

376. Waardering van wanbeleid

MR. M.N. VAN DAM EN MR. DRS. T.P. DE JONG

Bij een bv betrokken aandeelhouders maken doorgaans zorgvuldige afspraken met elkaar. Wat nu als één van de aandeelhouders in weerwil van die afspraken handelt en besluiten neemt die grote impact hebben op de bedrijfsvoering? Het interne vertrouwen is dan onherstelbaar beschadigd en de vennootschap kan hierdoor materiële schade lijden. De aandeelhouders moeten uit elkaar en een waarderingsdeskundige wordt ingeschakeld om de aandelen te waarderen. De prangende vraag die dan opkomt is hoe de waarderingsdeskundige moet omgaan met besluiten die in weerwil van de geldende *governance* zijn genomen: hoe waardeert hij dit wanbeleid?

Inleiding¹

In besloten verhoudingen maken aandeelhouders en vennootschap – in aanvulling op de wet (Boek 2 Burgerlijk Wetboek (BW)) en statuten – doorgaans nadere afspraken over de wijze waarop het beleid binnen de vennootschap wordt bepaald en hoe besluitvorming dient plaats te vinden. Deze afspraken worden veelal neergelegd in een aandeelhoudersovereenkomst. Niet zelden komen hierin bepalingen voor die stipuleren dat ingrijpende aandeelhouders- en of bestuursbesluiten unaniem of met een twee derde meerderheid moeten worden genomen, met als vaak voorkomende consequentie dat elke aandeelhouder binnen de aandeelhoudersvergadering en (vaak ook) binnen het bestuur een *blocking vote* heeft. De Ondernemingskamer speelt vaak een belangrijke rol bij geschillen die uit dergelijke *deadlocks* voortvloeien. In dit artikel gaan wij in op de situatie waarbij de partijen niet deze koninklijke weg bewandelen, maar één van hen in weerwil van de geldende *governance* toch handelt zonder instemming van de ander. Dit artikel spitst zich toe op de situatie waarbij – al dan niet als gevolg van een procedure – (kort) na deze litigieuze handeling de aandelen van één van de partijen moeten worden overgedragen. Deze situatie is met name interessant als de aandelen worden overgedragen aan de partij die de litigieuze handeling heeft verricht. De klemmende vraag die daarbij rijst en die wij (een advocaat en een waarderingsdeskundige) proberen te beantwoorden,

is wat de invloed is van de litigieuze handeling op de waarde van de aandelen. In dit artikel gaan wij – mede aan de hand van een casus – in op de wijze waarop een waarderingsdeskundige te werk gaat.

Wettelijke en statutaire mogelijkheden tot uitkoop of uitstoting

De enquêteprocedure bij de Ondernemingskamer is bij uitstek aangewezen om schending van *governance*-bepalingen aan de kaak te stellen en de verhoudingen binnen de vennootschap te herstellen.² Hoewel door tussenkomst van de Ondernemingskamer (in een enquêteprocedure) indirect kan worden bewerkstelligd dat een van de aandeelhouders afzwaait,³ biedt de enquêteprocedure in beginsel geen finale oplossing voor het geval dat vaststaat dat één van de partijen het veld moet ruimen.⁴

Er zijn regelingen die daar wel specifiek in voorzien: (i) de wettelijke uitkoopprocedures, waarbij een 95% meerderheidsaandeelhouder minderheidsaandeelhouder(s) kan

1 Zie over de waardering van aandelen ook: J. van Borssum Waalkes en E. van der Schans, 'Prijs- en waardebeoordeling van aandelen in besloten vennootschappen in ondernemingsrechtelijke procedures', *O&F* 2014 (2), p. 55-73, H.J. Portengen, *Naar contractsvrijheid voor de BV en haar statutaire inrichting (!)*, *De Vereenvoudigde BV*, Deventer: Kluwer 2006, p. 87-88, G. Slopsema, 'Waardebeoordeling van aandelen in ondernemingen bij gerechtelijke procedures', *Trema*, nr. 10, 2010, p. 540-542 en S.W. van den Berg, 'De blokkeringsregeling, prijsbepalingsregels en waarderingsdilemma's. voor waarderingsdeskundigen', *Ondernemingsrecht* 2013/113.

2 De Ondernemingskamer heeft er bij herhaling blijk van gegeven, bijzonder oog te hebben voor (besloten) joint venture-verhoudingen. Zie: Gerechtshof Amsterdam 19 juli 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX4160, zoals bekrachtigd door HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799 (Cancun).

3 Zo kan onder druk van een door de Ondernemingskamer benoemde (onafhankelijke) bestuurder of commissaris met doorslaggevende stem een minnelijke regeling getroffen worden. Zie hierover: M.E.C. Lok en B. Kemp, 'Scheiding als gevolg van een gefaalde liefde, Het doorbreken van impasses en aandelenoverdracht bij een onoverkomelijke vertrouwensbreuk tussen joint venture-partners', *Ondernemingsrecht* 2015/36, p. 197 – 209. Ook kan – in een zogenoemd noodzaakfinancieringsscenario – tussenkomst van de Ondernemingskamer met zich brengen dat een aandeelhouder (onvrijwillig) een kapitaalinjectie en de daarmee gepaard gaande verwatering heeft te dulden. Zie hierover recent: F. Veenstra, 'Overleven dankzij het enquêterecht', *Tv!*, 2015/7, p. 40-50.

