

# De blokkeringsregeling, prijsbepalingsregels en waarderingsdilemma's voor waarderingsdeskundigen

113

Warderingsdeskundigen ervaren met betrekking tot een waarderingsopdracht in het kader van de blokkeringsregeling waarderingsdilemma's. De auteur heeft in het kader van zijn afstudeeropdracht voor de *Executive Master of M&A and Valuation* aan de Duisenberg School of Finance/Rijksuniversiteit Groningen onderzoek gedaan naar die waarderingsdilemma's en de wijze waarop waarderingsdeskundigen daarmee omgaan. Ter beantwoording van deze vragen is een enquête opgesteld die aan de waarderingsdeskundigen in Nederland is gestuurd. De volgende waarderingsdilemma's zijn met betrekking tot een waardering in het kader van de blokkeringsregeling gesignaleerd: (i) de te hanteren waarde-maatstaf; (ii) de te hanteren waarderingsmethode; (iii) de eventuele toepassing van discounts; (iv) het waarderingsproces; en (v) de uiteindelijke prijsvaststelling. Het artikel biedt per waarderingsdilemma een theoretische achtergrond en de uitkomsten van het empirische onderzoek. Met betrekking tot een aantal waarderingsdilemma's lijkt onder de waarderingsdeskundigen wél (bijv. waardemaatstaf, waarderingsmethode) en géén consensus (bijv. toepassing korting voor gebrek aan zeggenschap bij minderheidsbelang, de rol van een bieding van een derde, hoor en wederhoor, prijsvaststelling en de voor- en nadelen van een prijsbepalingsregeling) te bestaan. Zelfs indien aandeelhouders een prijsbepalingsregel overeen zijn gekomen, moet volgens de meerderheid van de deskundigen voor de toepassing van die prijsbepalingsregel een waarderingsdeskundige worden ingeschakeld. Een prijsbepalingsregel voorkomt volgens hen dus niet de situatie dat een waarderingsdeskundige wordt ingeschakeld. De beoogde vereenvoudiging van het BV-recht lijkt op dit punt niet geslaagd. Door raadpleging van deskundigen met betrekking tot bepaalde waarderingsdilemma's kan op voorhand een knoop worden doorgehakt. Hiermee wordt de kans op debat over de prijsbepalingsregel verkleind. De toepassing (en uitleg) geschiedt immers vaak pas vele jaren later. Zo wordt voorkomen dat waarderingsinstructies worden opgesteld waarvan de uitvoering voor de waarderingsdeskundigen voor nog meer dilemma's zorgt.

## 1. Inleiding

Met de invoering van de Flex-BV is de wettelijke blokkeringsregeling gewijzigd waardoor uittreding van aandeelhouders eenvoudiger kan plaatsvinden en er mogelijkheden zijn om prijsbepalingsregels statutair vorm te geven. Indien er in de statuten geen prijsbepalingsregeling is opgenomen en aandeelhouders vasthouden aan de wettelijke aanbiedingsregeling, leidt dit er (nog steeds) toe dat een uittredende aandeelhouder, indien hij dit verlangt, een prijs voor zijn aandelen ontvangt, gelijk aan de waarde daarvan, vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundigen. Het blijkt dat waarderingsdeskundigen die naar aanleiding van zo'n benoeming een waarderingsopdracht uitvoeren waarderingsdilemma's ervaren.<sup>2,3</sup> Naar die waarderingsdilemma's, en de wijze waarop waarderingsdeskundigen daarmee omgaan, heb ik in het kader van mijn afstudeeropdracht voor de *Executive Master of M&A and Valuation* aan de Duisenberg School of Finance/Rijksuniversiteit Groningen onderzoek gedaan.<sup>4</sup> Hiermee is beoogd inzicht te bieden in de (financieel-economische) variabelen die voor partijen relevant (kunnen) zijn bij het opstellen van een statutaire maar ook contractuele prijsbepalingsregeling in respectievelijk de statuten en de aandeelhoudersovereenkomst. Hierna ga ik op het genoemde onderzoek in (hoofdstuk 2), waarna per waarderingsdilemma een theoretische behandeling en de uitkomsten van het empirische onderzoek volgt (hoofdstuk 3). In hoofdstuk 4 worden op grond van de onderzoeksresultaten conclusies getrokken. Ik sluit dit artikel af met een slotconclusie en aanbevelingen (hoofdstuk 5).

## 2. Onderzoek en onderzoeksgroep: de waarderingsdeskundigen

Op het moment dat aandeelhouders besluiten om een prijsbepalingsregeling op te nemen, zal nagegaan moeten worden welke (financieel-economische) variabelen een rol moeten spelen. Om dit te kunnen bepalen is de vraag relevant met betrekking tot welke onderdelen in het waarderingsproces deskundigen dilemma's ervaren. Door het herkennen van de waarderingsdilemma's wordt inzicht geboden in de variabelen waar extra aandacht vereist is. Hierdoor is de kans groter dat de uitleg/toepassing van de

- 2 Dat een waardering van een onderneming gebaseerd is op meerdere schattingen van variabelen en dat daarbij dilemma's optreden wordt helder uiteengezet in: A. Damodaran, *The Dark Side of Valuation, 2nd Edition: Valuing Young, Distressed, and Complex Business*, FT Press 2010, Ch. 1.
- 3 Ook in de juridische literatuur is onder andere geconstateerd dat niet duidelijk is wat wordt bedoeld met de te bepalen waarde en dat een waarderingsopdracht doorgaans niet louter een mathematische exercitie inhoudt. Zie bijv. H.J. Portengen, 'Naar contractsvrijheid voor de BV en haar statutaire inrichting (!)', in: *De Vereenvoudigde BV, Preadvies van de vereniging 'Handelsrecht'*, Deventer: Kluwer 2006, p. 89 en 90.
- 4 Voor meer informatie over deze master-opleiding wordt verwezen naar: [www.dsfnl/home/executive\\_education](http://www.dsfnl/home/executive_education).

<sup>1</sup> Mr. drs. S.W. van den Berg is advocaat te Rotterdam.

prijsbepalingsregel (in de praktijk vaak jaren later) daadwerkelijk plaatsvindt conform de (oorspronkelijke) wensen van de aandeelhouders. Naast het opstellen van een prijsbepalingsregeling kan het echter ook zo zijn dat partijen bij uittreding vasthouden aan de benoeming van een waarderingsdeskundige maar hem voor de waardering bepaalde richtlijnen wensen mee te geven (bijv. DCF-methode of juist een bepaalde multiple over al dan niet genormaliseerde resultaten). Ook hiervoor is het relevant om te beseffen aan welke (financieel-economische) variabelen een nader omschreven invulling kan worden gegeven.

