaarde	17
Economische waarde	9
Boekwaarde & economische waarde	2
Niet bekend	14

- Figuur 8: Toegepaste waarderingsmaatstaven jurisprudentieonderzoek

Opvallend is dat de boekwaarde veel vaker wordt toegepast dan de economische waarde, terwijl uit het onderzoek van Van den Berg blijkt dat deskundigen veelal opteren voor de DCF-methode.¹³² Hoewel er in de meerderheid van de gevallen geopteerd wordt voor de boekwaarde blijkt uit de jurisprudentie geenszins van een uniforme toepassing van een bepaalde waarderingsmethode, zo blijkt uit het feit dat er vijf verschillende waarderingsmethoden zijn toegepast. Onderstaand een schematische weergave van de toegepaste waarderingsmethoden.

¹³² Van den Berg, *Ondernemingsrecht* 2013/16, p. 574.

Waarderingsmethode	Aantal
DCF-methode	9
Intrinsieke waarde	9
Rentabiliteitswaarde	3
Liquidatiewaarde	1
Boekwaarde	4

- Figuur 9: Toegepaste waarderingsmethoden jurisprudentieonderzoek

Opvallend is het feit dat de intrinsieke waarde het meeste wordt toegepast, hetgeen de resultaten uit het onderzoek door Van den Berg weerspreekt. Een verklaring hiervoor is de aanzienlijke hoeveelheid echtscheidingsprocedures opgenomen in het referentiekader. Immers heeft het Hof Den Haag, zoals in paragraaf 4.1. gesteld, in een in 2013 gewezen arrest geoordeeld dat het voor discussie vatbaar is of de DCF-methode passend is in een echtscheidingsprocedure en dat de intrinsieke waarde de voorkeur geniet in het geval van een echtscheidingsprocedure.¹³³ Het referentiekader omvat twintig echtscheidingsprocedures, waarbij in zeven gevallen de intrinsieke waarde is toegepast. In de overige gevallen is gebruik gemaakt van de DCF-methode (vier keer), de boekwaarde (twee keer), de rentabiliteitswaarde (één keer), de liquidatiewaarde (één keer) en een combinatie van de liquidatiewaarde en de DCF-methode (één keer). Het waren bijzondere omstandigheden die aanleiding gaven tot de toepassing van de boekwaarde (het betrof een kleine BV), de rentabiliteitswaarde (waardering op basis van de rentabiliteitswaarde opgenomen in de franchiseovereenkomst) en de liquidatiewaarde (de onderneming had een negatief eigen vermogen). Voor de toepassing van de DCF-methode waren echter géén bijzondere omstandigheden. De toepassing van de DCF-methode bij een echtscheiding stond tevens niet ter discussie. Bij het uitblijven van bijzondere omstandigheden die aanleiding geven tot toepassing van een bepaalde waarderingsmethode zal de prijs van de aandelen meestal bepaald worden aan de hand van de intrinsieke waarde, gevolgd door de DCF-methode.

¹³³ Hof Den Haag 6 november 2013, ECLI:NL:GHDHA:2013:5378. Zie ook Van Spaendonck & Sparrius RV, *REP* 2016-1, p. 31-32.

4.3.2. Wanneer welke waarderingsmethode?

Uit de voorgaande paragraaf blijkt welke waarderingsmaatstaven en waarderingsmethoden in de periode 2012-2017 in de praktijk zijn toegepast. Hieruit valt op te maken dat er geen sprake is van een uniforme toepassing van één bepaalde waarderingsmethode, aangezien er vijf verschillende waarderingsmethoden zijn toegepast. Een wettelijke regeling die één verplichte waarderingsmaatstaf of waarderingsmethode oplegt, toepasbaar op alle gevallen, behoort derhalve niet tot de mogelijkheden. Het is aan de hand van deze resultaten echter wél mogelijk om bepaalde waarderingsmethoden te koppelen aan bepaalde omstandigheden, zo wordt de boekwaarde, de liquidatiewaarde en de rentabiliteitswaarde enkel bij bijzondere omstandigheden toegepast terwijl de DCF-methode en de intrinsieke waarde bredere toepassing vinden. Door deze koppeling te maken kunnen er handvatten in de vorm van richtlijnen ontwikkeld worden die enige rechtszekerheid bieden bij toepassing van de wettelijke regeling. Hiermee wordt getracht een oplossing te bieden aan de grote problematiek die bestaat rondom het wettelijk kader bestaande uit de artikelen 192, 195, 201a en 339 van Boek 2 BW.

De prijs van aandelen wordt enkel op basis van de boekwaarde gewaardeerd indien er sprake is van een kleine onderneming¹³⁴ of in het geval partijen dit specifiek met elkaar overeenkomen.¹³⁵ De waarderingsmethode boekwaarde wordt gekoppeld met de factor rechtsvorm en grootte van de onderneming. Betreft de onderneming in kwestie een kleine onderneming, dan zullen de aandelen gewaardeerd worden op basis van de boekwaarde, veelal zonder tussenkomst van een deskundige. Dit ligt voor de hand aangezien een deskundigenonderzoek veel geld kost. De beperkte draagkracht van de onderneming maakt een deskundigenonderzoek in die gevallen niet mogelijk. De boekwaarde vormt de meest eenvoudige waarderingsmethode, aangezien de waarde van de aandelen volgens de boekwaarde rechtstreeks uit de balans valt af te lezen. Hierdoor is er veelal geen deskundige vereist en kan de rechter de prijs van de aandelen vaststellen zonder partijen met hoge kosten op te zadelen. In geen enkele uitspraak uit het referentiekader wordt de prijs van aandelen vastgesteld op basis van de boekwaarde zonder dat daar een concrete aanleiding voor is. Dit geldt eveneens voor de liquidatiewaarde. Aandelen zullen enkel op basis van de liquidatiewaarde worden gewaardeerd indien er sprake is van een gebrek aan toekomstperspectief. Zoals uiteengezet in paragraaf 3.3.3. houdt de liquidatiewaarde in de

¹³⁴ Hof Den Haag 17 september 2013, ECLI:NL:GHDHA:2013:4307.