4 De Ondernemingskamer is ook bij de uitkoopprocedure de bevoegde rechter. Een uitkoopprocedure leidt wél tot een overdracht van aandelen.

dwingen om hun aandelen te verkopen,⁵ (ii) de recent gewijzigde geschillenregeling, die drie varianten van gedwongen uitkoop kent,⁶ (iii) de statuten die kunnen voorzien in een regeling strekkende tot (gedwongen) overdracht van aandelen al dan niet in combinatie met een blokkeringsregeling⁷ en (iv) overeenstemming tussen partijen over het vertrek van een van de aandeelhouders, zonder vastlegging van de prijs die daarvoor moet worden betaald.

De rol en vrijheid van een waarderingsdeskundige

In de hiervoor genoemde situaties vervult een waarderingsdeskundige vaak een sleutelrol.⁸ De wet bevat niet of nauwelijks aanknopingspunten voor de wijze waarop de waarderingsdeskundige zijn opdracht moet uitvoeren.⁹ Statuten en aandeelhoudersovereenkomsten beperken zich vaak tot algemene regels over benoeming van de deskundige en over een waardering op basis van bijvoorbeeld *fair market value*.¹⁰ Ook rechters laten deskundigen doorgaans

vrij in de wijze waarop zij de waardering uitvoeren. De waarderingsdeskundige komt in de praktijk dan ook een grote mate van vrijheid toe. Die vrijheid kan worden ingeperkt door de volgende factoren:

- Indien de waarderingsprocedure is ingezet door tussenkomst van een rechter, kan de rechter (al dan niet op verzoek van partijen) instructies geven.
- Indien de statuten of de aandeelhoudersovereenkomst de waarderingsprocedure (al dan niet met inbegrip van een prijsbepalingsformule) nauwgezet omschrijven, dan is de waarderingsdeskundige hieraan in beginsel

De wet bevat niet of nauwelijks aanknopingspunten voor de wijze waarop de waarderingsdeskundige zijn opdracht moet uitvoeren

gebonden.¹¹ Hetzelfde geldt vanzelfsprekend als partijen in het kader van een vrijwillig waarderingstraject afspraken maken.

- De waarderingsdeskundige is bij zijn waarderingsopdracht gehouden aan gedragsregels en normen die voor zijn beroepsgroep gelden.¹² Deze normen laten de keuze voor de meest geëigende waarderingsmethode aan de waarderingsdeskundige over waarbij geldt dat hij zijn keuzes in de rapportage goed dient te motiveren.
- De statuten kunnen een regeling bevatten die inhoudt dat de aandeelhouder tevens bestuurder, die toerekenbaar tekortschiet in zijn verplichtingen als bestuurder, zijn aandelen tegen betaling van de nominale waarde moet overdragen.
- De markt dient doorgaans als uitgangspunt genomen te worden bij de waardering van aandelen. Indien bijvoorbeeld kort voor het waarderingstraject een bod is gedaan op aandelen of een aandeelhouder kort daarvoor is toegetreden tegen betaling van een bepaalde prijs, dan zal deze als richtsnoer hebben te gelden voor de deskundige. Als hij die prijs niet als richtsnoer neemt, rust op hem een verzwaarde motiveringsplicht. Hij zal moeten uitleggen waarom een vrijwillig tot stand gekomen prijs niet representatief is.

5 De uitkoopregeling zoals neergelegd in art. 2:92a en 201a BW en de uitkoopregeling in het kader van een openbaar bod ex art. 2:359c BW. Art. 2:92a en 201 BW zijn van oorsprong nationaalrechtelijke uitkoopprocedures terwijl art. 2:359c BW is ingevoerd ter implementatie van de 13e richtlijn en een specifieke regeling bevat die verband houdt met een openbaar bod.

6 De geschillenregeling kent drie varianten van gedwongen overdracht: (i) indien een aandeelhouder het belang van de vennootschap zodanig schaadt dat het voortduren van het aandeelhouderschap in redelijkheid niet langer kan worden geduld, kan de overdracht van zijn aandelen worden gevorderd (art. 2:336 BW), (ii) indien een aandeelhouder zodanig in zijn rechten of belangen is geschaad dat het voortduren van zijn aandeelhouderschap in redelijkheid niet meer van hem kan worden geveerd, kan hij uittreding vorderen (art. 2:343 BW) en (iii) indien betrokken aandeelhouders overeenstemming hebben over het feit dat een aandeelhouder zijn aandelen moet overdragen maar de te betalen prijs hen verdeeld houdt, kunnen zij de rechter verzoeken om de prijs vast te stellen (art. 2:343c BW).