Teneinde op het bovenstaande een antwoord te formuleren is bovengenoemd onderzoek uitgevoerd waarbij de volgende vragen centraal stonden: (a) wat zijn voor een waarderingsdeskundige de waarderingsdilemma's in het kader van de blokkeringsregeling; en (b) welke oplossing(en) kiezen waarderingsdeskundigen voor de desbetreffende waarderingsdilemma's? Ter beantwoording van deze vragen is op grond van interviews met drie waarderingsdeskundigen een enquête opgesteld, bestaande uit multiplechoicevragen, die vervolgens aan de waarderingsdeskundigen in Nederland is gestuurd.

De gehanteerde groep waarderingsdeskundigen bestond uit de volgende personen. Allereerst de Register Valuators (RV's), dat zijn daartoe opgeleide waarderingsdeskundigen geregistreerd door de Stichting Waarderingsonderzoek ten behoeve van Bedrijf en Onderneming (SWBO)<sup>5</sup> en verbonden aan het Nederlands Instituut voor Register Valuators (NIRV),<sup>6</sup> die zich onder andere bezighouden met waarderingsdilemma's in het kader van de blokkeringsregeling. De RV's die werkzaam zijn bij bijvoorbeeld multinationals zijn daarom niet aangeschreven. In totaal zijn 71 RV's geselecteerd.<sup>7</sup> Daarnaast zijn de deskundigen aangeschreven die volgens de database van de Stichting Landelijk Register Gerechtigd Deskundigen (LRGD)<sup>8</sup> gespecialiseerd zijn in aandelenwaardering (24 personen).<sup>9</sup> Tot slot zijn waarderingsdeskundigen benaderd die zijn verbonden aan een Valuation-afdeling van een accountantskantoor of bank (in totaal 18); deze personen zijn vaak niet verbonden aan het LRGD of het NIRV. Dit betekent overigens niet dat zij niet worden ingeschakeld als gerechtelijk deskundigen. De Ondernemingskamer hanteert een 'eigen lijst' van waarderingsdeskundigen die worden ingeschakeld voor bijvoorbeeld een uitkoopprocedure.<sup>10</sup>

5 [www.registervaluator.nl](http://www.registervaluator.nl).

6 [www.nirv.nl](http://www.nirv.nl).

7 In mei 2013 telde het NIRV 201 leden, waarvan overigens 192 mannen en slechts 9 vrouwen. In 2008 waren er nog 157 RV's. Bron: het online magazine 'Van Waarde', editie mei 2013, te raadplegen via [www.nirv.nl](http://www.nirv.nl). Van slechts 185 RV's zijn de contactgegevens te raadplegen op de website [www.nirv.nl/site/leden](http://www.nirv.nl/site/leden).

8 [www.lrgd.nl/zoek-eeen-deskundige](http://www.lrgd.nl/zoek-eeen-deskundige).

9 Er zijn ook deskundigen die in het LRGD staan geadministreerd en ook RV zijn. Die personen zijn niet meegeteld in de groep RV's.

10 Bijv.: Hof Amsterdam (OK) 23 oktober 2008, RO 2009/5, JOR 2008/334 (Schuitema) waarin prof. dr. L. Traas en drs. H.T. Haanappel als deskundigen waren benoemd; Hof Amsterdam (OK) 26 juni 2012, ARO 2012/106 waarin dr. H. Oosterhout (Duff & Phelps, Amsterdam) als deskundige werd benoemd.

De totale onderzoeksgroep bestond uiteindelijk uit 83 personen<sup>11</sup> en de responsegraad was circa 26%.

### 3. Waarderingsdilemma's

De volgende waarderingsdilemma's zijn met betrekking tot een waardering in het kader van de blokkeringsregeling gesignaleerd: (i) de te hanteren waardemaatstaf; (ii) de te hanteren waarderingsmethode; (iii) de eventuele toepassing van discounts; (iv) het waarderingsproces; en (v) de uiteindelijke prijsvaststelling.<sup>12</sup>

#### (i) De hanteren waardemaatstaf

In art. 2:195 BW staat onder zowel oud als nieuw recht 'waarde'. Het is onduidelijk welke waarde hiermee bedoeld wordt. De wet noch de departementale richtlijnen<sup>13</sup> geven verdere aanwijzingen over de vraag op grond van welke waardemaatstaf de waarde van de aandelen dient te worden bepaald.<sup>14</sup> Het is daarom niet duidelijk of een waarderingsdeskundige moet uitgaan van, bijvoorbeeld, een stand-alone-gedachte of juist van eventuele strategische overwegingen en/of bepaalde synergie-afwegingen. In een uitspraak van de Hoge Raad van 2 maart 2001 werd in het kader van een echtscheiding en waardering van daarbij betrokken incurante aandelen overwogen dat in het vermogensrecht, het belastingrecht en de accountancy niet één onder alle omstandigheden geldige maatstaf is ontwikkeld voor het bepalen van de waarde van incurante aandelen.<sup>15</sup> Het Hof 's-Gravenhage heeft, ook in het kader van de verdeling van een huwelijksgemeenschap na echtscheiding (waartoe het ondernemingsvermogen behoorde), overwogen dat *niet* als uitgangspunt dient te worden genomen de waarde van de onderneming in het vrije economische verkeer uitgaande van de situatie dat de onderneming aan een derde tegen de beste verkoopcondities kan worden verkocht.<sup>16</sup> De rechtsrelatie tussen de deelgenoten in een onverdeelde boedel wordt namelijk beheerst door de redelijkheid en billijkheid, hetgeen afhangt van alle feiten en omstandigheden van het geval. In deze zaak werd een

11 Weliswaar is de optelsom van de drie subgroepen 113 maar een deel antwoordde onvoldoende ervaring met een waardering in het kader van de blokkeringsregeling te hebben (7 personen), een aantal was voor langere tijd buiten kantoor en kon niet voor de gestelde deadline reageren (14 personen), een aantal e-mailadressen uit de diverse databanken bleek niet meer in gebruik (8 personen) en voor een enkeling was de Nederlandse taal van de enquête een probleem (1 persoon).

