Wanneer waarderingen onderdeel worden van een juridisch geschil, kunnen verschillen in uitgangspunten, informatie en verwachtingen grote gevolgen hebben. Niet alleen de gekozen waarderingsmethode is bepalend voor het vertrouwen in de uitkomst. Juist ook de wijze waarop de opdracht wordt geformuleerd, informatie wordt gedeeld, aannames worden onderbouwd en het waarderingsproces wordt ingericht, blijkt van groot belang.

In Waarderingen in het Recht wordt onderzocht waar in de praktijk knelpunten en conflicten rondom waarderingen ontstaan en hoe deze kunnen worden beperkt. Het onderzoek combineert een analyse van tuchtrecht en jurisprudentie met interviews onder advocaten, waarderingsdeskundigen en rechters en een brede survey onder Register Valuators.

De bevindingen bieden inzicht in de verwachtingen die verschillende betrokkenen van waarderingen en waarderingsdeskundigen hebben. Op basis daarvan formuleren de onderzoekers een aanzet tot best practices voor een transparant, zorgvuldig en navolgbaar waarderingsproces.

Een onderzoek voor Register Valuators, advocaten, rechters en andere professionals die werken op het snijvlak van waarderen en recht.

Leiden Law School
Afdeling Bedrijfswetenschappen
www.universiteitleiden.nl/rechtsgeleerdheid
Email: bedrijfswetenschappen@law.leidenuniv.nl

Nederlands Instituut voor Register Valuators (NiRV)
www.nirv.nl
secretariaat@nirv.nl
Telefoon: 076-5781383

Broekema / Adriaanse / Van der Horst / Zwanenburg

Waarderingen in het Recht

Waarderingen in het Recht

Verslag empirisch onderzoek naar belangrijke aspecten, knelpunten en verwachtingen rondom waarderingen in het recht en een aanzet tot best practices ter bevordering van de professionaliteit en maatschappelijke rol van de Register Valuator

PROF. DR. MARC BROEKEMA RV
PROF. DR. JAN ADRIAANSE
ELINE VAN DER HORST LL.M.
ELZE ZWANENBURG MA

Waarderingen in het Recht

Verslag empirisch onderzoek naar belangrijke aspecten, knelpunten en verwachtingen rondom waarderingen in het recht en een aanzet tot best practices ter bevordering van de professionaliteit en maatschappelijke rol van de Register Valuator

Waarderingen in het Recht

Verslag empirisch onderzoek naar belangrijke aspecten, knelpunten en verwachtingen rondom waarderingen in het recht en een aanzet tot best practices ter bevordering van de professionaliteit en maatschappelijke rol van de Register Valuator

Prof. dr. Marc Broekema RV
Prof. dr. Jan Adriaanse
Eline van der Horst LL.M.
Elze Zwanenburg MA

Universiteit Leiden
In opdracht van het Nederlands Instituut voor Register Valuators
2026

Opmaak: AlphaZet prepress, Bodegraven
Printwerk: Faber Reklame, Veendam

© 2026 M. Broekema, J. Adriaanse, E. van der Horst, E. Zwanenburg

Behoudens de in of krachtens de Auteurswet van 1912 gestelde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar worden gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de auteurs.

No part of this book may be reproduced in any form, by print, photoprint, microfilm or any other means without written permission of the authors.

Inhoudsopgave

Inleiding XI

Achtergrond onderzoekers XIII

1 Introductie en onderzoeksopzet 1
1 Introductie 1
2 Onderzoeksopzet 2

2 Verslag onderzoek naar tuchtrecht, algemene jurisprudentie en de geschillenregeling 5
1 Introductie 5
2 Verslag bevindingen onderzoek tuchtrecht NiRV 5
2.1 Gedragsregels en waarderingsdisputen 5
2.1.1 Gedragsregels waarderingsdeskundige 6
2.1.2 Waarderingsdisputen 7
2.2 Samenvatting bevindingen tuchtrecht 7
3 Verslag bevindingen algemene jurisprudentie 8
3.1 Meest voorkomende knelpunten 10
3.1.1 Gehanteerde waarderingsmethode en toepassing 10
3.1.2 Gebruikte gegevens/betrouwbaarheid gegevens voor waardering 11
3.1.3 Gedrag waarderingsdeskundige 13
3.1.4 Peildatum 13
3.2 Samenvatting bevindingen algemene jurisprudentie 14
4 Verslag bevindingen geschillenregeling 15
4.1 Meest voorkomende knelpunten 15
4.1.1 Peildatum 16
4.1.2 Gehanteerde waarderingsmethode en gebruikte informatie 16
4.1.3 Gedrag waarderingsdeskundige 17
4.2 Leidraad voor Deskundigen in de Geschillenregeling 2025 17
4.3 Samenvatting bevindingen geschillenregeling 19