7 Zie art. 2:195 BW. In besloten of joint venture-verhoudingen ziet men dikwijls dat de aandeelhoudersovereenkomst of de statuten een regeling bevatten waarbij onder bepaalde omstandigheden een aanbiedings- of afnameplicht rust op één van de aandeelhouders. Hierbij kan gedacht worden aan een kwaliteitseis voor het zijn van aandeelhouder of aan tekortkomingen van de aandeelhouder tevens bestuurder in de uitoefening van zijn taken als bestuurder.

8 Voor de uitkoopprocedures geldt dat de Ondernemingskamer in beginsel zelf de prijs bepaalt en één of drie deskundigen kan benoemen. Zie art. 2:92a/201a lid 5 en art. 2:359c lid 6 BW. In het kader van de geschillenregeling is het uitgangspunt dat een deskundige wordt benoemd. De rechter kan daarvan afzien, indien partijen onderling een prijs hebben bepaald of indien de statuten een regeling bevatten, waarmee de rechter de prijs 'zonder meer kan vaststellen'. Zie art. 2:339 lid 3 jo. art. 2:343 lid 2 BW. Bij statutaire of contractuele uitkoop- of uittrederegeling is niet zelden bepaald dat de aandelen – al dan niet bij wijze van bindend advies – gewaardeerd moeten worden door een externe deskundige.

9 Ten aanzien van de uitkoopprocedure ex art. 2:359c BW biedt de wet enig houvast, omdat de prijs die is betaald onder het daaraan voorafgegangene openbare bod als uitgangspunt geldt. Deze leidraad is vanzelfsprekend niet relevant voor besloten verhoudingen.

10 Zie in dit verband: S. Nijhuis en P.P. de Vries, De benoeming van de onafhankelijke deskundige bij prijsbepaling van aandelen, *WPNR* 2014/7031, p. 821-828.

11 Zie art. 2:340 lid 3 BW dat inhoudt dat de rechter geen rekening hoeft te houden met bepalingen uit de statuten of een overeenkomst over de vaststelling van de waarde van de aandelen, voor zover dat tot een kennelijk onredelijke prijs zou leiden. Ook de rechter is bij een geschillenprocedure dus – net als de waarderingsdeskundige – in beginsel gebonden aan de nadere invulling die partijen hebben gegeven aan de waarderingsprocedure.

12 Onder meer de Gedragscode gerechtelijk deskundigen in civielrechtelijke en bestuursrechtelijke zaken van de Raad voor de Rechtspraak (zie www.Irgd.nl/publicaties), de Gedragsregels voor Register Valuators van het NIRV (zie http://www.nirv.nl/include/nl/bibliotheek/gedrags_en_beroepsregels_en_klachtenreglement_NIRV.pdf) en de Verordening gedrags- en beroepsregels accountants van de NBA (zie [https://www.nba.nl/Documents/Wet-%20en%20Regelgeving/Gedrags-%20en%20beroepsregels/Vastgestelde-VGBA-ViO/Verordening-gedrags-en-beroepsregels-accountants-\(VGBA\)-16dec13.pdf](https://www.nba.nl/Documents/Wet-%20en%20Regelgeving/Gedrags-%20en%20beroepsregels/Vastgestelde-VGBA-ViO/Verordening-gedrags-en-beroepsregels-accountants-(VGBA)-16dec13.pdf)).

Hoor en wederhoor is bij het waarderingstraject een essentieel beginsel. De partij die stelt dat haar aandelen minder waard zijn geworden door ongeoorloofde handelingen zal zo concreet mogelijk de financiële consequenties daarvan moeten beschrijven en onderbouwen. De overige betrokkenen dienen daarop onderbouwd te reageren. De deskundige zal in het kader

Indien voldoende informatie voorhanden is, wordt vaak gekozen voor de DCF-methode, aangezien bij deze methode een inschatting wordt gemaakt van de daadwerkelijke geldstromen van de onderneming

van hoor en wederhoor gemotiveerd moeten aangeven hoe hij daarmee in het kader van de waardering is omgegaan.

Er is een breed scala aan methoden voor waardebeoordeling beschikbaar. De focus kan liggen op de balanspositie, winst, *cashflow*, dividendrendement, *markt multiples* van financiële parameters en vuistregels in de sector over operationele kengetallen. Grofweg zijn er drie belangrijke groepen van waarderingmethoden te onderscheiden: methoden die uitgaan van een activabepaling, een marktbenadering of een inkomensbenadering.

1. De activabepaling gaat uit van de balans van de onderneming. De intrinsieke waarde-methode is een veelgebruikte activabepaling. Hierbij wordt de waarde van de aandelen gelijkgesteld aan het verschil tussen de (markt)waarde van de bezittingen en de schulden van de onderneming, ofwel het eigen vermogen.
2. Bij de marktbenadering wordt de onderneming vergeleken qua omzet, groei, resultaat en rendement (zoals EBITDA) met haar concurrenten. Op basis van onder meer koers-winstverhoudingen en/of koers-cashflow-verhoudingen en/of in de markt verrichte transacties kan een indicatieve waarde worden bepaald.
3. De inkomensbenadering gaat uit van de prognoses van de onderneming, onderbouwd met de financiële gegevens. De waarde van de aandelen wordt (kort gezegd) bepaald op basis van toekomstige winsten (de rentabiliteitswaardemethode), toekomstige dividendstromen (rendementswaardemethode) of toekomstige geldstromen (de *discounted cashflow* (DCF) methode).