12 Aangezien de waarderingsdeskundige de opdracht meekrijgt om zijn waardering op een bepaald moment uit te voeren is er geen sprake van een dilemma omtrent de waarderingsdatum, ofwel de peildatum. Zie in dit kader bijv. Hof Amsterdam (OK) 22 juni 2000, JOR 2000/169 (Polygram); Hof Amsterdam (OK) 29 juni 2000, JOR 2000/170 (Pirelli) en meer recent Hof Amsterdam (OK) 12 maart 2013, ARO 2013/60, JIN 2013/71, m.nt. E. Bagheri en G.C. Vergouwen (SAAB). Voor een nadere uiteenzetting van de peildatumproblematiek wordt verwezen naar C.D.J. Bulten, 'Peildatumperikelen', in: *Willems' wegen, opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H.M. Willems*, Deventer: Kluwer 2010, p. 63 e.v.

13 Vaststelling Richtlijnen 1986 voor beoordeelen oprichtingen en statutenwijzigingen van n.v.'s en b.v.'s met beperkte aansprakelijkheid, par. 26: prijs van de aandelen.

14 W.G.M.H. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. Rijksuniversiteit Groningen), p. 170.

15 HR 2 maart 2001, NJ 2001/584, m.nt. S.F.M. Wortmann.

16 Hof 's-Gravenhage 14 juni 2011, LJN BR3775.

gerechtelijk deskundige benoemd, waarbij het hof onder andere overwoog:

“In het BW zijn geen grondslagen vermeld op basis waarvan de waarde van het ondernemingsvermogen moet worden vastgesteld. Het behoort tot het debat van partijen wat de grondslag voor de waardering van het ondernemingsvermogen dient te zijn. Indien partijen geen overeenstemming weten te bereiken over de grondslag bepaalt de rechter de uitgangspunten voor de waardering.”

De rechtbank had dit nagelaten en om die reden had de onafhankelijke deskundige de volgende uitgangspunten aan zijn prijsvaststelling ten grondslag gelegd: (a) stand-alone-gedachte, ofwel er is geen rekening gehouden met de mogelijke toekomstige acquisities/samenwerking met andere ondernemingen door de vennootschap; (b) de going concern-gedachte, ofwel voortzetting van de onderneming in continuïteit; (c) de onderneming zal verder gaan op basis van ongewijzigd beleid; en (d) de waarde wordt bepaald op basis van de DCF-methode. Naar het oordeel van het hof passen deze uitgangspunten binnen de in de rechtspraak ontwikkelde uitgangspunten voor de prijsbepaling van het ondernemingsvermogen in het kader van de verdeling van een huwelijksgoederengemeenschap. Niet duidelijk is of het hof deze uitgangspunten ook van toepassing acht voor een aandelenwaardering in het kader van de blokkeringsregeling.

#### *Bod van een derde partij*

Met betrekking tot de waardemaatstaf is voorts onduidelijk wat de rol van een uitgebracht bod van een derde partij is of moet zijn. Anders dan hierboven met betrekking tot een huwelijksgoederengemeenschap is in de literatuur naar voren gebracht dat als waardemaatstaf (ten eerste) kan worden gedacht aan de waarde in het economisch verkeer.<sup>17</sup> Op grond van een uitspraak van het Hof Amsterdam is de waarde in het economisch verkeer:

“De prijs waarbij een willige koper en een willige verkoper in een redelijk competitieve markt geacht kunnen worden tot een koop/verkoop overeenkomst te komen.”<sup>18</sup>

In lijn hiermee is in de literatuur de vraag gesteld in hoeverre een waarderingsdeskundige rekening moet houden met een bod van een derde partij. Ofwel, mag een van een derde afkomstig bod bij de waardering van de aandelen een rol spelen? Paragraaf 26 van de departementale richtlijnen gaf als toelichting op art. 2:195 lid 6 BW (oud) dat de statuten weliswaar normen mochten bevatten voor het bepa-

len van de werkelijke waarde van de aangeboden aandelen maar ook dat de prijs die een derde heeft geboden *niet* als maatstaf mocht worden aangewezen.<sup>19</sup> Ten Berg vindt het voorgaande moeilijk verdedigbaar.<sup>20</sup> Over wat de 'werkelijke' waarde op enig moment is en hoe die vervolgens dient te worden vastgesteld kan verschillend worden gedacht maar dat de door een derde geboden prijs, bij de waardering geen enkele rol mag spelen, lijkt volgens Ten Berg lastig. Den Boogert wees er tijdens een in 1992 gehouden congres op dat het departement dit had ingezien en 'op deze dwaalleer is teruggekomen'. Het departement stond in het vervolg statutaire regelingen toe die ertoe leidden dat de met de waardering van de aandelen belaste deskundigen met een bod van derde rekening moeten houden.<sup>21</sup> De memorie van toelichting op de wetsvoorstellen tot aanpassing van art. 2:87 en 2:195 BW vermeldt op dit punt echter niets.<sup>22</sup>

#### *Uitkomsten (i): de te hanteren waardemaatstaf*

Vraag 1 van de enquête luidt als volgt:

“De blokkeringsregeling geeft aan dat de ‘waarde’ dient vast te worden gesteld. Welke waardemaatstaf hanteert u in zo'n situatie?”

In 81% van de antwoorden werd gekozen voor de waarde van de aandelen in de 'as is'-situatie (onder een going concern stand-alone-gedachte). 0% koos voor de waarde voor de andere, overnemende aandeelhouder (met inbegrip van de mogelijke beleidswijzigingen die hij vervolgens kan doorvoeren) en 19% voor de waarde die een derde (strategische) partij aan het aandelenpakket zou kunnen toekennen (de waarde in het economisch verkeer). Weliswaar is het overgrote deel van de waarderingsdeskundigen van mening dat de waarde zoals die bedoeld wordt in de wettelijke blokkeringsregeling de waarde 'as is' onder een going concern stand-alone-gedachte dient te zijn maar tegelijkertijd past 62% van de waarderingsdeskundigen wél een zogenoemd antispeculatiebeding toe.