3 Verslag interviewonderzoek advocaten, waarderingsdeskundigen en rechters 21
1 Introductie 21
2 Verslag belangrijkste bevindingen interviews advocaten en waarderingsdeskundigen 21
2.1 Redenen waarderingsgeschillen tussen partijen in het recht 21

2.1.1 Meerdere waarheden 22
2.1.2 Tegenstrijdige belangen en informatieasymmetrie 22
2.1.3 Het proces en de rol van deskundigen 22
2.1.4 Waardering als strategisch instrument 23
2.2 Waarderingsrapporten die door rechter zijn verworpen of betwist 23
2.2.1 Marginale toetsing en rechterlijke bandbreedte 23
2.2.2 Proces, transparantie en hoor en wederhoor 24
2.2.3 Partijdeskundigen versus onafhankelijke deskundigen 24
2.2.4 Inhoudelijke knelpunten 24
2.3 Veelvoorkomende problemen in interactie tussen advocaten, waarderingsdeskundigen en rechters met betrekking tot waarderingen in het recht 25
2.3.1 Onduidelijkheid over waardebegrippen en uitgangspunten 25
2.3.2 Verschillen in taal, kennis en achtergrond 25
2.3.3 Opdrachtformulering en aansluiting bij juridisch kader 26
2.3.4 Proces en informatievoorziening 26
2.3.5 Druk op de onafhankelijkheid van deskundigen 26
2.4 Toetsing betrouwbaarheid en validiteit waarderingsrapport in een rechtszaak 26
2.4.1 Toetsing door tegenrapporten en debat 27
2.4.2 Rol en gezag van de door de rechtbank benoemde deskundige 27
2.4.3 Reputatie en onderbouwing 27
2.4.4 Proces en transparantie 27
2.5 Rol gekozen waarderingsmethoden in ontstaan conflicten 28
2.5.1 Methode zelden kern van het conflict 28
2.5.2 DCF als dominante, maar gevoelige methode 28
2.5.3 Gebrek aan marktdata en contextafhankelijkheid 28
2.5.4 Strategisch gebruik van methoden 29
2.5.5 Belang van combinatie en onderbouwing 29
2.6 De betekenis van een onafhankelijk opgesteld waarderingsrapport in relatie tot conflicten 29
2.6.1 Waarde van onafhankelijkheid en onpartijdigheid 29
2.6.2 Mogelijke verbeterpunten 31
2.7 Missende elementen in waarderingsrapporten die in geschillen worden betrokken 31
2.7.1 Inhoudelijke analyses 31
2.7.2 Onderbouwing keuzes en transparantie 32
2.7.3 Procesmatige aspecten 32
2.7.4 Presentatie en overtuigingskracht 32
2.8 Passende mate van transparantie waarderingsrapport 33
2.8.1 Navolgbaarheid 33