¹³⁵ Rb. Rotterdam 20 oktober 2016, ECLI:NL:RBROT:2016:7969.

waarde van de onderneming bij stopzetting van de activiteiten. Bedoeld wordt de directe opbrengstwaarde van (een deel van) de onderneming bij beëindiging van de activiteiten, dus bij executieverkoop. In de enige casus waar de liquidatiewaarde werd toegepast was er sprake van een negatief eigen vermogen en een technisch faillissement.¹³⁶ Alleen in gevallen waar de financiële positie van een onderneming dusdanig slecht is zal de liquidatiewaarde toepassing vinden. De liquidatiewaarde wordt in de praktijk dus inderdaad toegepast in de gevallen waarvoor de literatuur deze passend acht. Zoals eerder gesteld is de rentabiliteitswaarde slechts in drie gevallen toegepast. Als in paragraaf 3.3.2. omschreven houdt deze waarderingsmethode in een inschatting van de toekomstige resultaten van de onderneming op basis van de resultaten van de voorgaande boekjaren. Ook hier hebben specifieke omstandigheden geleid tot het gebruik van deze waarderingsmethode. Zo was dit in één geval statutair overeengekomen¹³⁷ en was het in een ander geval gebruikelijk in de sector waarin de onderneming zich op basis van de franchiseovereenkomst in bevond.¹³⁸ Er werd in geen enkel geval door de rechter of deskundige uit eigen beweging gekozen voor de rentabiliteitswaarde. Mijns inziens is dit niet verrassend, aangezien de DCF-methode een nauwkeurigere benadering geeft van de toekomstige resultaten. Immers brengt toepassing van de DCF-methode met zich mee dat er daadwerkelijk een prognose van de toekomst wordt gemaakt, waarbij alle – zowel interne als externe – factoren worden meegewogen. De waarderingsmethoden op basis van de boekwaarde, liquidatiewaarde en rentabiliteitswaarde zullen mijns inziens enkel worden toegepast in casus waarin deze waarderingsmethoden door partijen is overeengekomen of waarin het gebruikelijk is om op basis van die waarderingsmethoden te waarderen. Verder kan geconcludeerd worden dat de boekwaarde geschikt is om kleine ondernemingen te waarderen en de liquidatiewaarde gebruikt kan worden om ondernemingen met een continuïteitsprobleem te waarderen.

In tegenstelling tot de bovengenoemde waarderingsmethoden vindt waardering op basis van de DCF-methode en de intrinsieke waarde bredere toepassing. Zo werd de DCF-methode toegepast in negen uiteenlopende gevallen, waarvan vier echtscheidingen. In al deze gevallen is deze waarderingsmethode toegepast door een benoemde deskundige, veelal op basis van een open opdrachtformulering. Slechts één keer werd de deskundige door de Hoge Raad verzocht om de onderneming te waarderen op basis van de DCF-

¹³⁶ Hof Amsterdam 21 juni 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:2364.

¹³⁷ Rb. Amsterdam 20 februari 2013, ECLI:NL:RBAMS:2013:CA3834.

¹³⁸ Rb. Noord-Nederland 25 maart 2015, ECLI:NL:RBNNE:2015:2366.

methode, dit betrof overigens geen echtscheiding.¹³⁹ De DCF-methode is dus, zoals eerder uit het onderzoek van Van den Berg blijkt, dé waarderingmethode die waarderingdeskundigen vaak toepassen. De boekwaarde, de intrinsieke waarde, de liquidatiewaarde en de rentabiliteitswaarde vinden slechts bij bijzondere omstandigheden toepassing. Zo werd zoals eerder gesteld de boekwaarde enkel bij kleine ondernemingen toegepast, de intrinsieke waarde bij echtscheidingen, de liquidatiewaarde bij ondernemingen met slechte financiële perspectieven en de rentabiliteitswaarde in de gevallen waar dit statutair bepaalt. Indien er geen sprake is van één van deze omstandigheden lijkt de DCF-methode algemene toepassing te vinden. Het uitgangspunt is dat wanneer partijen geen overeenstemming vinden over de te hanteren waarderingmethode het deskundigenrapport geldt.¹⁴⁰ Ook oordeelde de Hoge Raad dat de te hanteren waarderingmethoden afhangt van de omstandigheden van het geval, waarbij betekenis wordt toegekend aan de zienswijze van partijen.¹⁴¹ De Hoge Raad oordeelde in dat geval dat de economische waarde (en dus de DCF-methode) voor de hand lag omdat partijen niet het voornemen hebben om de onderneming te willen beëindigen. Op basis van deze redenering kan de DCF-methode mijns inziens in veel gevallen worden toegepast. Zo werd de prijs van een aandelenpakket in een casus door een partijdeskundige gewaardeerd op basis van de rentabiliteitswaarde.¹⁴² Deze waarderingmethode werd door de onafhankelijke deskundige als ongeschikt bevonden ten gunste van de DCF-methode aangezien laatstgenoemde methode rekening houdt met de elementen tijd en risico. Derhalve is de DCF-methode in alle gevallen het meest geschikt, aldus de onafhankelijke deskundige. In een ander geval stelden de twee partijdeskundigen de prijs van de aandelen vast op basis van de intrinsieke en de rentabiliteitswaarde, hetgeen door de onafhankelijke deskundige afgewezen ten gunste van de DCF-methode.¹⁴³ Concluderend is de DCF-methode, indien er geen concrete omstandigheden aanleiding geven om een andere waarderingmethode toe te passen én er geen sprake is van een echtscheiding, de meest toegepaste waarderingmethode onder waarderingdeskundigen. Dit komt overeen met de eerder genoemde bevindingen uit het onderzoek door Van den Berg.

¹³⁹ HR 18 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:945.

¹⁴⁰ Rb. Amsterdam 13 mei 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:2801.

¹⁴¹ HR 28 oktober 2014, ECLI:NL:HR:2014:3462, *RFR* 2015/27. Zie ook bijvoorbeeld: Rb. Amsterdam 28 december 2016, *JOR* 2017/124.

¹⁴² Hof 's-Hertogenbosch 28 mei 2013, ECLI:NL:GHSHE:2013:CA1517.

¹⁴³ Rb. Oost-Brabant 1 februari 2017, ECLI:NL:RBOBR:2017:445.

In paragraaf 3.3.1. is reeds uitgelegd dat de intrinsieke waarde in feite de werkelijke waarde van de balanswaarde inhoudt, berekend op basis van een herwaardering door een correctie met de stille reserves. Er wordt in dat geval op geen enkele wijze een koppeling gemaakt met de toekomstige resultaten van de onderneming. Waardering krachtens de intrinsieke waarde kwam in het referentiekader tien keer voor. Slechts één van deze tien uitspraken betreft géén echtscheiding.¹⁴⁴ In deze casus ging het om een vastgoedbedrijf. De Ondernemingskamer oordeelde dat het gebruikelijk is om de prijs van aandelen in vastgoedbedrijven aan de hand van de intrinsieke waarde vast te stellen. Aangezien al het vermogen van een vastgoedbedrijf in de activa zit, is waardering op basis van de werkelijke balans- en jaarrekeningwaarden mijns inziens representatief. De eerder genoemde uitspraak van het Hof Den Haag omtrent de toepassing van de intrinsieke waarde in het geval van echtscheidingen¹⁴⁵ wordt dus in grote mate nageleefd in de rechtspraak, op enkele gevallen waarin de DCF-methode in echtscheidingsprocedures is toegepast of waarin bijzondere omstandigheden aanleiding gaven tot toepassing van de boekwaarde, liquidatiewaarde en rentabiliteitswaarde in echtscheidingsprocedures. Wél staat vast dat de intrinsieke waarde enkel in echtscheidingsprocedures wordt toegepast. Echter is dit niet de enige omstandigheid die bijdraagt aan de keuze voor waardering op basis van de intrinsieke waarde. Zo werd er voor de intrinsieke waarde gekozen omdat een onderneming fungeerde als holding- en beleggingsmaatschappij¹⁴⁶ maar ook vanwege het feit dat een onderneming geen materiële activiteiten meer exploiteerde.¹⁴⁷ Verder is het gebruikelijk om vastgoedbedrijven te waarderen naar de intrinsieke waarde. Dit werd geoordeeld in de uitspraak die géén echtscheiding betreft.¹⁴⁸ Concluderend kan gesteld worden dat de intrinsieke waarde toepassing vindt in echtscheidingsprocedure en bij de waardering van vastgoedbedrijven en holdingmaatschappijen.