Dit antispeculatiebeding werkt als volgt. Op het moment dat een waarderingsdeskundige op de hoogte is van het gegeven dat een derde – binnen afzienbare tijd na de overdracht van het desbetreffende belang – een bod zou willen uitbrengen op 100% van de aandelen, ontstaat voor een waarderingsdeskundige het dilemma of en hoe deze informatie verwerkt dient te worden. Een antispeculatiebeding is in het kader van dit onderzoek gedefinieerd als een bepaling die inhoudt dat de overdrachtsprijs dient te worden

17 H.J. Portengen, 'Naar contractsvrijheid voor de BV en haar statutaire inrichting (?)', in: *De Vereenvoudigde BV, Preadvies van de vereniging 'Handelsrecht'*, Deventer: Kluwer 2006, p. 88. Zie ook: B. Snijder-Kuipers, 'Flexibeler waardebeoordeling van aandelen na invoering Flex-BV', *JBN* 2012(11), 1 november 2012.

18 Hof Amsterdam 16 februari 2010, *RO* 2010/40, *JOR* 2010/96, m.nt. C.D.J. Bulten.

19 Vaststelling Richtlijnen 1986 voor beoordelen oprichtingen en statutenwijzigingen van n.v.'s en b.v.'s met beperkte aansprakelijkheid, par. 26: prijs van de aandelen; P. Sanders & W. Westbroek, *BV en NV*, Deventer: Kluwer 2005, p. 108.

20 J.A.M. Ten Berg, in: W. Bosse e.a., *Statuten zonder bezwaar*, Preadvies uitgebracht voor de jaarlijks ALV van de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie, Den Haag: Sdu Uitgevers 2002, p. 193.

21 M.W. den Boogert, 'Aandeelhouderscontracten en joint venture-bv's', in: L. Timmerman e.a., *Ondernemingsrechtelijke contracten*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit Groningen, deel 14, Deventer: Kluwer 1991, p. 78.

22 *Kamerstukken II* 1998/99, 26 277, nr. 3.

gecorrigeerd indien de aandelen binnen een bepaalde periode worden overgedragen aan een derde partij. Zodoende deelt de aanbieder aandeelhouder kort gezegd mee als de aandelen binnen een bepaalde periode aan de derde worden doorverkocht. Omdat enerzijds 62% van de deskundigen een antispesulatiebeding toepast (en indirect dus rekening houdt met de waarde in het economisch verkeer) terwijl zij anderzijds stellen de waardemaatstaf 'as is' going concern te hanteren, volgt hieruit dat deskundigen worstelen met de rol van een bod van een derde.

### (ii) De te hanteren waarderingmethode

Naast de waardemaatstaf dient de waarderingmethode te worden gekozen. Het is niet het doel van dit artikel om waarderingmethoden uitvoerig te analyseren. Op deze plaats wordt dan ook volstaan met een beknopte opsomming van mogelijke methoden: net present value-methoden (i.e. enterprise discounted cash flow, adjusted present value, capital cash flow, equity cash flow model) en 'accountantsmethoden' (intrinsieke waarde, rendementswaarde, rentabiliteitswaarde).<sup>23,24</sup> Met betrekking tot dit onderdeel is het interessant te onderzoeken welke waarderingmethode de onderzoeksgroep voor een waarderingsoopdracht in het kader van de blokkeringsregeling hanteert en of die afwijkt van wat bijvoorbeeld in de M&A-praktijk gebruikelijk is.

### Uitkomsten (ii): de te hanteren waarderingmethode

De populairste waarderingmethoden zijn de DCF-methode en de multiple analyse.<sup>25</sup> De zogenoemde accountantsmethoden (i.e. de rentabiliteitswaarde en de intrinsieke waarde) worden minder vaak gebruikt. Hieruit volgt dat de waarderingmethode die de deskundigen het meeste hanteren in het kader van de blokkeringsregeling (een DCF-methode) in de meeste gevallen (73%) dezelfde is als die in het kader van fusies en overnames worden gehanteerd.

### (iii) Kortingen (discounts)

Een ander dilemma bestaat uit de vraag of al dan niet kortingen moeten worden toegepast met betrekking tot een waarderingsoopdracht in het kader van de blokkeringsregeling. Voor de berekening van de waarde van een bepaald aandelenpakket (i.e. minder dan 100%) wordt de waarde van de gehele onderneming allereerst naar evenredigheid aan het desbetreffende aandelenpakket toegerekend (de 'pro rata parte-waarde'). Daarna doet de vraag zich voor of, vervolgens, een bepaalde korting (of premie) moet worden toegepast met betrekking tot de aard en omvang van het

betreffende aandelenpakket.<sup>26</sup> In de financieel-economische literatuur worden twee kortingen genoemd die vervolgens, dus nadat de pro rata parte-waarde is vastgesteld, als additionele correctie(s) voor het minderheidsbelang kunnen worden toegepast in verband met: (i) een gebrek aan verhandelbaarheid van de aandelen in een besloten vennootschap ('lack of marketability/liquidity'), ook wel aangeduid met 'incourantheidskorting'; en/of (ii) een gebrek aan zeggenschap van de betrokken aandeelhouders ('lack of control'), ook wel aangeduid met 'zeggenschapskorting' of 'minderheidskorting'.<sup>27</sup> Het spiegelbeeld van een zeggenschapskorting is een premie voor controle, de 'control-premium'. Uit financieel-economisch onderzoek volgt dat incurantheids-<sup>28</sup> en minderheidskortingen (en controlpremies<sup>29</sup>) in transacties tussen partijen in de markt worden verdisconteerd.

De rechtseconomische gedachte achter de juistheid van de pro rata parte-waarde is dat (potentiële) minderheidsaandeelhouders voldoende beschermd worden tegen het gedrag van een meerderheidsaandeelhouder (en geen additionele correcties dienen plaats te vinden). De belangrijkste wettelijke regelingen hiervoor zijn de mogelijkheid die elke aandeelhouder heeft om actie te ondernemen tegen een medeaandeelhouder die handelt in strijd met de redelijkheid en billijkheid (art. 2:8 BW), op grond van de aandeelhoudersovereenkomst en de geschillenregeling.<sup>30</sup>

Uit de rechtspraak van de Ondernemingskamer volgt dat geen rekening dient te worden gehouden met kortingen en/of premies in het kader van de waardering van minderheidsbelangen met betrekking tot afdeling 1 van titel 8 van Boek

23 T. Copeland e.a., *Waardering*, Den Haag: Academic Service, 2003, p. 132.

24 R.P. van den Dool, *Waardering van incurante aandelen voor belastingheffing*, Deventer: Kluwer 2010, 3e druk, p. 39-81.