2.8.2 Expliciteren van keuzes 33
2.8.3 Transparantie in het rapport 34
2.8.4 Volledige navolgbaarheid en reproduceerbaarheid 34
2.9 Draagvlak van partijen 34
2.9.1 Informatietoegankelijkheid 35
2.9.2 Transparantie in proces 35
2.9.3 Hoor en wederhoor 35
2.9.4 Inhoud rapport 36
2.10 Manieren om conflicten over een waarderingsrapport te voorkomen of beperken 36
2.10.1 Proces en randvoorwaarden als fundament 36
2.10.2 Kwaliteit en onafhankelijkheid van de deskundige 37
2.10.3 Uniformiteit en definities 37
2.10.4 Transparantie en communicatie 38
2.10.5 Rol van de rechter 38
2.11 Input voor te ontwikkelen best practices voor waarderen in het recht 38
2.11.1 Het belang van procesmatige richtlijnen 39
2.11.2 Inhoudelijke richtlijnen en minimumeisen 39
2.11.3 Het belang van begrippen en definities 39
2.11.4 Spanningsveld tussen uniformiteit en flexibiliteit 40
2.11.5 Internationale vergelijking 40
2.11.6 Waarde voor de rechtspraktijk 40
2.12 Samenvatting bevindingen interviews 41
3 Verslag interviewonderzoek rechters 42
3.1 Behoefte aan uniformiteit, transparantie en verantwoording 42
3.1.1 Grote spreiding in uitkomsten 42
3.1.2 Onvoldoende transparantie en uitleg 43
3.1.3 Communicatie en jargon 43
3.1.4 Procesmatige knelpunten 43
3.1.5 Behoefte aan verbetering en uniformering 43
3.1.6 Professionele standaarden en opleiding 44
3.1.7 Balans tussen richtlijnen en professionele ruimte 44
3.1.8 Reflectie: richting voor verbetering 44
3.2 Samenvatting bevindingen interviewonderzoek rechters 45

4 Verslag surveyonderzoek NiRV-leden 47
1 Introductie 47
2 Belangrijkste bevindingen proces van waarderen 48
2.1 Stellingen 48
2.1.1 Proces van de waarderingsopdracht 48
2.1.2 Partijdigheid en vooringenomenheid 49
2.1.3 Verwachtingen van partijen 50
3 Belangrijkste bevindingen inhoud waarderingen 50
3.1 Stellingen 50

3.1.1 Subjectieve prognoses 51
3.1.2 Ontbreken van inzicht in kasstromen 52
3.1.3 Ontbreken van een duidelijk narratief 53
3.1.4 Onduidelijkheid over uitgangspunten 54
3.1.5 Onduidelijke aannames en informatie-asymmetrie 55
3.1.6 Gebrek aan transparantie 56
4 Rol van de waarderingsdeskundige in het algemeen 56
4.1 Stellingen 56
4.1.1 Gebrek aan onpartijdigheid 57
4.1.2 Een 'andere taal' spreken 60
5 Rol van de onpartijdige waarderingsdeskundige 60
5.1 Stellingen 60
5.1.1 Wantrouwen en emoties 60
5.1.2 Handelen vanuit partijbelang 60
5.1.3 Mitigeren van knelpunten en best practices/ richtlijnen 61
5.1.4 Duidelijke procesafspraken 61
5.1.5 Informatie-asymmetrie 62
5.1.6 Opdrachtformulering vanuit de rechtbank 62
6 Belangrijkste knelpunten in de praktijk 62
6.1 Stellingen 62
6.1.1 Informatie-asymmetrie 62
6.1.2 Handelen vanuit partijbelang 63
6.1.3 Betrouwbaarheid en onafhankelijkheid prognoses 63
6.1.4 Gebrek aan transparantie en kennis 63
6.1.5 Versterkende knelpunten 63
7 Belangrijke thema's ten behoeve van een set van richtlijnen voor de praktijk 64
7.1.1 Houvast binnen het waarderingsproces 64
7.1.2 Voorkomen verlies van beoordelingsvrijheid 64
7.1.3 Cruciale richtlijnen 64
7.2 Samenvatting bevindingen survey 65

5 Aanzet Best Practices voor Waarderingen in het Recht 67
1 Introductie 67
2 Aanzet best practices waarderingen in het recht 67
3 Afsluitende opmerking 70

Annex 71

Inleiding

Deze studie is tot stand gekomen in opdracht van het Nederlands Instituut voor Register Valuators (NiRV) met als doel om een vergaand inzicht te verkrijgen in de voor de praktijk belangrijke aspecten en verwachtingen rondom waarderingen in het recht, evenals het in kaart brengen van belangrijke dilemma's en knelpunten bij belanghebbenden.