4.3.3. De benoeming van deskundigen

In het gros van de geanalyseerde uitspraken vond de waardering plaats met behulp van een deskundige (tweeëndertig uitspraken). Dit was in achtentwintig gevallen een door de rechter benoemde onafhankelijke deskundige, al dan niet na waardering door een

¹⁴⁴ Hof Amsterdam 28 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:3087.

¹⁴⁵ Hof Den Haag 6 november 2013, ECLI:NL:GHDHA:2013:5378. Zie ook Van Spaendonck & Sparrius RV, *REP* 2016-1, p. 31-32.

¹⁴⁶ Hof Amsterdam 8 oktober 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:4257.

¹⁴⁷ Hof Amsterdam 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2797.

¹⁴⁸ Hof Amsterdam 28 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:3087.

partijdeskundige. In zes gevallen vond er een deskundigenonderzoek door een partijdeskundige plaats. Van deze zes gevallen werd er in twee gevallen alsnog een onafhankelijke deskundigen aangesteld. In tien gevallen werd er géén deskundige benoemd. Onderstaand een schematisch overzicht.

Waardering door deskundige	Onafhankelijke deskundige	Partijdeskundige
33 uitspraken	29	6

- Figuur 10: Schematisch overzicht deskundigenonderzoek

Uit het jurisprudentieonderzoek blijkt dat partijen het zelden eens zijn over de bevindingen van een partijdeskundige. De partijdeskundige lijkt in veel gevallen te waarderen op basis van de waarderingsmethode die voor de partij die het onderzoek beveelt voordeligst is. Zo werd er in een echtscheidingsprocedure¹⁴⁹ een partijdeskundigenonderzoek overlegt door de man. In dit partijdeskundigenrapport werd de prijs van de aandelen in de maatschap bepaald aan de hand van de rentabiliteitswaarde, hetgeen in dat geval een lage waarde opleverde. De vrouw was het hier niet mee eens en liet de prijs van aandelen vaststellen door een eigen partijdeskundige. Deze partijdeskundige kwam op basis van een combinatie tussen de intrinsieke waarde en rentabiliteitswaarde uit op een hogere waarde. Omdat partijen geen overeenstemming bereikte werd er alsnog een onafhankelijke deskundige aangesteld die de aandelen met behulp van de DCF-methode waardeerde. In tien gevallen is er geen deskundige benoemd. De omstandigheden die hieraan ten grondslag liggen variëren. Zo is er in twee gevallen geen deskundige benoemd omdat de onderhavige procedures een kort geding betreffen.¹⁵⁰ Volgens de kantonrechter kan er in kort geding niet worden geoordeeld over de waarde van aandelen indien er geen overeenstemming wordt bereikt tussen partijen, dat kan alleen bij de rechter. Andere gronden voor het achterwege laten van deskundigenonderzoek is wanneer de BV en de waarde dusdanig klein is dat de rechter de aandelen waardeert naar de boekwaarde op de balans¹⁵¹, alsmede wanneer de draagkracht van partijen geen deskundigenonderzoek toelaten.¹⁵² Dit is mijns inziens gerechtvaardigd aangezien een onafhankelijk deskundigenonderzoek in dat geval enkel tot

¹⁴⁹ Rb. Oost-Brabant 1 februari 2017, ECLI:NL:RBOBR:2017:445. Een vergelijkbare casus deed zich voor in Rb. Den Haag 11 oktober 2016, ECLI:NL:RBDHA:2016:13339.

¹⁵⁰ Zie Rb. Midden-Nederland 23 juli 2014, ECLI:NL:RBMNE:2014:4056 & Rb. Rotterdam 6 februari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BZ2691.

¹⁵¹ Hof Den Haag 17 september 2013, ECLI:NL:GHDHA:2013:4307.

¹⁵² Hof Den Haag 30 januari 2013, ECLI:NL:GHDHA:2013:3963.

nodeloze kosten zou leiden voor partijen. Ook is een deskundigenonderzoek geen vereiste indien partijen reeds zijn overeengekomen welke waarderingsmethode toegepast dient te worden.¹⁵³

4.3.4. Opdrachtformulering

Uit Van den Berg's onderzoek blijkt dat rechters meestal een open opdrachtformulering hanteren bij het verstrekken van de opdracht aan de waarderingsdeskundige. Dit jurisprudentieonderzoek wijst echter uit dat rechters middels een concrete opdrachtformulering de opdracht verstrekken aan de waarderingsdeskundige. In twaalf uitspraken waarin een onafhankelijke deskundige is aangesteld werd er een concrete opdracht verstrekt. In dat geval werd er door de rechter gevraagd om bepaalde – door partijen naar voren gebrachte omstandigheden – in de waardering te betrekken¹⁵⁴ of de waarde te bepalen op basis van de statuten.¹⁵⁵ Het is echter ook mogelijk dat de rechter de deskundige beveelt om de prijs van aandelen vast te stellen op basis van een bepaalde waarderingsmaatstaf of waarderingsmethode.¹⁵⁶ Mijns inziens is het rechtens om een concrete opdracht aan de deskundige te verstrekken, aangezien de door partijen naar voren gebrachte zienswijzen op deze manier in de waardering betrokken worden.

4.3.5. Statutaire bepalingen

In dertien uitspraken was er in de statuten van de onderneming een bepaling opgenomen die de waardering van de aandelen regelde. Het betrof in de meeste gevallen een aanbiedings- en blokkeringsregeling (acht uitspraken) waar statutair bepaald is dat de uittredend aandeelhouder zijn aandelen eerst aan zijn medevennoten dient aan te bieden alvorens de prijs door onafhankelijke deskundigen wordt vastgesteld. Deze statutaire bepalingen worden in de meeste gevallen nageleefd door de rechter. In twee gevallen vond de aanbiedingsregeling geen toepassing omdat het een kantonzaak betrof en de

¹⁵³ Rb. Rotterdam 20 oktober 2016, ECLI:NL:RBROT:2016:7969.

¹⁵⁴ Zie Hof 's-Hertogenbosch 8 november 2016, ECLI:NL:GHSHE:2016:4999 & Rb. Oost-Brabant 1 februari 2017, ECLI:NL:RBOBR:2017:445.

¹⁵⁵ Rb. Noord-Nederland 25 maart 2015, ECLI:NL:RBNNE:2015:2366.

