

## WOORD VOORAF

In de juridische praktijk speelt de waardering van ondernemingen en aandelen vaak een rol. Het is bij uitstek een onderwerp dat zich leent voor een onderzoek op het snijvlak van de juridische en (financieel-) economische wetenschap. Deze dissertatie heeft als rode draad de waardering van ondernemingen en aandelen in het ondernemings- en insolventierecht. In aanvulling op een reeks eerder gepubliceerde artikelen biedt de dissertatie van Van den Berg allereerst een nuttig overzicht, een “waarderingskader”, en een toelichting op in de insolventierechtpraktijk belangrijke (maar ook ambivalente) begrippen zoals liquidatie- en reorganisatiewaarde. Ten aanzien van de liquidatiewaarde wordt helder inzichtelijk gemaakt dat het juridische en het financieel-economische perspectief kunnen verschillen. Het hebben van inzicht in beide werelden is zeer waardevol wanneer de juridische arena wordt betreden.

Hoewel er in het ondernemings- en insolventierecht veel waarderingsvragen voorkomen, heeft Van den Berg enkele onderwerpen onderzocht die zowel praktisch en concreet als wetenschappelijk en conceptueel zijn. Niet alleen draagt zijn analyse bij aan vragen die in de dagelijkse praktijk vaak onderwerp van debat zijn, maar ook heeft hij met zijn *going concern* benadering van het pre-insolventieakkoord in de literatuur over de wetsontwerpen WCO II en WHOA bijgedragen aan de gedachtevorming en de rechtswetenschap.

Met veel genoegen nemen wij deze dissertatie in onze serie op.

S.C.J.J. Kortmann  
N.E.D. Faber

Nijmegen, november 2018



## HOOFDSTUK 1

### INLEIDING

*“Value is in the eye of the beholder.”<sup>1</sup>*

Deze uitdrukking geeft weer dat waarde subjectief is. Daardoor vormt het al lange tijd een arbitrair onderwerp. Dit is in de juridische wetenschap niet anders. Met de ondersteuning van economen komen juristen vaak in gesprek over de waarde van een goed, hoe de betreffende waardering heeft plaatsgevonden en wat de economische of juridische positie ten aanzien van een goed is. Hierbij kan gedacht worden aan dwalingsvraagstukken over de waarde van bekers uit de Grieks-Romeinse tijd,<sup>2</sup> maar het komt vandaag de dag vaker voor dat de waardering van ondernemingen en aandelen het onderwerp van een analyse of debat is.

In de ondernemingsrechtpraktijk zijn waarderingsvraagstukken relevant bij bijvoorbeeld overnames en desinvesteringen,<sup>3</sup> splitsingen, fusies of juridische procedures. Bij de juridische procedures kan gedacht worden aan de geschillenregeling, de blokkeringsregeling of de uitkoopprocedure. Ook in de insolventierechtpraktijk is waardering van belang, zowel in faillissement als in de fase ervoor wanneer herstructureringen worden doorgevoerd. Ook kan gedacht worden aan de schadeloosstelling op grond van de

- 
- 1 Vgl. M.W. Hungerford, *Molly Bawn* (1878), die schreef *“Beauty is in the eye of beholder.”*
  - 2 HR 19 juni 1959, *NJ* 1960/59, m.nt. J.H. Beekhuis (De Kantharos van Stevensweert): “6. dat – meer in het bijzonder aangaande het onderwerpelijke geval – ten deze door Schoonenberg en van der Linden aan Brom is verkocht een rijk bewerkt zilveren voorwerp, dat stamt uit de Grieks-Romeinse tijd en, zoals ten processe vaststaat, enig in zijn soort is, en uit dien hoofde, hoewel zwaar beschadigd, een uitzonderlijk hoge waarde vertegenwoordigt, welke partijen zelf onschatbaar noemen, en welke ongetwijfeld vele malen de daarvoor door Brom betaalde koopprijs van f 125 beloopt, waarbij echter valt te bedenken, dat een dergelijk stuk geen normale handelswaarde, laat staan marktwaarde heeft en dat alleen speciale musea en verzamelaars een hoge prijs voor een zo zwaar gehavend voorwerp zullen willen betalen;”
  - 3 Voor een overzicht van de verschillende vormen en financiële implicaties van desinvesteringen verwijs ik naar het handboek op dit gebied: T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6<sup>e</sup> druk, hoofdstukken 27-30.