Het verslag bestaat uit vijf hoofdstukken:

1. Introductie en onderzoeksopzet.
2. Verslag van onderzoek naar tuchtrechtuitspraken binnen het NiRV, algemene jurisprudentie en de geschillenregeling.
3. Verslag interviewonderzoek onder advocaten, waarderingsdeskundigen en rechters.
4. Verslag surveyonderzoek onder NiRV-leden.
5. Aanzet tot best practices voor waarderingen in het recht op basis van de uitkomsten van de deelonderzoeken en literatuuronderzoek.

Het onderzoek is uitgevoerd in de periode najaar 2024 tot en met najaar 2025 en werd ondersteund door een begeleidingscommissie vanuit het NiRV. In de annex bij het onderzoek is een lijst opgenomen van deelnemers aan het interviewonderzoek.

Wij danken alle betrokkenen voor hun vrijwillige medewerking en ondersteuning.

Leiden, najaar 2026

Prof. dr. Marc Broekema RV
Prof. dr. Jan Adriaanse
Eline van der Horst LL.M.
Elze Zwanenburg MA

Achtergrond onderzoekers

Marc Broekema is hoogleraar Corporate Valuation, M&A and Restructuring aan de Rijksuniversiteit Groningen naast Managing Director en Head of Expert Services Netherlands bij Kroll. Hij was tot 1 september 2025 als universitair docent verbonden aan de universiteit Leiden en is thans gastmedewerker. Marc is daarnaast Raad (plv.) in de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam, lid van de Raad van Tucht en Beroep van het NiRV en co-chair van de Europe Committee van de IVSC.

Jan Adriaanse is hoogleraar Turnaround Management aan de afdeling Bedrijfswetenschappen van de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de Universiteit Leiden.

Eline van der Horst en Elze Zwanenburg hebben als onderzoekmedewerkers van de afdeling Bedrijfswetenschappen van de Universiteit Leiden aan dit onderzoek meegewerkt.

1 Introductie en onderzoeksopzet

1 Introductie

De maatschappij wordt meer en meer geconfronteerd met conflicten tussen partijen waarin waarderingsrapporten een prominente rol spelen. Voor belanghebbenden – denk hierbij onder meer aan bestuurders, aandeelhouders, ondernemers, advocaten en rechters – valt het niet altijd mee te begrijpen hoe een Register Valuator (RV) tot een uitkomst is gekomen, welke uitgangspunten zijn gehanteerd, welke methode is gebruikt, wat de diepgang en reikwijdte van het onderzoek is geweest, en door wie en wat een valuator zich laat leiden. Dit leidt regelmatig tot kritiek en/of juridische procedures. Ook kan het bestaande procedures verder compliceren.

Ook Register Valuators zelf worden in de praktijk met kritiek geconfronteerd, en soms zelfs met aansprakelijkheidsprocedures. Het gaat dan bijvoorbeeld om de structuur, inhoud en uitgangspunten van het waarderingsrapport, maar ook de procesmatige inrichting van het proces en de manier waarop met informatie en input van partijen wordt omgegaan. Niet zelden leidt dit vervolgens tot tuchtzaken.

Dit onderzoek is bedoeld te voorzien in een groeiende behoefte vanuit de beroepsgroep van Register Valuators, maar ook vanuit andere belanghebbenden van waarderingsrapporten, waaronder advocaten, om concrete(re) inzichten en handvaten teneinde conflicten rondom waarderingen te mitigeren. Uitvloeisel van het empirische onderzoek waarvan in dit rapport verslag wordt gedaan, betreft dan ook een aanzet tot een zogenoemd 'best practices protocol' voor waarderingen in het recht. Het beoogt partijen in een geschilsituatie te helpen om conflicten rondom waarderingsvraagstukken te voorkomen c.q. te verkleinen, evenals (meer algemeen) het draagvlak voor een waarderingsuitkomst te verhogen.