¹⁵⁶ In HR 18 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:945 werd de deskundige bevolen om de aandelen volgens de DCF-methode. In Rb. Oost-Brabant 10 september 2014, ECLI:NL:RBOBR:2014:5261 diende de deskundige op bevel van de rechter de aandelen te waarderen op basis van de intrinsieke waarde. In Rb. Oost-Brabant 1 februari 2017, ECLI:NL:RBOBR:2017:445 vroeg de rechter aan de deskundige de going concern waarde (waarderingsmaatstaf) van een onderneming.

kantonrechter zich, zoals eerder opgemerkt, niet uitlaat over de waardering indien er geen overeenstemming is tussen partijen.¹⁵⁷ In een andere zaak was een deskundigenonderzoek – zoals statutair bepaald – niet vereist omdat er sprake was van een executoriale verkoop.¹⁵⁸ De deurwaarder is in dat geval bevoegd om de aandelen zonder een deskundigen onderzoek over te dragen. De laatste grond voor het niet-naleven van de aanbiedingsregeling is dat partijen reeds gedurende de procedure overeen zijn gekomen dat de aandelen tegen nominale waarde zullen worden overgedragen.¹⁵⁹ Naast de gevallen waarin er sprake is van een statutaire aanbiedings- en blokkeringsregeling zijn er ook vier casus waarin er concrete waarderinggrondslagen zijn opgenomen in de statuten. De in de statuten opgenomen waarderingmethoden werden in twee van de vier gevallen aangenomen.¹⁶⁰ In de overige gevallen werd de statutaire waarderingmethode niet nageleefd omdat het een kantonzaak betrof¹⁶¹ terwijl er in de andere casus naast de statutaire waarderingmethode nog een andere waarderingmethode op grond van een franchiseovereenkomst van toepassing was.¹⁶²

Statutaire bepaling	Statutaire bepaling nageleefd
13	5

- Figuur 11: Schematisch overzicht statutaire bepalingen

Bovenstaand een schematisch overzicht van de naleving van statutaire bepalingen. In eerste instantie lijkt het erop dat er in de meeste gevallen geen naleving plaatsvindt. Echter heeft er in een groot deel van de casus nog geen waardering plaatsgevonden waardoor het nog niet bekend is of de statutaire bepaling wordt nageleefd. Indien waardering plaatsvindt wordt de statutaire bepaling omtrent waardering in de meeste gevallen nageleefd. Dit kan zowel een aanbiedingsregeling zijn of een concrete waarderinggrondslag.

¹⁵⁷ Zie Rb. Overijssel 1 april 2015, ECLI:NL:RBOVE:2015:1940 & Rb. Rotterdam 6 februari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BZ2691.

¹⁵⁸ Rb. Amsterdam 4 september 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:6038.

¹⁵⁹ Rb. Rotterdam 20 oktober 2016, ECLI:NL:RBROT:2016:7969.

¹⁶⁰ Zie Hof Den Haag 25 maart 2014, ECLI:NL:GHDHA:2014:980 & Hof Arnhem-Leeuwarden 22 oktober 2013, *JOR* 2013/335.

¹⁶¹ Rb. Overijssel 1 april 2015, ECLI:NL:RBOVE:2015:1940.

¹⁶² Rb. Noord-Nederland 25 maart 2015, ECLI:NL:RBNNE:2015:2366.

4.3.6. Vrijwillige versus gedwongen uittreding

In slechts vijf uitspraken betrof het een vrijwillige uittreding. In drie casus is bekend op welke wijze de aandelen zijn gewaardeerd. In één geval was sprake van een erfenis. Hierbij werden de aandelen gewaardeerd op basis van de boekwaarde.¹⁶³ Bij de overige twee gevallen werd in één geval gewaardeerd op basis van de economische waarde op stand alone basis.¹⁶⁴ In dat geval is dus alleen bekend welke waarderingsmaatstaf gehanteerd werd. In de andere casus werd gewaardeerd op basis van een combinatie van de intrinsieke waarde en rentabiliteitswaarde.¹⁶⁵ Aangezien zowel bij vrijwillige als gedwongen uittreding geen structureel gebruik wordt gemaakt van bepaalde waarderingsmaatstaven en waarderingsmethoden is het niet duidelijk om een onderscheid te maken. Uit dit onderzoek kan dus niet geconcludeerd worden of er door de rechter een onderscheid wordt gemaakt tussen de toe te passen waarderingsmaatstaf en waarderingsmethode bij een vrijwillige dan wel gedwongen uittreding.

4.4. Deelconclusie

Het antwoord op de concluderende deelvraag, zijnde de vraag of er in de praktijk sprake is van een uniforme toepassing van een bepaalde waarderingsmaatstaf of waarderingsmethode, dient ontkennend te luiden, zo blijkt uit het jurisprudentieonderzoek. In de geanalyseerde rechtspraak worden vijf verschillende waarderingsmethoden toegepast. Deze uitkomst valt in de lijn der verwachtingen, aangezien uit hoofdstuk 3 blijkt dat bij de verschillende waarderingsmethoden telkens weer andere factoren doorslaggevend zijn, waardoor de toepassing van een bepaalde waarderingsmethode afhankelijk is van de omstandigheden van het geval. Een eventuele wijziging van het huidige wettelijk kader¹⁶⁶, waarin één bepaalde waarderingsmethode uniform op alle gevallen van toepassing wordt verklaard, behoort derhalve niet tot de mogelijkheden. Uit de jurisprudentie blijkt immers dat de keuze voor een bepaalde waarderingsmethode sterk afhankelijk is van de concrete omstandigheden van het geval.

¹⁶³ Hof Arnhem-Leeuwarden 22 oktober 2013, *JOR* 2013/335.

¹⁶⁴ Rb. Gelderland 4 juni 2014, ECLI:NL:RBGEL:2014:4340.

¹⁶⁵ Rb. Noord-Holland 2 april 2014, ECLI:NL:RBNHO:2014:3341.

¹⁶⁶ Artikelen 2:192, 2:195, 2:201a & 2:339 BW.

Wél blijkt uit het onderzoek dat het mogelijk is om een koppeling te maken tussen de verschillende waarderingsmethoden en bepaalde omstandigheden. Zo wordt de intrinsieke waarde uitsluitend gehanteerd bij het vaststellen van de prijs van aandelen in een echtscheidingsprocedure, worden aandelen gewaardeerd tegen de boekwaarde indien het een kleine onderneming betreft, is de liquidatiewaarde bij uitstek geschikt om ondernemingen zonder toekomstperspectief te waarderen en wordt de rentabiliteitswaarde enkel toegepast in het geval dat dit statutair of via een overeenkomst bepaald is. Deze vier waarderingsmethoden zijn allen te koppelen aan specifieke omstandigheden. De laatste waarderingsmethode, de DCF-methoden, kent een bredere toepassing en wordt gehanteerd in de gevallen dat geen sprake is van bovenstaande omstandigheden. Zo geniet de DCF-methode de voorkeur boven de rentabiliteitswaarde bij het berekenen van de economische waarde, aangezien deze verreweg het meest wordt toegepast door waarderingsdeskundigen. Uit paragraaf 4.3.2. blijkt namelijk dat de rentabiliteitswaarde enkel wordt toegepast indien dit statutair is bepaald dan wel indien partijen dit overeen zijn gekomen.