25 Strikt genomen is een multiple analyse geen waarderingmethode. Met een multiple analyse worden, kort gezegd, slechts marktprijzen van een groep vergelijkbare ondernemingen gerelateerd aan bepaalde financiële parameters (bijv. EBITDA). Dit resulteert in een verhoudingsgetal, een multiple.

26 Voor een nadere toelichting wordt verwezen naar de discussie tussen A. Voûte en F.W.C. Blom, *De Naamloze Vennootschap*, de nummers 70/6 (juni 1992), p. 140-144, 70/7/8 (augustus 1992), p. 168-169 en 70/10 (oktober 1992), p. 229-230; F.W.C. Blom, *Waarden van b.v.-aandelen*, *TVVS* 1993/65, afl. 5, p. 121-125.

27 M. Kantor, *Valuation for arbitration: compensation standards, valuation methods and expert evidence*, Wolters Kluwer, 2008, p. 253-263.

28 J. Koeplin, A. Sarin & A.C. Shapiro, 'The private company discount', *Journal of applied corporate finance* 2002, volume 12, number 4, p. 94-101; A. Damodaran, 'Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount', *working paper*, New York University, 2005; S. Block, 'The liquidity discount in valuing privately owned companies', *Journal of Applied Finance*, no. 17, p. 13-40; S. Pratt, *Valuing a Business: The Analysis of Closely Held Companies*, New York: McGraw-Hill, 4e druk, p. 408.

29 A. Damodaran, 'The value of control: implications for control premium, minority discounts and voting share differentials', 2005, New York University; P. Harouna, A. Sarin and A.C. Shapiro, 'Value of corporate control: some international evidence', 2001, USC Working paper series; M.J. Barclay and C. Holderness, 'Private benefits from control of public corporations', *Journal of Financial Economics*, 25, 1989, p. 371-395.

30 C.D.J. Bulten stelt hierover in haar noot onder Hof Amsterdam (OK) 16 februari 2010, *RO* 2010/40, *JOR* 2010/96 (Hooymans) het volgende: "De illiquiditeit van de aandelen doet niet ter zake. Die onverhandelbaarheid is juist één van de redenen voor het bestaan van de wettelijke geschillenregeling, omdat verkoop van aandelen in een vennootschap met een besloten verhouding schier onmogelijk is."

2 BW (Geschillenregeling)<sup>31</sup> en de uitkoopprocedure.<sup>32,33</sup> De juridische literatuur schaarft zich vrijwel unaniem achter deze pro rata parte-waarde.<sup>34</sup> Evenmin wordt rekening gehouden met een premie in het kader van een waardeverhogende 'nuisance value' van een minderheidsbelang<sup>35</sup> of een controlpremium in verband met een meerderheidsbelang.<sup>36</sup> In de literatuur wordt echter wel opgemerkt dat het redelijk kan zijn wel een minderheids- of illiquiditeitskorting toe te passen indien het aandelenpakket recentelijk is verworven tegen een koopprijs waarbij een minderheids- of illiquiditeitskorting was ingecalculleerd.<sup>37</sup>

Voor kortingen en premies geldt mijns inziens dat deze ook in het kader van de blokkeringsregeling buiten toepassing moeten blijven indien een waarderingdeskundige de prijs, gelijk aan de waarde, van een aandelenpakket dient op te stellen. Dit is slechts anders indien partijen een korting of premie statutair en/of contractueel overeen zijn gekomen. Dit wordt als volgt toegelicht. Art. 2:339 lid 1 BW bepaalt dat de prijsvaststelling in het kader van een uitstotingsprocedure door een of meer deskundigen moet plaatsvinden. Partijen kunnen hiervan afwijken, namelijk door het opstellen van een eigen statutaire of contractuele geschillenregeling.<sup>38</sup> In afwijking op lid 1 geldt dat de benoeming van een deskundige achterwege kan blijven indien de statuten (of een overeenkomst in de zin van art. 2:337 lid 1 BW) een maatstaf voor de bepaling van de waarde van de aandelen bevatten (en de rechter aan de hand daarvan de prijs zonder meer kan vaststellen).<sup>39,40</sup> Art. 2:339 leden 1 en 3 BW strekken ertoe te waarborgen dat de aandeelhouder die tot overdracht van zijn belang gedwongen wordt (de uitstotingsprocedure), een prijs ontvangt die zo veel mogelijk overeenstemt met die welke hij bij vrijwillige vervreemding van de aandelen zou kunnen bedingen.<sup>41</sup> De ratio hierachter is dat de prijs bij vrijwillige verkoop (op grond van de blokkeringsregeling) en gedwongen verkoop (op grond van

de uitstotingsprocedure) op dezelfde wijze wordt bepaald.<sup>42</sup> Ofwel, bij gedwongen overdracht moet dezelfde prijs worden verkregen als bij vrijwillige vervreemding, aldus Maeijer.<sup>43</sup> A-G Timmerman stelt hierover:

"Men moet – anders gezegd – door het in het leven roepen van een geschilsituatie geen kans op (SvdB: een) hogere prijs dan de uit de statuten voortvloeiende prijs kunnen afdwingen."<sup>44</sup>

De opvatting van Timmerman laat zien dat aan een aandelenbelang in het kader van een uitstotingsprocedure niet een hogere prijs kan worden gekoppeld op grond van, bijvoorbeeld, een mogelijke 'nuisance value'.

Overeenkomstig deze opvatting heeft de Rechtbank Roermond in 2011 in het kader van een uittredingsprocedure het volgende geoordeeld:

"Bij het bepalen van de relatie tussen het vrijwillig aanbieden van de aandelen in het kader van de blokkeringsregeling en het dwingen van de andere aandeelhouder tot overname van de aandelen van de beknelde aandeelhouder, lijkt het niet logisch dat degene die de aandelen zelf kwijt wil, een hogere waarde kan bedingen dan degene die door schadelijke gedragingen van de medeaandeelhouder uit zijn aandeelhouderschap bevrijd wil raken. Om deze reden is aan te nemen dat ook bij toepassing van art. 2:339 lid 3 BW de waardebeepaling van de aandelen met inachtneming van de blokkeringsregeling vergelijkbaar moet zijn aan de waardering van aandelen door deskundigen in het economische verkeer."<sup>45</sup>