2 Onderzoeksopzet

Het onderzoek bestond uit de volgende onderdelen:

- *Verslag onderzoek naar tuchtrecht, algemene jurisprudentie* en de *geschillenregeling*[1]. Onderzoekers hebben van het NiRV op vertrouwelijke basis een database ontvangen van tuchtrechtuitspraken uit de periode januari 2019 – januari 2022.[2] Daarnaast heeft zelfstandig jurisprudentieonderzoek plaatsgevonden over de periode 2019 – juli 2025. Onderzoekers hebben aan de hand van zoektermen gezocht naar relevante uitspraken in het licht van het onderzoeksthema. Het gaat hierbij met name, maar niet uitsluitend, om uitspraken in het kader van de geschillenregeling, maar ook herstructureringen (WHOA) en overige situaties waarin een waarderingsdiscussie en/of een discussie over de waardeerder heeft plaatsgevonden. In hoofdstuk 2 worden de belangrijkste resultaten van dit deel in samenhang gepresenteerd.
- *Verslag interviewonderzoek*. Onderzoekers hebben semigestructureerde interviews gehouden met [20] praktijkprofessionals, verdeeld over [10] advocaten, [6] waarderingsdeskundigen en [4] leden van de rechterlijke macht. De steekproef is gekozen op basis van *purpose sampling*, waarbij participanten bewust aan de hand van vooraf vastgestelde criteria zijn geselecteerd. Het ging dan met name om de verwachte ervaring bij geïnterviewden met conflicten rondom waarderingen in het recht. In hoofdstuk 3 worden de belangrijkste resultaten van dit deel in samenhang gepresenteerd.
- *Verslag surveyonderzoek*. Mede op basis van de inzichten uit de interviews is middels een online surveyonderzoek aan leden ("RV's") van het NiRV gevraagd te reflecteren op (ervaringen met) knelpunten, conflicten en verwachtingen rondom waarderingen in het recht. Ook is gevraagd ideeën te geven voor verbetering in de praktijk. Het surveyonderzoek was exploratief van karakter en bevatte naast enkele gesloten vragen/stellingen met name open vragen. De RV's zijn via een ledenoproep van het bestuur van NiRV benaderd, waarbij deelnemende RV's enkele opleidingspunten konden krijgen voor deelname aan het onderzoek. In totaal hebben 142 leden de survey geheel of gedeeltelijk ingevuld. Aangezien relatief veel advocaten diepgaand zijn geïnterviewd en na ongeveer de helft van de interviews sprake was van datasaturatie is ervoor gekozen geen afzonderlijke survey onder advocaten te houden, ook omdat het niet mogelijk bleek een dergelijke survey via een leden-

1 Omtrent de geschillenregeling wordt opgemerkt dat de in het onderzoek betrokken jurisprudentie met name toeziet op vóór de inwerkingtreding van de *Wet aanpassing geschillenregeling en verduidelijking ontvankelijkheidseisen enquêteprocedure* ("Wagevoe") per 1 januari 2025. Ten tijde van het afronden van het onderzoek waren onder de Wagevoe bij Onderzoekers nog geen opvolgende beschikkingen bekend die de waarderingsdiscussie behandelen, althans voor zover relevant voor dit onderzoek. Zie tevens Hoofdstuk 2, paragraaf 4.

2 Deze tijdafbakening is in overleg met het NiRV gekozen.

organisatie te versturen. Onderzoekers stellen evenwel vast dat de opgehaalde informatie in het survey- en interviewonderzoek als voldoende kan worden gezien om uiteindelijk algemene uitspraken te doen en conclusies te trekken ten aanzien van de onderzochte problematiek. In hoofdstuk 4 worden de belangrijkste resultaten van het surveyonderzoek in samenhang gepresenteerd.

- *Aanzet Best Practices voor Waarderingen in het Recht*. In hoofdstuk 5 wordt de aanzet tot best practices voor waarderingen in het recht geïntroduceerd.

Onderzoekers hebben binnen een afgebakend tijdpad en budget het onderzoek uitgevoerd, waarbij met name het verzamelen van bouwstenen voor best practices centraal stond. Zij claimen niet een uitputtend onderzoek te hebben gedaan naar alle economische, juridische en/of sociaalwetenschappelijke facetten van waarderingen in het recht. Wel beschouwen zij de empirische onderbouwing van het onderzoek als voldoende robuust. Het empirische onderzoek is afgerond op 1 oktober 2025.