Naast bovengenoemde omstandigheden blijkt uit de jurisprudentie dat de zienswijze van partijen ook relevant is bij de keuze voor een waarderingsmethode. Het uitgangspunt is dat het deskundigenrapport een bindend advies is, waarin de zienswijzen van partijen in is opgenomen.¹⁶⁷ De zienswijze van partijen vormt dus de spil bij de keuze voor een bepaalde waarderingsmethode. Voor de rest zijn er in het onderzoek geen waarderingsmaatstaven en waarderingsmethoden te koppelen aan bepaalde feitencomplexen. De keuze voor een bepaalde waarderingsmethode wordt veelal gemaakt door een deskundigenonderzoek of door hetgeen partijen naar voren brengen. Indien partijen het eens zijn over een bepaalde waarderingsmethode zal de deskundige deze waarderingsmethode moeten toepassen.

Zoals eerder gesteld brengt het ontbreken van een duidelijke wettelijke regeling omtrent de waardering van aandelen een grote mate van rechtsonzekerheid. Partijen kunnen op voorhand geen inschatting maken op basis van welke waarderingsgrondslag de prijs van de aandelen vastgesteld zal worden. Dit hoofdstuk heeft aangetoond dat het niet mogelijk is om een bepaalde waarderingsmethode in de wet uniform van toepassing te verklaren op alle gevallen, echter is het op basis van de bevindingen in dit hoofdstuk wél mogelijk om bepaalde richtlijnen te ontwikkelen die als handvatten kunnen dienen bij de uitleg van het

¹⁶⁷ Zie HR 28 oktober 2014, ECLI:NL:HR:2014:3462, *RFR* 2015/27, Rb. Gelderland 14 april 2014, ECLI:NL:RBGEL:2014:2894 & Rb. Oost-Brabant 10 september 2014, ECLI:NL:RBOBR:2014:5261.

onduidelijke wettelijke kader. Deze richtlijnen koppelt de verschillende waarderingsmethoden aan bepaalde omstandigheden en dient in beginsel door de rechter nageleefd te worden, met als doel het scheppen van rechtszekerheid. Deze richtlijnen zullen in het volgende hoofdstuk geformuleerd worden.

Hoofdstuk 5: Conclusie en aanbevelingen

5.1. Bevindingen

Is het mogelijk om bepaalde handvatten te ontwikkelen die toegepast kunnen worden bij het uitleggen van het wettelijk kader omtrent de waardering van niet-beursgenoteerde familiebedrijven? Het antwoord op die vraag luidt 'ja' en het opstellen van deze richtlijnen kan op basis van de bevindingen van dit onderzoek zelfs als noodzakelijk worden beschouwd, aangezien de rechtszekerheid op dit gebied momenteel dermate laag is.

De eerste deelvraag, zijnde de vraag hoe de waardering van aandelen in het niet-beursgenoteerde familiebedrijf in het huidige wettelijk kader is geregeld, wordt in hoofdstuk 2 beantwoord met een analyse van het huidige wettelijke kader. Uit deze analyse blijkt dat er veel onduidelijkheid bestaat omtrent het wettelijk kader bestaande uit de artikelen 192, 195, 201a en 339 van Boek 2 BW. Zo is in deze wetsartikelen enkel bepaald dat de prijs van de aandelen vastgesteld dienen te worden door de rechter, al dan niet met advies van deskundigen. De wet geeft echter geen antwoord op de vraag welke waarderingsgrondslag er door de rechter c.q. deskundige wordt toegepast bij het bepalen van de waarde. Uit de wetsgeschiedenis, doctrine en jurisprudentie blijkt enkel dat er een algemene waarderingsgrondslag geldt bij de waardering van aandelen, namelijk 'de waarde in het economisch verkeer', hetgeen wordt gedefinieerd als *'de waarde die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij de verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding'*. In de praktijk zorgt deze waarderingsgrondslag voor veel onduidelijkheid. Zo kan de willige verkoper de te betalen prijs baseren op verschillende factoren, zoals bijvoorbeeld de aanwezige activa maar ook de toekomstige resultaten. De waarde in het economisch verkeer kan dus met allerlei concrete waarderingsmaatstaven en waarderingsmethoden worden ingevuld. Het is belangrijk dat er sprake is van rechtszekerheid op dit gebied, aangezien partijen momenteel op voorhand geen inschatting maken van het oordeel van een rechter in een waarderingsgeschil. Omdat het toepassen van verschillende waarderingsmethoden zorgt voor een groot verschil in uitkomst (Zo leidt waardering op basis van de DCF-methode bijvoorbeeld in de meeste gevallen tot een hogere waardering dan waardering op basis van de intrinsieke waarde) en zijn de belangen van partijen parallel aan elkaar (de uittredende partij wil een zo hoog mogelijk bedrag krijgen terwijl de uitkopende partij een zo laag mogelijk bedrag wil betalen).

Indien de rechtszekerheid op dit gebied wordt hersteld zullen partijen vaker onderling overeenstemming bereiken en minder snel de gang naar de rechter vinden.

De tweede deelvraag, zijnde de vraag naar de mogelijke waarderingsmaatstaven en waarderingsmethoden, wordt in hoofdstuk 3 beantwoord. In dit hoofdstuk zijn alle relevante waarderingsmaatstaven en waarderingsmethoden in kaart gebracht. De keuze voor een waarderingsmaatstaf vormt de eerste gewichtige keuze die de waarderingsdeskundige dient te maken in het waarderingsonderzoek. De waarderingsdeskundige kan daarbij kiezen tussen de boekwaarde gericht op resultaten uit het verleden of de economische waarde gericht op de toekomstige resultaten. Na de keuze voor een waarderingsmaatstaf dient de waarderingsdeskundige een daarop aansluitende waarderingsmethode toe te passen. De waarderingsmethode kan gedefinieerd worden als de rekenformule die toegepast wordt om de waarde van de onderneming te berekenen, waarbij elke waarderingsmethode betekenis toekent aan andere factoren. De belangrijkste waarderingsmethoden zijn de waardering op basis van de intrinsieke waarde, de rentabiliteitswaarde, de liquidatiewaarde, de DCF-methode of waardering op basis van multiples. Op basis van de analyse in hoofdstuk 3 kan geconcludeerd worden dat géén van bovengenoemde waarderingsmaatstaven en waarderingsmethoden zich leent voor een uniforme toepassing op alle gevallen. Aangezien elke waarderingsmethode geschikt is voor andere specifieke omstandigheden is het wél mogelijk om richtlijnen op te stellen waarbij bepaalde waarderingsmethoden gekoppeld worden aan bepaalde omstandigheden. Op deze wijze is het voor partijen op voorhand duidelijk welke waarderingsmethode in de gegeven omstandigheden toegepast dient te worden.