Interventiewet.<sup>4</sup> Tot slot noem ik de familierechtpraktijk (bijvoorbeeld bij boedelverdeling), de mededingingsrechtpraktijk (bijvoorbeeld bij begroting van kartelschade)<sup>5</sup> en de arbeidsrechtpraktijk (bijvoorbeeld bij winstde- lingsregelingen die mede gebaseerd zijn op waardeontwikkeling).<sup>6</sup>

De functie van een waardering is verschillend. Zo kan de waardering verband houden met wijzigingen in de aandelenbelangen, de schadeloos- stelling bij onteigening van vermogensrechten,<sup>7</sup> het voldoen aan fiscale of civielrechtelijke voorschriften, informatieverstrekking ten behoeve van interne besluitvorming of juist voor de externe financiële verslaggeving.<sup>8</sup>

In genoemde situaties kunnen de opvattingen over gehanteerde definities uiteenlopen, hetgeen tot verwarring (en juridische procedures) kan leiden. Bijvoorbeeld: het simpelweg spreken over liquidatie of liquidatiewaarde is onvoldoende onderscheidend en biedt geen duidelijk uitgangspunt, voornamelijk niet als waarderingsdeskundigen worden ingeschakeld voor juridische vraagstukken.

In dit boek behandel ik vanuit juridisch perspectief enkele vragen over waardering, in het bijzonder bij ondernemingsrechtelijke procedures en financiële herstructureringen. De begrippen “ondernemingsrechtelijke procedures” en “financiële herstructureringen” worden nader toegelicht in respectievelijk paragraaf 2.1 en 3.1. Voor de ondernemingsrechtpraktijk ligt de nadruk op Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (“**BW**”) en voor de insolventierechtpraktijk op de Faillissementswet (“**Fw**”) en de beoogde aanpas- singen daarvan.

---

4 Het wetsvoorstel werd parlementair behandeld als de ‘Wet bijzondere maatregelen financiële ondernemingen’, o.m. Kamerstukken II 2011/12, 33 059, nr. 3 (MvT). Op de Richtlijn 2014/59/EU (*Bank Recovery and Resolution Directive*) en Verordening (EU) 806/2014 (*Single Resolution Mechanism*) ga ik in dit boek niet in. Zie bijv. B.J. Drijber en A. van Toor, ‘Van ESA’s, SSM en SRM: rechtsbescher- ming in een labyrint van Europese regels voor het financiële toezicht’, *Onderne- mingsrecht* 2015/3.

5 Zie bijv. S.W. van den Berg, ‘Schadebegroting bij schendingen van het mededin- gingsrecht: *how to make one whole again?*’, in: C.J.H. Jansen, A. Knigge en M.M.C. van de Moosdijk (red.), *Kartelschade*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

6 P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen, in de juridische praktijk*, Zutphen: uitgeverij Paris 2017, derde druk, p. 28 en 29.

7 Als voorbeeld verwijs ik naar de procedure tot schadeloosstelling inzake SNS; zie o.a. HR 20 maart 2015, ECLI:NL:HR:2015:661, NJ 2015/361, r.o. 4.8.2.

8 Vgl. R. Sman, *Met waardering...ondernemingswaarde en ondernemingsprijs; een wereld van verschil*, Deventer: Kluwer 1992, p. 18 en 19.

De door mij behandelde vragen en onderwerpen heb ik eerder uitgewerkt in diverse artikelen in juridische tijdschriften.

Voor de ondernemingsrechtelijke procedures heb ik de volgende onderwerpen besproken:

1. De waarderingsdilemma's bij de blokkeringsregeling en de wijze waarop waarderingsdeskundigen daarmee omgaan (hoofdstuk 4).
2. De waardemaatstaven bij ondernemingsrechtelijke procedures (hoofdstuk 8).

Voor de financiële herstructureringen deed ik onderzoek naar:

3. De waarderingsvragen die een rol spelen bij een pre-insolventieakkoord en in het bijzonder bij de *cram down* (hoofdstuk 5).
4. De verdeling van de ondernemingswaarde bij een pre-insolventieakkoord en de rol die optiewaarde daarbij speelt (hoofdstuk 6).
5. De vraag of *credit bidding* naar Nederlands recht mogelijk is en wat daarbij de functie van waardering is (hoofdstuk 7).

Deze onderwerpen worden in dit boek behandeld in de chronologische volgorde waarin de artikelen zijn gepubliceerd. In hoofdstuk 2 presenteer ik in meer detail de opbouw van dit boek en behandel ik de centrale onderzoeksvraag en de bijbehorende deelvragen.