Het zal in het geval van een uittredende aandeelhouder veelal niet gewenst zijn een korting op de koopprijs toe te kennen (en zo de achterblijvende kopende medeaandeelhouders voor hun gedrag, dat tot uittreding van de betreffende aandeelhouder heeft geleid, te belonen), mede in aanmerking genomen dat deze korting juist één van de oorzaken van het gedrag van de medeaandeelhouders kan zijn.<sup>46</sup> Deze benadering wordt ook bepleit in Engeland en Duitsland.<sup>47</sup>

De prijs bij een vrijwillige verkoop (op grond van de blokkeringsregeling) moet dus op dezelfde wijze worden bepaald als bij een gedwongen verkoop op grond van de uitstotingsprocedure (HR 21 januari 2005) of een verkoop op grond van de uittredingsprocedure (Rb. Roermond 6 juli

31 R.o. 4.17, Hof Amsterdam (OK) 10 april 2003, ARO 2003/71, JOR 2003/144, m.nt. Bulten (Hoffmann).

32 Noot J.M.M. Maeijer onder Hof Amsterdam (OK) 20 juni 1991, LfN AD1441, NJ 1991/621.

33 Hof Amsterdam (OK) 25 april 1991, LfN AD1440, NJ 1991/620 (Steenbezt); Hof Amsterdam (OK) 13 april 2000, JOR 2000/168 (FGH); Hof Amsterdam (OK) 15 juli 1999, JOR 1999/198 (De Bussy). Vgl. J.M.M. Maeijer, G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, Asser 2-II\* De naamloze en besloten vennootschap, nr. 687 sub f: Waardebepaling.

34 J. den Boer, 'Naar een rationeel waarderingstijdstip bij de uitkoop- en de geschillenregeling', WPNR 02/6487, p. 340. Vgl. P.P. de Vries, *Exit right of minority shareholders in a private limited company* (diss.), Deventer: Kluwer 2010, p. 340; C.D.J. Bulten, *De geschillenregeling ten gronde* (diss.), Deventer: Kluwer 2011, p. 200.

35 F. de Kam, 'Uitkoop van waardering van aandelen', *De Naamloze Vennootschap*, nr. 72, 3 maart 1994.

36 J.M.M. Maeijer, G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, Asser 2-II\* De naamloze en besloten vennootschap, nr. 687 sub f: Waardebepaling.

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

38 Art. 2:339 lid 2 jo. art. 2:337 lid 1 BW.

39 Codificatie van HR 21 januari 2005, NJ 2005/126 (Hoffmann Beheer).

40 Hetzelfde geldt overigens voor de uittredingsprocedure (art. 2:343 lid 2 BW).

41 R.o. 3.3.2. HR 21 januari 2005, NJ 2005/126 (Hoffmann Beheer).

42 Kamerstukken I, 18 905, nr. 6 (MvA), p. 4; r.o. 3.3.2. HR 21 januari 2005, NJ 2005/126 (Hoffmann Beheer).

43 J.M.M. Maeijer, G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, Asser 2-II\* De naamloze en besloten vennootschap, nr. 717: waardering van aandelen.

44 Concl. A-G Timmerman, par. 2.9, HR 21 januari 2005, NJ 2005/126 (Hoffmann Beheer).

45 R.o. 2.10, Rb. Roermond 6 juli 2011, RO 2011/62, JOR 2011/284 (Ninoju).

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

47 P.P. de Vries, *Exit rights of minority shareholders in a private limited company* (diss.), Deventer: Kluwer 2010, p. 117-119 en 179-185.

2011). Kortom, bij een geschillenregeling moet de prijs op dezelfde wijze worden bepaald als bij een blokkeringsregeling. Hierboven is weergegeven dat een illiquiditeits- en/of minderheidskorting niet wordt toegepast in het kader van een geschillenregeling. Vervolgens kan dus worden gesteld dat waarderingsdeskundigen ook in het kader van de blokkeringsregeling geen illiquiditeits- en/of minderheidskortingen dienen te hanteren bij de prijsbepaling van het minderheidspakket.

Voor de volledigheid wordt nog vermeld dat het bovenstaande overigens niet betekent dat geen enkele 'korting'<sup>48</sup> bij een waardering een rol kan spelen. Immers, de berekening van de pro rata parte-waarde is slechts relevant bij de waardering van een bepaald percentage van het gehele aandelenkapitaal. Het kan echter zo zijn dat voor de berekening van de ondernemingswaarde (*enterprise value*) op grond van de DCF-methode bepaalde premies worden gehanteerd voor de berekening van de vermogenskostenvoet. Zo kunnen de kosten worden verhoogd met een zogenoemde *country risk premium* of een *company specific risk premium*.<sup>49</sup> De laatstgenoemde bedrijfsspecifieke risico-opslag kan bijvoorbeeld bestaan uit een kleinschaligheidsopslag<sup>50</sup> (omdat, beknopt weergegeven, wordt geschat dat aan de kasstromen van kleinere bedrijven een groter risico is verbonden) of een korting in verband met de volatiliteit van het resultaten van de onderneming. Daarnaast kan ook de kostenvoet van het vreemde vermogen worden verhoogd met een *country default spread* gebaseerd op een bepaalde statistische database.<sup>51</sup>

#### **Uitkomsten (iii): kortingen (discounts)**

Bij dit onderdeel is een onderscheid gemaakt tussen het type korting (een minderheids- of illiquiditeitskorting) en de omvang van het aandelenpakket (50% vs. 25%). Het gebrek aan zeggenschap leidt volgens 52% van de deskundigen wél tot een minderheidskorting voor een aandelenbelang van 25%. Over een korting in verband met de incurantheid van het aandelenpakket in een BV, of het nu gaat om een 25%- of een 50%-aandelenpakket, stelt het overgrote deel van de deskundigen dat een korting niet op haar plaats is. Overigens, als kortingen worden verwerkt dan moet dit volgens 80% van de deskundigen plaatsvinden door de uitkomst van de waardering vóór de toepassing van de korting te corrigeren. De in de financieel-economische literatuur genoemde mogelijkheden van het aanpassen van de geprojecteerde cash flow of het aanpassen van de *discount rate* (door middel van

een additionele premie), zouden door de deskundigen nauwelijks gehanteerd worden.