De derde deelvraag, zijnde de vraag welke waarderingsgrondslagen in de praktijk worden toegepast bij de waardering van niet-beursgenoteerde familiebedrijven, en vierde deelvraag, zijnde de vraag of het mogelijk is om een bepaalde waarderingsgrondslag in de wet op te nemen die unaniem op alle gevallen van toepassing is, worden in hoofdstuk 4 beantwoord. Om deze deelvragen te kunnen beantwoorden is er een jurisprudentieonderzoek verricht naar tweeënveertig waarderingsgeschillen in de periode 2013-2017. De bevindingen uit het jurisprudentieonderzoek staan in hoofdstuk 4. In dit hoofdstuk komt naar voren dat de jurisprudentie zeer uiteenlopend is, zo worden er vijf verschillende waarderingsmethoden gehanteerd. Opvallend is dat de intrinsieke waarde uitsluitend in echtscheidingen en bij de waardering van aandelen in vastgoedbedrijven

wordt gehanteerd. Verder wordt de prijs van aandelen in kleine ondernemingen vastgesteld op basis van de boekwaarde en is de liquidatiewaarde geschikt om ondernemingen in financiële nood te waarderen. De rentabiliteitswaarde wordt enkel toegepast in gevallen waarin dit statutair of bij overeenkomst is bepaald. De vier bovenstaande waarderingsmethoden kennen een beperkt toepassingsbereik en worden enkel bij bovenstaande omstandigheden toegepast. In de overige gevallen waarin géén sprake was van bovenstaande omstandigheden werd gebruik gemaakt van de DCF-methode, welke verreweg het meeste werd toegepast. Deze methode geniet de voorkeur bij de deskundigen en kent derhalve een bredere toepassing dan de overige vier methoden. De gegevens uit het jurisprudentieonderzoek zijn zeer bruikbaar bij het formuleren van richtlijnen. Op basis van de bevindingen uit het jurisprudentieonderzoek dient de vierde deelvraag ontkennend beantwoord te worden. De geanalyseerde casus zijn zeer gevarieerd waardoor het toepassen van een bepaalde waarderingsmethode op alle gevallen nimmer tot de mogelijkheden zal horen.

5.2. Aanbevelingen

Van Borssum Waalkes & Van der Schans hebben reeds het voorstel gedaan om het huidige wettelijke kader te wijzigen. Zij pleiten voor de waardering op stand alone-basis bij gebreke van een contractuele of statutaire bepaling die de waardering van de aandelen regelt.¹⁶⁸ De stand alone-waarde houdt, zoals in hoofdstuk 3 geformuleerd, in de prijs van de aandelen gebaseerd op voortzetting van de onderneming, zonder daarbij rekening te houden met toekomstige acquisities en potentiële samenwerkingen. Volgens de auteurs dient dit in de wet verankerd te worden.¹⁶⁹ De bevindingen uit hoofdstuk 3 en 4 bevestigen dat dit geenszins mogelijk is. Immers dient bij de waardering van de aandelen in sommige gevallen juist niet uit te worden gegaan van het toekomstperspectief omdat deze er niet is, waarin toepassing van de liquidatiewaarde de voorkeur geniet. Daarnaast blijkt dat het in de praktijk niet mogelijk is om één bepaalde waarderingsmaatstaf of waarderingsmethode van toepassing te verklaren. Zo is bij ieder ‘setje’ omstandigheden weer een andere waarderingsmethode representatief. Derhalve is het niet mogelijk om een bepaalde waarderingsmaatstaf of waarderingsmethode in alle gevallen van toepassing te verklaren. Verder pleiten de auteurs ervoor de wetsartikelen aan te vullen met een passage die bepaalt dat de zienswijzen van partijen zoveel mogelijk in acht dienen te worden genomen bij de

¹⁶⁸ Van Borssum Waalkes & Van der Schans, *O&F* 2014-2, p. 65 e.v.

¹⁶⁹ In art. 2:192 lid 3 BW, art. 2:195 lid 1 BW, art. 2:201a lid 5 BW & art. 2:339 BW.

waardering. Dit is mijns inziens wel een goed voorstel. De statutaire en contractuele bepalingen dienen leidend te zijn, evenals de zienswijzen van partijen. Indien partijen de mogelijkheid hebben om dit soort conflicten vooraf contractueel op te lossen én dit gehonoreerd wordt door de rechterlijke instanties zal dit leiden tot een afname van de conflicten.

Echter bestaat er in dat geval nog steeds veel rechtsonzekerheid in de gevallen dat er geen statutaire of contractuele bepalingen zijn die voorzien in de waardering van aandelen of indien partijen geen overeenstemming bereiken. Om in deze gevallen toch rechtszekerheid te scheppen dienen er handvatten in de vorm van richtlijnen geformuleerd te worden die de rechter en/of deskundige in beginsel dient te volgen. Deze richtlijnen gelden zowel bij gedwongen als vrijwillige uittreding. Enkel bij bijzondere omstandigheden kan van deze richtlijnen worden afgeweken. Op basis van dit onderzoek kunnen de volgende richtlijnen in de wet worden opgenomen:

- 1. In het geval de onderneming een eigen vermogen kleiner dan x euro heeft dient er voor de aandelen een prijs te worden betaald gelijk aan de boekwaarde van de aandelen*
- 2. In het geval van een echtscheiding dient er voor de aandelen een prijs te worden betaald gelijk aan de intrinsieke waarde van de aandelen*
- 3. Wanneer de onderneming met grote financiële problemen kampt en de onderneming derhalve ook geen toekomstperspectief heeft dient er voor de aandelen een prijs te worden betaald gelijk aan de liquidatiewaarde van de aandelen*
- 4. In alle andere gevallen dient er voor de aandelen een prijs te worden betaald gelijk aan de waarde op basis van de DCF-methode*

In deze richtlijnen komen de bevindingen uit hoofdstuk 3 en 4 tot uiting. Empirisch onderzoek naar de kosten van een deskundigenonderzoek zal uitwijzen welk bedrag onder x moet worden ingevuld. Op basis van deze richtlijnen is het voor partijen in alle gevallen op voorhand duidelijk op welke wijze de aandelen gewaardeerd zullen worden. Indien partijen een andere waarderingmethode wensen, kunnen zij dit statutair of contractueel met elkaar overeenkomen. De bovenstaande richtlijnen zijn in beginsel dwingend. Echter kunnen bijzondere omstandigheden meebrengen dat een andere waarderingmethode passend wordt geacht en er van de richtlijn afgeweken dient te worden, mits partijen dit naar voren

brengen. Het gevolg is dat er ten opzichte van de huidige situatie veel meer rechtszekerheid is. Partijen weten op voorhand waar ze aan toe zijn en geschillen zullen eerder door partijen onderling worden beslecht. Immers kunnen partijen in de meeste gevallen op voorhand voorspellen op welke wijze de rechter en/of deskundige de aandelen zal waarderen.

Literatuurlijst

Boeken

Labohm, Veerman & Van der Zanden 2017

A.N. Labohm, W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden, *'Waardering van ondernemingen in de juridische praktijk'*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017.

Flören & Jansen 2006

R.H. Flören & S.F. Jansen, *'De emotionele waarde van het familiebedrijf'*, Deventer: Kluwer 2006.

Van de Loo & Schuit 1993

P.B.M. van de Loo & J.W.R. Schuit, *'Opvolging in leiding en eigendom bij het familiebedrijf'*, 's-Gravenhage: DELWEL Uitgeverij 1993.

Kwakkel 2016

H. Kwakkel, *'Handboek Familiebedrijven en opvolging'*, Amsterdam: Boom uitgevers 2016.

Janssen & De Ruijter 2017

A.N.G. Janssen & P.A. de Ruijter, *'Prijs en waarde van ondernemingen'*, Amsterdam: De Ruijter 2017.