Welke methode het meest geschikt is, hangt onder andere af van het type onderneming, de omgeving waarin deze opereert, de verwachte resultaatsontwikkeling, de beschikbare informatie en het doel van de waardering. Indien voldoende informatie voorhanden is, wordt vaak gekozen voor de DCF-methode, aangezien bij deze methode een inschatting wordt gemaakt van de daadwerkelijke geldstromen (*cashflow*) van de onderneming en niet van (uitsluitend) boekhoudkundige winsten. Bij de DCF-methode wordt de verwachte toekomstige netto *cashflow* contant gemaakt naar het waarderingmoment

met behulp van een disconteringsvoet. Populair gezegd, weerspiegelt de hoogte van de disconteringsvoet het risico van de toekomstige *cashflows* van de onderneming.¹³

Waarderingsdeskundigen krijgen vaak de vraag om de 'waarde in het economisch verkeer' of de *Fair Market Value* (FMV) te bepalen. Strikt genomen is hier sprake van de bepaling van een prijs voor de aandelen, te weten de prijs zoals deze in vrije onderhandelingen tot stand komt tussen goed geïnformeerde partijen.¹⁴ Om de FMV van de aandelen te bepalen, zal doorgaans één van de drie hiervoor genoemde methoden gebruikt worden. Vervolgens kunnen dan correcties worden toegepast op grond van specifieke prijsbepalende factoren, zoals onder meer de positie van de koper en verkoper en de liquiditeit van de aandelen.

Correctiemogelijkheden in het waarderingproces in verband met ongeoorloofde handelingen

Over de wijze waarop ontoelaatbare handelingen van een bij de vennootschap betrokken partij moeten meewegen bij de waardering van aandelen is – behoudens art. 2:343 lid 4 BW (waarover later meer) – niets wettelijk bepaald. Ten overstaan van de waarderingdeskundige zal aannemelijk gemaakt moeten worden dat (a) een ontoelaatbare handeling heeft plaatsgevonden die (b) heeft geleid tot een waardevermindering van de aandelen. De waardering zal eenvoudiger verlopen indien er een rechterlijk oordeel is over de toelaatbaarheid van bepaalde (rechts)handelingen met de daaraan verbonden instructie waarmee bij de waardering rekening moet worden gehouden. Vaak is een dergelijke instructie echter (nog) niet voorhanden.

In onze ogen bestaan er in beginsel drie mogelijke routes om de gevolgen van ongeoorloofde handelingen te betrekken in het waarderingproces: (i) de waarderingdeskundige waardeert de financiële consequenties van de handeling apart vanuit de aanname dat de vennootschap in verband daarmee een vordering heeft verkregen op de persoon die de ongeoorloofde handeling heeft verricht, (ii) de uitkopende aandeelhouder betaalt een compensatie in verband met de ongeoorloofde handeling waarmee (feitelijk) wordt afgeweken van het leerstuk van de afgeleide schade of (iii) de waarderingdeskundige gaat uit van een peildatum gelegen voor het moment van de ongeoorloofde handeling.

(i) Vordering van de vennootschap: de boekhoudkundige 'waarheid' is niet doorslaggevend

Indien een persoon die onderdeel uitmaakt van de vennootschapsrechtelijke orde zich ontoelaatbaar heeft gedragen, is het verdedigbaar dat de vennootschap een vordering verkrijgt op die persoon. De schade die de vennootschap

13 Voor een meer fundamentele beschouwing van de disconteringsvoet zie onder meer: T. Koller, M. Goedhart en D. Wessels, *Valuation: measuring and managing the value of companies*, fifth edition, McKinsey & Company Inc. 2010, hoofdstuk 11.

14 Prijs en waarde zijn niet noodzakelijkerwijs gelijk aan elkaar. Zie voor een exacte definitie: IAS 39.9.

dientengevolge heeft geleden, kan impact hebben op de waarde van de aandelen. Wij merken hierbij alvast op, dat het in geval van ongeoorloofde (meer) strategische beslissingen niet eenvoudig zal zijn om aan te tonen dat de vennootschap schade heeft geleden. Door een vordering aan te nemen, wordt de litigieuze rechtshandeling – voor wat betreft de waardering – ongedaan gemaakt. Anders gezegd: de waardevermindering die is veroorzaakt door de rechtshandeling wordt gecompenseerd door een vordering op de dader.