#### **(iv) Waarderingsproces**

Een ander dilemma is meer kwalitatief van aard en ziet op de 'goede procesorde' van een waarderingsopdracht in het kader van de blokkeringsregeling. Dit dilemma ziet zowel op de vraag wie de opdrachtgever is (de vennootschap en/of de aandeelhouders) als de vraag wie de waarderingsdeskundige van informatie voorziet. In de interviews werd door de deskundigen verwezen naar de 'Leidraad deskundigen in civiele zaken' van de rechterlijke macht.<sup>52</sup> Alhoewel de uitgangspositie in het uitgevoerde onderzoek daarvan afweek (het ging in dit onderzoek niet om een benoeming door de rechtbank), speelt het beginsel van 'hoor en wederhoor' ook bij een waarderingsopdracht in het kader van de blokkeringsregeling een rol. Teneinde aan het criterium van hoor en wederhoor te voldoen is transparantie noodzakelijk en moet partijen de mogelijkheid worden geboden commentaar te geven op elkaars input. Bij het opstellen van de enquête kwam als (kwalitatief) dilemma naar voren dat uit het bovenstaande niet volgt op welk moment je partijen betreft bij het leveren van commentaar op het waarderingsmodel en/of de waarderingsexercitie in het algemeen. Ook is met genoemde aanwijzing in de leidraad nog niet vast komen te staan op welke manier moet worden omgegaan met de aanlevering van informatie (bijvoorbeeld in het kader van scenarioanalyse van de prognoses van de financiële cijfers).

#### **Uitkomsten (iv): waarderingsproces**

Bijna alle waarderingsdeskundigen (95%) sluiten de opdrachtbrief (*engagement letter*) met de aandeelhouders (43%) of met de aandeelhouders en de vennootschap gezamenlijk (52%). Daarnaast baseert 90% van de respondenten zich bij de waardering in het kader van de blokkeringsregeling op informatie van zowel de vennootschap als de aandeelhouders. Grote verdeeldheid bestaat daarentegen over het principe 'hoor en wederhoor'. Op de vraag wanneer 'hoor en wederhoor' werd toegepast waren de volgende antwoorden mogelijk waarbij tussen haken staat weergegeven hoeveel procent van de deskundigen het desbetreffende antwoord koos: (a) ik stel partijen in staat om te reageren op alle informatie die door de wederpartij is aangeleverd (35%); (b) op het moment dat ik deelanalyses heb uitgevoerd (bijv. analyse van historische resultaten, prognoses, disconteringsvoet) (13%); (c) pas op het moment dat ik een indicatieve waarderingsrange heb vastgesteld, stel ik partijen in de gelegenheid daarop te reageren (9%); (d) bij het opstellen van het conceptrapport (26%); en (e) anders (17%), bijvoorbeeld:

“Gedurende het hele proces. Om het werkbaar te houden partijen niet op elkaar laten reageren. Cashflowverwachting is een belangrijke factor die in het hoor en weder-

48 Korting wordt hier tussen aanhalingstekens geplaatst aangezien de korting vaak bestaat uit een premie op en dus verhoging van de vermogenskostenvoet (de *weighted average cost of capital*, de 'wacc'). De wacc is de deler in de formule van de DCF-methode en hierdoor wordt de *enterprise value* (de ondernemingswaarde) en uiteindelijk ook de waarde van het aandelenkapitaal lager.

49 A. Damodaran, 'Country Risk and Company Exposure: Theory and Practice', *Journal of Applied Corporate Finance* 19, p. 72-77.

50 Voor een recent voorbeeld van een discussie omtrent een kleinschaligheidstoetslag wordt verwezen naar Hof Amsterdam 4 december 2012, ARO 2013/17.

51 Bijv. Ibbotson Risk Premia Over Time Report van Morningstar, Inc.

52 De *Leidraad deskundigenbericht in civiele zaken* is te raadplegen via [www.rechtspraak.nl/procedures](http://www.rechtspraak.nl/procedures), p. 8.

hoor zeker tot uiting komt. Het conceptrapport leg ik ook aan beide partijen voor commentaar.”

Kortom, het overgrote deel van de respondenten (74%) wacht niet met het toepassen van hoor en wederhoor tot het uitbrengen van het conceptrapport en 35% van de respondenten stelt partijen zelfs in staat om te reageren op alle uitgewisselde informatie.

### (v) Prijsvaststelling

Tot slot is gebleken dat het voor de waarderingsdeskundigen een dilemma is om op grond van hun waarderingsmodel (hetgeen resulteert in een waarderingsrange van verschillende waarden) tot de prijsvaststelling komen.

### Uitkomsten (v): prijsvaststelling

Ook met betrekking tot de prijsvaststelling bestaat aanzienlijke verdeeldheid: 25% van de waarderingsdeskundigen kiest simpelweg voor het midden van de berekende waarderingsrange,<sup>53</sup> 35% past een bepaalde gewogen gemiddelde toe op grond van de methoden en scenario's die zijn toegepast en 40% stelt de prijs vast op grond van een andere methode. Dus ondanks dat de deskundigen niet elke waarderingsmethode even vaak toepassen, wordt wel door 25% van de deskundigen willekeurig het midden van de bandbreedte gekozen. Opmerkelijker is dat de blokkeringsregeling stelt dat de deskundigen de prijs (gelijk aan de waarde) dienen vast te stellen maar veel deskundigen het nalaten de prijsvaststelling uit te voeren. In plaats daarvan presenteren de deskundigen een waarderingsrange en laten de prijsvaststelling vervolgens over aan de opdrachtgevers zelf, zo luidde veelal de toelichting op deze vraag.

### Prijsbepalingsregels

Wat de prijsbepalingsregels betreft geldt dat 88% van de waarderingsdeskundigen stelt dat prijsbepalingsregels bepaalde voordelen hebben, namelijk (a) efficiency (met betrekking tot tijd en kosten) (32%); (b) transparantie (16%); (c) preventie van discussies tussen verschillende aandeelhouders met betrekking tot de waardering en de aangeleverde informatie (36%); en (d) zekerheid met betrekking tot de waarderingsuitkomst (4%). Ook wordt vermeld dat een prijsbepalingsregel nadelen kent, te weten (a) de uitkomst van de prijsbepalingsformule zal veelal afwijken van de waarde van het aandelenpakket (20%); (b) de prijsbepalingsformule laat altijd ruimte voor discussie (12%); (c) er doen zich altijd omstandigheden voor die niet worden meegewogen in de berekening (52%); en (d) anders (16%), bijvoorbeeld:

“Risico dat er weer zo iets wordt geformuleerd als ‘2x intrinsieke waarde + 3x rentabiliteitswaarde -/- 6x EBIT’.”