Bulten, in: T&C BW 2013

C.D.J. Bulten, 'Commentaar op Burgerlijk Wetboek Boek 2 artikel 336' in: C.J.J.M. Stolker, W.L. Valk & H.B. Krans (red.), *Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek*, Deventer: Kluwer 2013.

Bulten, in: T&C BW 2012

C.D.J. Bulten, 'Commentaar op Burgerlijk Wetboek Boek 2 artikel 339' in: C.J.J.M. Stolker, W.L. Valk & H.B. Krans (red.), *Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek*, Deventer: Kluwer 2012.

Boschma & Schutte-Veenstra, in: *T&C BW 2012*

H.E. Boschma & J.N. Schutte-Veenstra, 'Commentaar op Burgerlijk Wetboek Boek 2 artikel 192' in: C.J.J.M. Stolker, W.L. Valk & H.B. Krans (red.), *Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek*, Deventer: Kluwer 2012.

Boschma & Schutte-Veenstra, in: *T&C BW 2012*

H.E. Boschma & J.N. Schutte-Veenstra, 'Commentaar op Burgerlijk Wetboek Boek 2 artikel 195' in: C.J.J.M. Stolker, W.L. Valk & H.B. Krans (red.), *Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek*, Deventer: Kluwer 2012.

Boschma & Schutte-Veenstra, in: *T&C BW 2013*

H.E. Boschma & J.N. Schutte-Veenstra, 'Commentaar op Burgerlijk Wetboek Boek 2 artikel 201a' in: C.J.J.M. Stolker, W.L. Valk & H.B. Krans (red.), *Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek*, Deventer: Kluwer 2013.

Salemink, *GS Rechtspersonen*

T. Salemink in: 'GS Rechtspersonen, artikel 201a Boek 2 BW', aant. 5.1 (online: laatst bijgewerkt op 1 januari 2013).

Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/717

J.M.M. Maeijer, G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel II*. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009.

Artikelen

Van Seumeren, *FamilieBedrijf* 2001/11, p. 46-47

F. van Seumeren, 'Het belangrijkste is dat het bedrijf binnen de familie blijft', *FamilieBedrijf* 2001/11, p. 46-47.

Van Borssum Waalkes & Van der Schrans, *O&F* 2014-2, p. 55-73

J. van Borssum Waalkes & E. van der Schrans, 'Prijs en waardebeoordeling van aandelen in besloten vennootschappen in ondernemingsrechtelijke procedures', *O&F* 2014-2, p. 55-73.

Schwarz, *TvOB* 2009-1, p. 14-21

C.A. Schwarz, 'Statutaire of contractuele prijsfixatie bij overdracht van aandelen; wijzigende gezichtspunten en de rol van redelijkheid en billijkheid', *TvOB* 2009-1, p. 14-21.

De Vries, *Ondernemingsrecht* 2012/19, p. 1-14

P.P. de Vries, 'Prijsbepalingsregels voor aandelen in een BV naar huidig en komend recht', *Ondernemingsrecht* 2012/19, p. 1-14.

De Kam, *N.V.* 1994/3, p. 66-79

F. De Kam, 'Uitkoop en waardering van aandelen', *N.V.* 1994/3, p. 66-79.

Lankester, *REP* 2014/2, p. 32-35

E.R. Lankester, 'Waardebepaling ondernemingen bij echtscheiding: waarde of prijs?', *REP* 2014/2, p. 32-35.

Van den Berg, *Ondernemingsrecht* 2013/16, p. 571-578

S.W. van den Berg, 'De blokkeringsregeling, prijsbepalingsregels en waarderingsdilemma's voor waarderingsdeskundigen', *Ondernemingsrecht* 2013/16, p. 571-578.

Groeneveld, *EB* 2011/1, p. 1-5

J.G. Groeneveld, 'Echtscheiding: de waarde van de onderneming kan niet uit de jaarrekening worden afgeleid', *EB* 2011/1, p. 1-5.

Van der Zanden, *WPNR* 2016/7119, p. 705-710

P.M. van der Zanden, 'Waardering van (aandelen in) ondernemingen', *WPNR* 2016/7119, p. 705-710.

Denneboom, *PE: Tijdschrift voor de bedrijfsopvolging* 2015/1, p. 33-40.

C. Denneboom, 'Waardering van aan onderneming bij echtscheiding', *PE Tijdschrift voor de bedrijfsopvolging* 2015/1, p. 33-40.

Van Spaendonck & Sparrius, *REP* 2016-1, p. 31-37

PH.M. van Spaendonck & A.B. Sparrius, 'Waardering van aandelen in het kader van de gemeenschap van goederen', *REP* 2016-1, p. 31-37.

Slagter, JOR 2002/32

W.J. Slagter: annotatie bij: Hof Amsterdam (OK) 9 december 1999, *JOR* 2002/32 (*Noro/Morepa*).

Jurisprudentie

Hoge Raad

HR 11 september 1996, *NJ* 1997/177

HR 2 maart 2001, *NJ* 2001/584

HR 21 januari 2005, *NJ* 2005/126

HR 11 september 2011, *JOR* 1996/113 (*Nationale Nederlanden*)

HR 18 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:945

HR 28 oktober 2014, ECLI:NL:HR:2014:3462, *RFR* 2015/27

Ondernemingskamer

Hof Amsterdam (OK) 9 december 1999, *JOR* 2002/32 (*Noro/Morepa*)

Hof Amsterdam (OK) 15 mei 2008, *JOR* 2008/197

Hof Amsterdam (OK) 16 februari 2010, *LJN* BL8336

Hof Amsterdam (OK) 8 mei 2012, *ARO* 2012/73 (*Cascal*)

Hof Amsterdam (OK) 29 januari 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:BZ7225

Hof Amsterdam (OK) 12 februari 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2623

Hof Amsterdam (OK) 16 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:4416

Hof Amsterdam (OK) 8 oktober 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:4257

Hof Amsterdam (OK) 10 december 2013, *ARO* 2014/27 (*Smarttrac N.V.*)

Hof Amsterdam (OK) 2 juni 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2136

Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2797

Hof Amsterdam (OK) 28 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:3087

Hof Amsterdam (OK) 21 juni 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:2364

Hof

Hof 's-Gravenhage 23 februari 2010, ECLI:NL:GHSGR:2010:BL6543

Hof 's-Gravenhage 14 juni 2011, *LJN* BR3775

Hof Den Haag 30 januari 2013, ECLI:NL:GHDHA:2013:3963

Hof 's-Hertogenbosch 28 mei 2013, ECLI:NL:GHSHE:2013:CA1517

Hof Den Haag 17 september 2013, ECLI:NL:GHDHA:2013:4307
Hof 's-Hertogenbosch 19 september 2013, ECLI:NL:GHSHE:2013:4298
Hof Arnhem-Leeuwarden 22 oktober 2013, *JOR* 2013/335
Hof Den Haag 25 maart 2014, ECLI:NL:GHDHA:2014:980
Hof Arnhem-Leeuwarden 30 oktober 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8387
Hof Den Haag 25 november 2015, ECLI:NL:GHDHA:2015:3875
Hof Den Haag 8 december 2015, ECLI:NL:GHDHA:2015:3641
Hof 's-Hertogenbosch 8 november 2016, ECLI:NL:GHSHE:2016:4999