Waarderingsdeskundigen kunnen in de praktijk om twee redenen terughoudend zijn om dergelijke vorderingen bij hun waardering te betrekken. In de eerste plaats kunnen waarderingsdeskundigen niet zonder meer voorbijgaan aan de boekhoudkundige ‘waarheid’. Bij besloten verhoudingen – waarbij de uitkopende aandeelhouder het voor het zeggen heeft en de ongeoorloofde handeling heeft verricht – zal de vordering veelal niet blijken uit de boekhouding. In de tweede plaats geldt dat veelal in rechte niet is komen vast te staan dat een van de partijen ongeoorloofde handelingen heeft verricht. In dat laatste geval wordt van een financieel geschoolde deskundige verlangd dat hij, door het al dan niet meewegen van die vordering bij de waardering, impliciet een juridisch oordeel geeft.

Het is om voorgaande redenen doorgaans – onzes inziens onterecht – een *uphill battle* om de waarderingsdeskundige van het bestaan van de vordering te overtuigen. De waarderingsdeskundige kan zijn ogen echter niet sluiten voor een dergelijke vordering. Dit volgt uit de DIM-vastgoed uitkoopprocedure, waarin gedaagden stelden dat de vennootschap een vordering had op haar bestuurders en commissarissen. De Ondernemingskamer oordeelde dat: ‘bij de waardering van de over te dragen aandelen dient te worden uitgegaan van alle feiten en omstandigheden die de waarde bepalen, zoals de balans, tussentijdse cijfers, winstvooruitzichten, de aard van de onderneming, en vorderingen. De deskundigen hebben de mogelijke vordering van DIM op haar bestuurders en commissarissen en op Equity One daarom terecht betrokken in hun waardering.’ Op welke wijze de vordering moet meewegen, laat de Ondernemingskamer in belangrijke mate over aan de deskundige. Zij merkt evenwel op dat de impact van een dergelijke vordering op de waarde van de aandelen afhankelijk is van onzekere factoren, zoals de kans dat de vordering wordt ingesteld en verhaalsmogelijkheden. Het feit dat de vennootschap ‘zelf’ niet van oordeel is dat zij een vordering heeft op haar functionarissen (lees: een dergelijke vordering blijkt niet uit de administratie) ontslaat de deskundige er niet van om deze vermeende vordering te betrekken in de waardering, zo volgt ook uit deze uitkoopprocedure.¹⁵

De Ondernemingskamer overwoog in diezelfde beschikking dat ‘de kans dat de vordering zal worden ingesteld’ dient

mee te wegen bij de invloed van de vordering op de waarde van de aandelen.¹⁶ Dit oordeel lijkt te wringen met de situatie waarin de uitkopende aandeelhouder (of een aan hem gelieerde partij) (a) de schadetoebrengende handeling heeft verricht en (b) binnen de vennootschap overwegende zeggenschap heeft. De kans dat de vennootschap in een dergelijk geval een vordering instelt is immers zeer beperkt, zo niet nihil. Mogelijk heeft de Ondernemingskamer gedoeld op de (juridische) haalbaarheid van de vordering. Wij menen dat bij besloten verhoudingen enkel de kans dat de vordering namens de vennootschap zal worden *ingesteld* in ieder geval geen (doorslaggevende) factor mag zijn bij de waardering van de vordering. Een andere uitkomst zou bijzonder onbillijk zijn en een ongewenste rechts-economische prikkel geven. Feitelijk kan de bestuurder/aandeelhouder profiteren van zijn laakbare gedragingen door zo de waarde van de aandelen te sturen. Tegelijkertijd kan de uit te kopen aandeelhouder de waardevermindering van zijn aandelen niet (rechtstreeks) verhalen op de medeaandeelhouder/bestuurder die in strijd handelde met de geldende *governance*, omdat een dergelijke vordering in beginsel afstuit op het leerstuk afgeleide schade.

(ii) Uitzondering op het leerstuk van de afgeleide schade?

Uit de recente herziening van de geschillenregeling blijkt dat de wetgever oog heeft gehad voor de voorgaande problematiek. Art. 2:343 lid 4 BW bepaalt dat de rechter een billijke verhoging aan de uittreedende aandeelhouder kan toekennen vanwege gedragingen van de overnemende aandeelhouder of (zelfs) derden. De parlementaire geschiedenis maakt duidelijk dat het moet gaan om personen die in meer of mindere mate binnen de risicosfeer van de uitkopende aandeelhouder vallen.¹⁷ De aandeelhouder die uittrekking vordert, dient aannemelijk te maken dat de gedragingen hebben geleid

Wij menen dat bij besloten verhoudingen enkel de kans dat de vordering namens de vennootschap zal worden *ingesteld* in ieder geval geen (doorslaggevende) factor mag zijn bij de waardering van de vordering

tot een vermindering van de waarde van de over te dragen aandelen. De ene aandeelhouder krijgt binnen de geschillenregeling ‘een onsje meer’ van de andere aandeelhouder. Deze compensatie wordt betaald buiten ‘de boeken’ van de vennootschap om. Deze methode wijkt af van de voorgaande waarbij een vordering van de vennootschap

¹⁶ R.o. 2.21.

