

Op juiste waarde

De waarde van aandelen in een bedrijf dient te worden bepaald op basis van de te verwachten toekomstige cashflow. Eerder is in deze rubriek al eens uit de doeken gedaan dat waarderingen die uitgaan van winstkapitalisatie ('zes keer de winst') of boekhoudkundige begrippen ('intrinsieke waarde') ondeugdelijk zijn. Toch wordt bijvoorbeeld de accountantsformule, een mengvorm van winstkapitalisatie en intrinsieke waarde, nog wel eens in overeenkomsten toegepast. Twee praktijkvoorbeelden om te illustreren tot welke onverwachte gevolgen dat kan leiden.



Flip van Spaendonck (Van Spaendonck & Partners BV)

In een eerste casus zijn aandeelhouders overeengekomen dat bij vertrek de aandelen worden aangeboden voor een prijs die wordt bepaald met een accountantsformule. Een vertrekkend directeur betwist deze methode voor de rechter. Zijn partijdeskundige doet daarbij haarfijn uit de doeken wat er mis is met de gewraakte formule. De rechter beslist echter dat de methode moet worden toegepast.

Enkele aspecten die bij dit oordeel een rol spelen zijn het feit dat expliciet is vastgelegd dat om praktische redenen werd geko-

zen voor de formule en niet voor een gedegen waardering. Partijen hebben willens en wetens gekozen voor deze benadering. Bovendien is de vertrekkende aandeelhouder financieel directeur en ter zake kundig. Hij is zelf betrokken geweest bij het opstellen van de regeling en heeft deze, bij vertrek van andere aandeelhouders, zonder bezwaar toegepast.

Dwaling

In een tweede zaak strijden ex-echtelieden, daarin geadviseerd door partijdeskundigen met meer verstand van boekhouden dan van waarden, over de waarde van een bedrijf. Voor het echtscheidingsconvenant is de waarde bepaald door middel van winstkapitalisatie, als zou dat een geschikte waarderingsmethode zijn. De rechter benoemt uiteindelijk een deskundige en vraagt een waardebepaling uitgaande van de te verwachten toekomstige cashflow. Voor de deskundige is de vraagstelling van de rechter leidend (art. 194 Rv). De man meent echter dat de gerechtelijk deskundige lijdelijk de eerder gehanteerde methode van winstkapitalisatie moet overnemen. De rechter verwerpt deze opvatting. In deze procedure gaat het er om te bepalen in hoeverre de waarde afwijkt van hetgeen partijen zijn overeengekomen. Die beoordeling is alleen zinvol als de deskundige niet eenzelfde, ondeugdelijk en nu betwist spoor bewandelt. De waarde als bepaald in het deskundigenbericht blijkt veel hoger dan die van het convenant. De rechter concludeert dat sprake is van dwaling.

Willens en wetens

De voorbeelden illustreren dat contractvrijheid meebrengt dat partijen kunnen kiezen voor een waarderingsmethode die in beginsel ondeugdelijk is. Van belang is dan dat partijen dat willens en wetens doen en ter zake kundig, goed geïnformeerd en zich bewust van de tekortkomingen van deze benadering zijn. In alle andere gevallen zullen er argumenten zijn om de waardering aan te vechten. ■

Drs. Flip van Spaendonck RV is directeur/eigenaar van Van Spaendonck & Partners BV, een adviesbureau actief op het gebied van bedrijfswaarderingen. Hij is geregistreerd als register valuator (SWBO) en gerechtelijk deskundige (LRGD).