

ONDER  
ZICHT

## ‘Arbitrair onderwerp als waardering kan leiden tot rechtsonzekerheid’



**Reële waarde, objectieve waarde of waarde in het economische verkeer: verschillende begrippen die worden gebruikt bij de waardering van ondernemingen en aandelen. Het ontbreekt aan een eenduidig begrip van waarde. Advocaat Sebastiaan van den Berg (RESOR, Amsterdam) dook in de waarderingproblematiek en promoveerde op dit onderwerp aan de Radboud Universiteit Nijmegen. Zijn oplossing? Kies voor één uniform begrip en noem dat gewoon ‘waarde’. Daarbij moet het begrip vervolgens wel goed worden ingekaderd.**

TEKST Martijn Rip | BEELD Truus van Gog

### Wat hebt u onderzocht?

‘Het onderzoek bestaat eigenlijk uit twee onderdelen. Op het gebied van ondernemingsrecht heb ik gekeken naar de waardering bij onder meer het uitkopen van aandeelhouders, de geschillenregeling, de blokkeringsregeling en de Interventiewet. In het kader van mijn *valuation* master had ik al naar de blokkeringsregeling gekeken. Aanleiding was destijds de invoering van de flex-bv, die statutaire prijsbepalingsregels introduceerde. Als er geen statutaire prijsbepalingsformule is, stelt meestal een deskundige de prijs “gelijk aan de waarde” voor. Uit mijn onderzoek bleek dat verschillende deskundigen een heel ander idee hadden van welke waarde dan moet worden berekend. Ook in andere situaties bleken dezelfde begrippen anders uitgelegd te worden. Een toch al arbitrair onderwerp zoals waardering kan dan snel tot rechtsonzekerheid leiden. Daarnaast richtte ik mij voor het tweede deel, het insolventierecht, op financiële herstructurerings.’

### Wat was de aanleiding voor uw onderzoek?

‘Mijn proefschrift is eigenlijk heel organisch gegroeid. Naast de genoemde *valuation* master

als bron van inspiratie, heeft het wetgevingsprogramma ‘herijking faillissementsrecht’ mij aangespoord tot het schrijven van artikelen over eerst de Wet Continuïteit Ondernemingen II en later de WHOA, de Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement. Al die artikelen, aangevuld

### ‘Er is meer aandacht nodig voor de context waarin moet worden gewaardeerd’

met onder meer een overzicht over waarde en soorten waarderingen en gerelateerde onderwerpen zoals de pre-pack en nabetalingsclausules, hebben uiteindelijk geleid tot mijn proefschrift.’

### Wat zijn de conclusies van uw onderzoek?

‘Op het gebied van ondernemingsrecht kan er veel onduidelijkheid ontstaan over waarderingen. Er zijn veel verschillende uitgangspunten en waardebegrippen, bijvoorbeeld reële waarde, objectieve waarde en reële marktwaarde. Al die bijvoeglijke naamwoorden hebben maar een beperkte lading en kunnen voor onduidelijkheid zorgen. Daarom

**NAAM** Sebastiaan van den Berg  
**LEEFTIJD** 34  
**GEBORTEPLAATS** Delft  
**STUDIE(S)** Master financiële economie, Erasmus Universiteit Rotterdam (EUR)  
 Master Nederlands recht, EUR  
 Executive Master of M&A and Valuation, Rijksuniversiteit Groningen  
**ONDERZOEK** ‘Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht’

is meer aandacht nodig voor de context waarin moet worden gewaardeerd. De opdracht moet dus duidelijker worden ingekaderd. Deskundigen en rechters moet daarover in overleg treden. Een deskundige kan inzichtelijk maken wat de keuzes tussen bepaalde variabelen zijn en wat daar het effect van is. Op het gebied van de beoogde wijzigingen van het faillissementsrecht zal waardering extreem relevant worden. Waar op dit moment slechts een op “liquidatiewaarde” gebaseerde vermogensvergelijking relevant is, zal onder de WHOA een voor de faillissementspraktijk nieuw begrip worden geïntroduceerd: de “reorganisatiewaarde”. Het wetsvoorstel ligt nu ter advisering bij de Raad van State en ik ben dan ook benieuwd hoe het daadwerkelijke wetsvoorstel eruit komt te zien.

### Wat kunnen notarissen met het onderzoek?

‘Zij zullen meer inzicht in relevante waarderingvragen krijgen. Het proefschrift maakt inzichtelijk welke perspectieven er zijn en hoe die van invloed kunnen zijn op de waarde van onder andere aandelen. Dit inzicht is uiteraard nuttig voor de algemene ondernemingsrechtpraktijk. Notarissen hebben er verder belang bij goed beslagen ten ijs te komen wanneer discussies spelen over contractuele of statutaire prijsbepalingsformules. Ten aanzien van de WHOA wordt de systematiek toegelicht, hetgeen relevant kan zijn omdat notarissen bij pre-insolventieakkoorden betrokken kunnen worden, bijvoorbeeld als een *debt for equity swap* wordt geïmplementeerd.’

### Gaat u nog verder met het onderzoek?

‘Ja, zo’n boek is eigenlijk nooit af. Ik ben nu bezig met twee artikelen over de technische berekening van de reorganisatiewaarde onder de WHOA. Dat is een nieuw begrip in het Nederlandse recht. Hoe bereken je die waarde, dat ga ik proberen toe te lichten.’ ■