¹⁷ Zie *Kamerstukken II 2006-2007*, 31 058, nr. 3, p. 110: ‘Het zal dan veelal gaan om gedragingen waarop de uittrekingsvordering is gegrond, maar voorgeschreven is dat niet. Het kan ook gaan om een verhoging wegens gedragingen van anderen dan de gedaagde. Bij die andere valt met name te denken aan bestuurders. Niet uit te sluiten valt evenwel dat het kan gaan om derden, bijvoorbeeld een met een gedaagde verbonden andere vennootschap.’

¹⁵ R.o. 2.18 en 2.21.

moet worden aangenomen. Over de mogelijkheden en mogelijke complicaties van de toepassing van de geschillenregeling is al het nodige geschreven.¹⁸ In de literatuur is als bezwaar van art. 2:343 lid 4 BW wel genoemd het risico dat de ‘schadetoebrenger’ tevens aandeelhouder het risico loopt twee keer te moeten betalen: één keer

De praktijk laat zien dat de betrokken partijen vaak verzanden in een debat ten overstaan van de deskundige over de legitimiteit van de handeling, niet uitsluitend vanuit juridisch, maar veel meer vanuit beleids- en strategisch oogpunt

aan de uittreedende aandeelhouder en vervolgens aan de vennootschap.

Onzes inziens zou ook buiten de geschillenregeling ruimte moeten zijn voor een dergelijke uitzondering op het leerstuk van afgeleide schade.¹⁹ De uitzondering kan wat ons betreft beperkt blijven tot uitkoop- en uittreedings-situaties waarbij de (a) uitkopende aandeelhouder heeft gehandeld in strijd met de geldende *governance*, (b) dit heeft geleid tot schade bij de vennootschap en (c) de overnemende aandeelhouder de vennootschap ervan kan weerhouden en/of weerhoudt om een schadevergoedingsactie jegens hemzelf in te stellen. Het risico dat de uitkopende aandeelhouder twee keer schade zal moeten betalen, is in een dergelijke situatie zeer gering.²⁰ Bovendien geldt dat als dit risico zich verwezenlijkt, de aandeelhouder er kennelijk zelf voor heeft gekozen dat risico te lopen. Hij heeft immers ten nadele van de vennootschap en (daarmee) de uittreedende aandeelhouder ten faveure van zichzelf het instellen van een achteraf gebleken deugdelijke vordering tegengehouden.²¹

(iii) Variëren met de peildatum

18 L. Timmerman, ‘Pragmatisch denken over afgeleide schade’, *WPNR* 2013 (6962), p. 115-118, F. Eikelboom, ‘Waardebepalingsclausules en billijke verhoging van de prijs van aandelen’, *TOP* 2014, nr. 1, p. 44-46, en bijzonder A.R.J. Croisset van Uchelen, ‘De nieuwe geschillenregeling: een veelsnijdend zwaard’, *TOP*, nr. 6, 2007, p. 261.

19 Zie in gelijke zin: L. Timmerman, ‘Pragmatisch denken over afgeleide schade’, *WPNR* 2013 (6962), p. 115-118, die juist bij kleine vennootschappen met een gering aantal aandeelhouders uitkomst ziet in afwijking van het leerstuk van afgeleide schade. De toepassing van art. 2:343 lid 4 BW is in zijn ogen voor een meer uitgebreide toepassing vatbaar.

20 Bij de behandeling van het wetsvoorstel dat heeft geleid tot de herziene geschillenregeling heeft de wetgever vastgesteld dat het gevaar voor dubbele schadevergoeding er niet zou zijn. Zie *Kamerstukken II* 2006-2007, 31 058, nr. 3, p. 111. Dat is in onze optiek wat kort door de bocht. Men kan denken aan een curator die na faillissement alsnog de vordering namens de vennootschap instelt of een crediteur die een bestuurder aanspreekt op grond van dezelfde gedraging die heeft geleid tot de compensatie van de uittreedende aandeelhouder.

21 Om dit risico te verkleinen, kan de achterblijvende aandeelhouder met volledige zeggenschap – afgezien van de vraag of dit onder alle omstandigheden geoorloofd is – bewerkstelligen dat de vennootschap afstand doet van haar rechten ten opzichte van hem, althans kwijting verleent.

Normaliter zal de peildatum – het meetmoment waarop de deskundige zijn waardering baseert – en het moment van de daadwerkelijke overdracht van de aandelen zo veel als mogelijk samenvallen. Bij ongeoorloofde handelingen zou de deskundige ervoor kunnen kiezen om van dit uitgangspunt af te wijken en een peildatum te hanteren die gelegen is voordat de handeling heeft plaatsgevonden. In het kader van de geschillenregeling voorziet de wet in die mogelijkheid.²² Een belangrijk nadeel daarvan is dat ongunstige en gunstige ontwikkelingen die zich voordoen in de periode die is gelegen tussen de peildatum en het moment van overdracht niet worden verdisconteerd in de waardering. Voor de gevolgen van de nadelige handelingen is dit terecht, maar voor gevolgen van andere ontwikkelingen niet. Deze methode is daarom bron voor discussie en niet goed bruikbaar.