Rechtbank

Rb. Rotterdam 30 januari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BZ2599
Rb. Rotterdam 6 februari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BZ2691
Rb. Amsterdam 20 februari 2013, ECLI:NL:RBAMS:2013:CA3834
Rb. Zeeland-West-Brabant 22 mei 2013, ECLI:NL:RBZWB:2013:6032
Rb. Rotterdam 26 februari 2014, ECLI:NR:RBROT:2014:1926
Rb. Noord-Holland 2-4-2014, ECLI:NL:RBNHO:2014:3341
Rb. Gelderland 14-4-2014, ECLI:NL:RBGEL:2014:2894
Rb. Gelderland 4-6-2014, ECLI:NL:RBGEL:2014:4340
Rb. Midden-Nederland 23-7-2014, ECLI:NL:RBMNE:2014:4056
Rb. Amsterdam 4-9-2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:6038
Rb. Oost-Brabant 10-9-2014, ECLI:NL:RBOBR:2014:5261
Rechtbank Oost-Brabant 2-10-2014, ECLI:NL:RBOBR:2014:8135
Rb. Zeeland-West-Brabant 10-12-2014, ECLI:NL:RBZWB:2014:9002
Rb. Noord-Nederland 25-3-2015, ECLI:NL:RBNNE:2015:2366
Rb. Overijssel 1-4-2015, ECLI:NL:RBOVE:2015:1940
Rb. Den Haag 1-5-2015, ECLI:NL:RBDHA:2015:5919
Rb. Amsterdam 13-5-2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:2801
Rb. Midden-Nederland 30-3-2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:1798
Rb. Den Haag 11-10-2016, ECLI:NL:RBDHA:2016:13339
Rb. Rotterdam 20-10-2016, ECLI:NL:RBROT:2016:7969
Rb. Amsterdam 28-12-2016, *JOR* 2017/124
Rb. Oost-Brabant 1-2-2017, ECLI:NL:RBOBR:2017:445

Kamerstukken

Kamerstukken II 1984/85, 18903, nr. 3

Kamerstukken II 1984/85, 18 904, nr. 3

Kamerstukken I 1984/85, 18 904, nr. 6

Kamerstukken I 1984/85, 18 904, nr. 41a

Kamerstukken II 2006/07, 31 058, nr. 3

Bijlagen

Bijlage 1: Overzicht uitspraken opgenomen in referentiekader

2013:

OK:

Hof Amsterdam (OK) 29 januari 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:BZ7225

Hof Amsterdam (OK) 12 februari 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2623

Hof Amsterdam (OK) 16 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:4416

Hof Amsterdam (OK) 8 oktober 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:4257

Hof:

Hof Den Haag 30 januari 2013, ECLI:NL:GHDHA:2013:3963

Hof 's-Hertogenbosch 28 mei 2013, ECLI:NL:GHSHE:2013:CA1517

Hof Den Haag 17 september 2013, ECLI:NL:GHDHA:2013:4307

Hof 's-Hertogenbosch 19 september 2013, ECLI:NL:GHSHE:2013:4298

Hof Arnhem-Leeuwarden 22 oktober 2013, *JOR* 2013/335

Rechtbank:

Rb. Rotterdam 30 januari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BZ2599

Rb. Rotterdam 6 februari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BZ2691

Rb. Amsterdam 20 februari 2013, ECLI:NL:RBAMS:2013:CA3834

Rb. Zeeland-West-Brabant 22 mei 2013, ECLI:NL:RBZWB:2013:6032

2014:

Hoge Raad:

HR 18 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:945

HR 28 oktober 2014, ECLI:NL:HR:2014:3462, *RFR* 2015/27

Hof:

Hof Den Haag 25 maart 2014, ECLI:NL:GHDHA:2014:980

Hof Arnhem-Leeuwarden 30 oktober 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8387

Rechtbank:

Rb. Rotterdam 26 februari 2014, ECLI:NL:RBROT:2014:1926

Rb. Noord-Holland 2 april 2014, ECLI:NL:RBNHO:2014:3341

Rb. Gelderland 14 april 2014, ECLI:NL:RBGEL:2014:2894

Rb. Gelderland 4 juni 2014, ECLI:NL:RBGEL:2014:4340

Rb. Midden-Nederland 23 juli 2014, ECLI:NL:RBMNE:2014:4056

Rb. Amsterdam 4 september 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:6038

Rb. Oost-Brabant 10 september 2014, ECLI:NL:RBOBR:2014:5261

Rb. Oost-Brabant 2 oktober 2014, ECLI:NL:RBOBR:2014:8135

Rb. Zeeland-West-Brabant 10 december 2014, ECLI:NL:RBZWB:2014:9002

2015:

OK:

Hof Amsterdam (OK) 2 juni 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2136

Hof Amsterdam (OK) 7 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2797

Hof Amsterdam (OK) 28 juli 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:3087

Hof:

Hof Den Haag 25 november 2015, ECLI:NL:GHDHA:2015:3875

Hof Den Haag 8 december 2015, ECLI:NL:GHDHA:2015:3641

Rechtbank:

Rb. Noord-Nederland 25 maart 2015, ECLI:NL:RBNNE:2015:2366

Rb. Overijssel 1 april 2015, ECLI:NL:RBOVE:2015:1940

Rb. Den Haag 1 mei 2015, ECLI:NL:RBDHA:2015:5919

Rb. Amsterdam 13 mei 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:2801

2016:

OK:

Hof Amsterdam (OK) 21 juni 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:2364

Hof:

Hof 's-Hertogenbosch 8 november 2016, ECLI:NL:GHSHE:2016:4999

Rechtbank:

Rb. Midden-Nederland 30 maart 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:1798

Rb. Den Haag 11 oktober 2016, ECLI:NL:RBDHA:2016:13339

Rb. Rotterdam 20 oktober 2016, ECLI:NL:RBROT:2016:7969

Rb. Amsterdam 28 december 2016, *JOR* 2017/124

2017:

Rechtbank:

Rb. Oost-Brabant 1 februari 2017, ECLI:NL:RBOBR:2017:445

Bijlage 2: Variabelen waar uitspraken in referentiekader aan getoetst zijn

Factor 1	Relevante wetsartikelen
Factor 2	Echtscheiding? (j/n)
Factor 3	Erfenis? (j/n)
Factor 4	Vrijwillige uittreding? (j/n)
Factor 5	Soort onderneming
Factor 6	Deskundige? (j/n)
Factor 7	Onafhankelijke deskundige of partijdeskundige?
Factor 8	Concrete opdrachtformulering aan deskundige?
Factor 9	Statutaire bepaling omtrent waardering?
Factor 10	Inhoud statutaire bepaling
Factor 11	Statutaire bepaling nageleefd door rechter?
Factor 12	Toegepaste waarderingsmaatstaf
Factor 13	Toegepaste waarderingsmethode
Factor 14	Overige relevante omstandigheden