53 Hetgeen mij onjuist voorkomt omdat indien de range gebaseerd is op zowel een DCF- als multiple analyse, er appels met peren worden vergeleken. Strikt genomen is een multiple analyse geen waarderingsmethode. Met een multiple analyse worden, kort gezegd, slechts marktprijzen van een groep vergelijkbare ondernemingen gerelateerd aan bepaalde financiële parameters (bijv. EBITDA). Dit resulteert in een verhoudingsgetal, een multiple.

Tot slot is gevraagd naar de toepasbaarheid van prijsbepalingsregels, namelijk of de aandeelhouders de prijsbepalingsregel volledig mechanisch kunnen toepassen (zodat de partijen zelfstandig de prijs kunnen berekenen) of dat de prijsvaststelling alsnog door een waarderingsdeskundige dient te worden uitgevoerd. Bijna twee derde van de deskundigen stelt dat voor de prijsvaststelling altijd een deskundige moet worden ingeschakeld.<sup>54</sup> Als kanttekening geldt hierbij uiteraard dat waarderingsdeskundigen wellicht een conflict of interest hebben.

## 4. Conclusies onderzoeksresultaten

Gebleken is dat de waardering in het kader van de blokkeringsregeling leidt tot waarderingsdilemma's waar deskundigen verschillend mee omgaan, hetgeen kan leiden tot rechtsonzekerheid. Met betrekking tot een aantal waarderingsdilemma's lijkt onder de waarderingsdeskundigen wél (bijv. waardemaatstaf, waarderingsmethode) en géén consensus (bijv. toepassing korting voor gebrek aan zeggenschap bij minderheidsbelang, de rol van een bieding van een derde, hoor en wederhoor, prijsvaststelling en de voor- en nadelen van een prijsbepalingsregeling) te bestaan. Zelfs indien aandeelhouders een prijsbepalingsregel overeen zijn gekomen, moet volgens de meerderheid van de deskundigen voor de toepassing daarvan een waarderingsdeskundige worden ingeschakeld. Een prijsbepalingsregel voorkomt volgens hen dus niet de situatie dat een waarderingsdeskundige wordt ingeschakeld. De beoogde vereenvoudiging van het BV-recht lijkt op dit punt niet geslaagd. Uiteraard moet hierbij opgemerkt worden dat de deskundigen hierbij *biased* zijn omdat dit hun belangen raakt. Ook is gebleken dat waarderingsdeskundigen sinds de invoering van de Flex-BV niet vaker worden ingeschakeld met betrekking tot advisering over het opstellen van de blokkeringsregeling, hetgeen gebaseerd is op een 'relatieve' vraagstelling. Namelijk, het is gebleken dat 71% van de deskundigen *even vaak* wordt ingeschakeld ten opzichte van de situatie vóór de invoering van de Flex-BV. Een aantal deskundigen merkte op niet op voorhand, bij het opstellen van de blokkeringsregeling (of een prijsbepalingsregel), te worden ingeschakeld. Wellicht spelen slechts de juridische adviseurs in dat stadium een belangrijke adviserende rol.<sup>55</sup>

## 5. Slotconclusie en aanbeveling

Door in plaats van een blokkeringsregeling een statutaire prijsbepalingsregel mogelijk te maken, heeft de wetgever geprobeerd tegemoet te komen aan de kritiek op deze 'starre' regeling. In de kern bestaat de kritiek op de blokkeringsregeling (en de benoeming van een deskundige) eruit

54 Waarbij ook als toelichting werd gegeven dat dit afhankelijk is van de complexiteit en/of subjectiviteit van de uitleg van de formule (bijv. of al dan niet bepaalde normalisaties moeten worden berekend met betrekking tot de kas en/of werkkapitaalpositie).

55 Omdat het niet noodzakelijk is dat de statuten sinds 1 oktober 2012 zijn gewijzigd, geldt als kanttekening dat de periode van één jaar na invoering van de Flex-BV wellicht te kort is om hierover nu al te oordelen.

dat het handhaven van het criterium dat een aandeelhouder steeds een door een onafhankelijke deskundige vastgestelde prijs moet kunnen verlangen, een onnodige belemmering is als tegemoet moet worden gekomen aan de in de praktijk bestaande behoefte om flexibele afspraken te maken over een prijsbepaling. Die flexibiliteit is er met de Flex-BV gekomen: ook statutaire prijsbepalingsregels zijn thans mogelijk. Ondanks dat stellen de waarderingdeskundigen dat de omstandigheden van de betreffende situatie waarin de waardering dient plaats te vinden onvoldoende kunnen worden gereguleerd in een statutaire (maar ook contractuele) prijsbepalingsregel. Indien partijen een statutaire (of contractuele) prijsbepalingsregel wensen op te nemen wordt met het oog op de in dit artikel weergegeven waarderingdilemma's aangeraden contact op te nemen met een waarderingdeskundige. Echter, keerzijde is dat met betrekking tot bepaalde dilemma's weinig consensus bestaat tussen de waarderingdeskundigen en kan de keuze van de betreffende adviseur de uitkomst dus sterk beïnvloeden.<sup>56</sup> Teneinde de beroepsgroep van waarderingdeskundigen handvatten te bieden met betrekking tot waarderingdilemma's (bijv. in het kader van de blokkeringsregeling), en hierdoor de rechtszekerheid en transparantie van het waarderingproces voor bijvoorbeeld een aandeelhouder (of zijn adviseurs) te bevorderen, wordt aanbevolen dat waarderingdeskundigen hiervoor een leidraad of richtlijn opstellen. Wel kan door raadpleging van deskundigen met betrekking tot bepaalde waarderingdilemma's op voorhand een knoop worden doorgehakt. Hiermee wordt de kans op debat over de prijsbepalingsregel verkleind. De toepassing (en uitleg) komt immers vaak pas vele jaren later aan de orde (en dan kan de *market practice* van waarderingdeskundigen met betrekking tot bepaalde variabelen ook gewijzigd zijn). Zo wordt voorkomen dat waarderingsinstructies worden opgesteld waarvan de uitvoering voor de waarderingdeskundigen voor nog meer dilemma's zorgt.

<sup>56</sup> Nader onderzoek zou kunnen worden verricht naar de vraag of waarderingdeskundigen met een verschillende achtergrond (bijv. Register Valuator, Register Accountant of Corporate Finance adviseur) op een andere wijze omgaan met waarderingdilemma's.