Het waarden van ongeoorloofde handelingen

Als de uittreedende of uit te kopen aandeelhouder erin slaagt de waarderingsdeskundige te overtuigen om één van de hiervoor genoemde correctiemechanismen toe te passen, dan is daarmee nog niet gegeven wat de impact daarvan is op de waardering. Bij wanbeleid dat bestaat uit een greep uit de kas of een andere ongeoorloofde wijze van zelfbevoordeling ten koste van de vennootschap zal de impact van dat handelen op de waarde van de onderneming betrekkelijk eenvoudig kunnen worden vastgesteld. Het wordt een stuk lastiger als het strategische of beleidsbeslissingen betreft waarover bekwame bestuurders onderling van mening kunnen verschillen, maar die op grond van de geldende *governance* nooit genomen hadden mogen worden. Indien dergelijke ongeoorloofde handelingen onaantastbare rechtshandelingen tot gevolg hebben, zal de deskundige bij de waardering in beginsel uitgaan van de gevolgen daarvan. Dit kunnen langlopende verplichtingen zijn. Deze gevolgen hebben nu eenmaal impact op de *cashflow* van de onderneming en daarmee op de waarde van de aandelen. De praktijk laat zien dat de betrokken partijen in verband met dit soort handelingen vaak verzanden in een debat ten overstaan van de deskundige over de legitimiteit van de handeling, niet uitsluitend vanuit juridisch, maar veel meer vanuit beleids- en strategisch oogpunt. Dat leidt tot de vraag welke kansen de vennootschap heeft gekregen vanwege de ongeoorloofde handeling en wat er zou zijn gebeurd als de ongeoorloofde handeling niet had plaatsgevonden. Wij menen dat voor een dergelijk debat geen plaats mag zijn. Partijen hebben in het kader van hun samenwerking afspraken gemaakt over de wijze van besluitvorming. Als er besluiten zijn genomen die strijdig zijn met deze afspraken, dan dient in het kader van de waardering het uitgangspunt te zijn dat de betreffende handeling niet verricht had mogen worden. De waarderingsdeskundige (of de rechter) dient de gevolgen daarvan – lees: de lasten en vanzelfsprekend ook de lusten – buiten beschouwing te laten bij de waardering

22 Zie art. 2:343c lid 2 BW.

van de aandelen. Dit kan worden bereikt via de hiervoor besproken routes: door het aannemen van een vordering van de vennootschap op de betrokken functionaris of via een compensatie langs de lijnen van art. 2:343 lid 4 BW. Ook als wordt vastgesteld dát de gevolgen van een bepaalde handeling gecompenseerd moeten worden, laat onverlet dat partijen nog steeds uitvoerig debat zullen hebben over wat die gevolgen dan zijn.

Casus

Bestuurder A en Bestuurder B zijn beiden 50% aandeelhouder. De bestuurders zijn ieder zelfstandig bevoegd om de vennootschap te vertegenwoordigen. Voor bepaalde besluiten geldt dat de vergadering van aandeelhouders (AVA) unaniem moet instemmen. Dit instemmingsvereiste geldt onder meer voor het aangaan van arbeidsovereenkomsten, het aantrekken van financieringen en het aangaan van (andere) duurovereenkomsten die een waarde vertegenwoordigen van meer dan € 50.000.

Bestuurder A besluit zelfstandig en in weerwil van de geldende *governance* een overeenkomst aan te gaan met een IT-dienstverlener met een looptijd van vijf jaar tegen een vergoeding van € 100.000 per jaar. Het besluit heeft bindende kracht jegens de derden en is onaantastbaar. B stelt zich op het standpunt dat het besluit niet in het belang is van de vennootschap en dat het besluit op grond van de *governance* ongeoorloofd is. Kort na het aangaan van deze verplichtingen koopt bestuurder A – met een beroep op de statutaire uitstootregeling – bestuurder B uit. De aandelen van B dienen gewaardeerd te worden tegen FMV. Partijen benoemen daartoe een deskundige.

Uitwerking

In deze casus staat vast dat – als de geldende *governance* was gevolgd – het besluit onder geen beding zou zijn genomen en de daaruit voortvloeiende verplichtingen niet zouden zijn aangegaan. Onzes inziens dient het debat zich te beperken tot de vaststelling van de gevolgen van het litigieuze besluit voor de vennootschap en daarmee voor de waardering van de aandelen. De gevolgen van het besluit moeten in het kader van de waardering geneutraliseerd worden.

Bij het besluit tot het aangaan van de overeenkomst met de IT-dienstverlener, is er sprake van totale *cash uitflow* richting de dienstverlener van € 500k (5 x € 100k). Indien aangenomen kan worden dat de IT-dienstverlening geen inhoudelijke toegevoegde waarde voor de onderneming heeft, levert deze overeenkomst geen (concrete) revenuen op. De overeenkomst heeft daarmee een rechtstreekse negatieve impact op de ondernemingswaarde (bepaald door *cashflow*) en vervolgens op de aandeelhouderswaarde (na aftrek netto schuldpositie) van € 500k.²³ B zal kunnen

stellen dat zijn aandelen € 250k (€ 500k/2) minder waard zijn geworden door de ontoelaatbare handeling van A. In de praktijk is het evenwel niet zo eenvoudig en zal B met een dergelijke stelling niet kunnen volstaan. De bestuurder die de handeling heeft verricht (Bestuurder A), zal betogen dat het IT-contract wel degelijk tot voordeel heeft geleid voor de vennootschap of dat – bij het ontbreken van een dergelijke overeenkomst – de vennootschap en haar onderneming ernstig in de problemen zouden zijn geraakt. Volgens A zouden de aandelen van B zonder de overeenkomst aanzienlijk minder waard zijn geweest. Ondanks de niet mis te verstane *governance*, zal B deugdelijk moeten onderbouwen dat de stellingen van A geen hout snijden en hebben geleid tot schade. Dit kan hij bijvoorbeeld doen door aannemelijk te maken dat de overeenkomst overbodig is of dat er goedkopere alternatieven voorhanden waren. Er vindt aldus een debat plaats over de opportuniteit van een beslissing die nooit genomen had mogen worden. Naar onze mening is het wenselijk een dergelijk debat te voorkomen, in het geval dat de partij die de litigieuze handeling verricht hier ‘voordeel’ van dreigt te hebben.

Conclusie en advies: voorkomen is beter dan genezen

De waarderingsdeskundige mag vorderingen vanwege ongeoorloofde handelingen – ook als deze niet ‘in de boeken’ staan – niet negeren. Ondanks juridisch bindende *governance*-bepalingen, bestaat er een reële kans dat een waarderingsdeskundige niettemin uitgaat van verplichtingen die in strijd met de geldende *governance* zijn aangegaan. Tijdens het waarderingstraject verzanden betrokkenen daardoor vaak in een discussie over de wenselijkheid

De statuten zouden in het kader van de bewijslast een regeling kunnen bevatten, die de gedupeerde aandeelhouder te hulp schiet

van de aangegane verplichtingen: een discussie die juist voorkomen had moeten worden door de tussen partijen geldende *governance*.

Dat neemt niet weg dat de partij die hiermee geconfronteerd wordt met lege handen staat. Wij bespraken in het voorgaande drie mogelijkheden om de nadelige gevolgen daarvan af te wenden tijdens het waarderingstraject. Twee daarvan – het aannemen van een vordering van de vennootschap op de ‘schadetoebrengende’ aandeelhouder en een (analoge) toepassing van de compensatiemogelijkheid uit de geschillenregeling – kunnen concrete handvatten geven aan de waarderingsdeskundige. Toch blijkt in de praktijk dat het pleit hiermee nog niet is beslecht.

Om de hiervoor geschetste perikelen te voorkomen, is het raadzaam om in de *governance*-documentatie de ‘vrijheid’ van de (te benoemen) deskundige op voorhand in te perken door het opnemen van nadere instructies waaraan de deskundige in beginsel gebonden is. In de praktijk wordt

²³ Hierop zal nog wel een disconteringsvoet moeten worden toegepast.

hiervan slechts in beperkte mate gebruikgemaakt. Veelal wordt volstaan met een algemene beschrijving van het proces. De statuten of de aandeelhoudersovereenkomst kunnen een regeling bevatten over de wijze waarop een deskundige dient om te gaan met *governance*-schendingen. Of het besluit op juiste wijze tot stand is gekomen, is doorgaans een binaire kwestie. De instructies aan de deskundige zouden kunnen inhouden dat hij abstraheert van het litigieuze besluit. Het debat gaat dan niet langer over de wenselijkheid van het bestreden besluit, maar blijft beperkt tot de gevolgen ervan. Dit neemt niet weg dat er nog steeds verschil van inzicht kan bestaan over wat die (nadelige en voordelige) gevolgen zijn. De statuten zouden in het kader van de bewijslast een regeling kunnen bevatten, die de gedupeerde aandeelhouder te hulp schiet. De statuten zouden ook een verdergaande instructie kunnen bevatten die inhoudt dat – bij besluiten in strijd met de geldende *governance* – uitsluitend negatieve gevolgen (lees: de daardoor ontstane verplichtingen bij bijvoorbeeld duurovereenkomsten) voor de vennootschap worden

gecompenseerd in de waardering. Voor de vennootschap gunstige gevolgen kunnen dan buiten beschouwing blijven, ter voorkoming van onnodig debat. Voor de waarderingsdeskundige komt dit neer op een ‘normalisatie van de kosten’ die met deze duurovereenkomst samenhangen. Deze oplossing bevrijdt bovendien de financieel deskundige van een juridisch dilemma en voorkomt dat hij keuzes moet maken in de rechtsstrijd tussen partijen.

Over de auteur

Mr. M.N. (Martijn) van Dam is advocaat bij Lemstra Van der Korst N.V. en mr. drs. T.P. (Tjebbe) de Jong is directeur bij Alvarez & Marsal Global Forensic and Dispute Services in Amsterdam.