2 Verslag onderzoek naar tuchtrecht, algemene jurisprudentie en de geschillenregeling

1 Introductie

In dit deel van het onderzoeksrapport wordt verslag gedaan van de uitgevoerde analyse van tuchtrechtuitspraken binnen het NiRV, algemene jurisprudentie en de geschillenregeling. De onderliggende vraagstelling bij de deelonderzoeken was gericht op de vraag welke knelpunten met betrekking tot waarderingen naar boven komen, i.e. waar waarderingsdisputen door ontstaan, en in hoeverre dit bouwstenen geeft voor de uiteindelijk te formuleren best practices. De analyses zijn uitdrukkelijk niet bedoeld om een oordeel te geven over de kwaliteit van onderhevige waarderingsrapporten, dan wel een kwalificatie te geven over het gedrag en de rol van betrokken waarderingsdeskundigen. Namen en eventuele overige verwijzingen in uitspraken zijn dan ook mede om deze redenen geanonimiseerd.[1]

2 Verslag bevindingen onderzoek tuchtrecht NiRV

In de periode juli 2019 tot en met januari 2022 zijn acht zaken voor de Raad van Tucht gebracht en drie zaken voor de Raad van Beroep. In deze zaken is in totaal over 55 klachten geoordeeld. Deze klachten zullen onderstaand categorisch worden ingedeeld om zo een beter begrip te krijgen van disputen met betrekking tot RV's en hun werkzaamheden. Daarbij zullen opvallende aspecten worden besproken.

2.1 Gedragsregels en waarderingsdisputen

Het eerste onderscheid in de klachten dat duidelijk naar voren kwam, was het onderscheid tussen klachten die zien op gedragsregels van de waarderingsdeskundige en klachten die zien op waarderingsdisputen; dit zijn disputen waar de opdrachtgever, of een van de partijen, en de RV het oneens zijn over de gekozen waarderingsmethode (c.q. de toepassing ervan) voor

1 Onderzoekers zijn zich ervan bewust dat zij soms verwijzen naar gerechtelijke uitspraken waarin niet alle namen zijn geanonimiseerd. Voor volledige transparantie merken Onderzoekers daarnaast op dat Broekema en Adriaanse bij sommige in dit deel van het rapport gevonden en gebruikte uitspraken destijds in een bepaalde rol betrokken waren. De analyse is in dat geval dan ook niet door henzelf uitgevoerd maar door een collega-onderzoeker, om elke vorm van mogelijk (on)bewuste vooringenomenheid te vermijden.

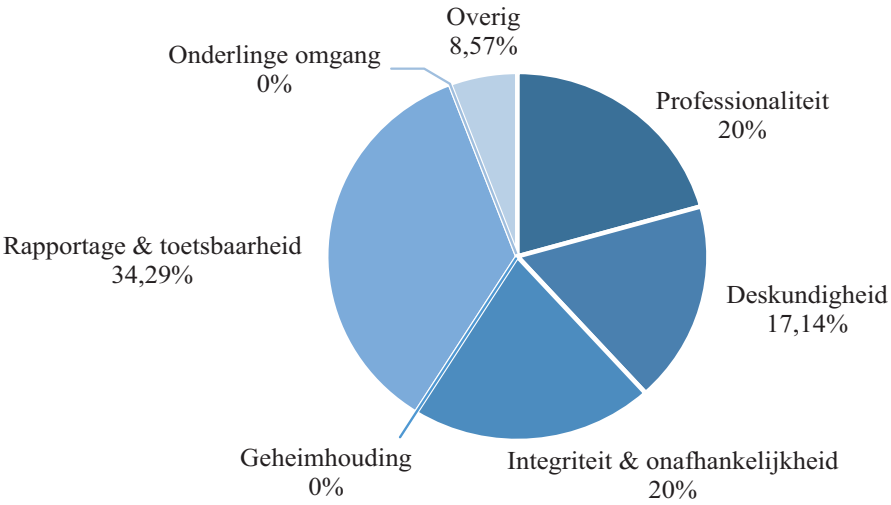
(een deel van) het rapport. Verreweg de meeste klachten zien op de gedragsregels voor RV's, namelijk 35 van de 55 klachten. Belangrijk om te vermelden is dat van de 55 klachten slechts elf klachten gegrond zijn verklaard en de overige als ongegrond, onbevoegd of niet-ontvankelijk zijn gekwalificeerd. Van de elf gegrond verklaarde klachten, zagen zeven klachten op gedragsregels van de waarderingsdeskundige en vier op waarderingsdisputen.

Ondanks het relatief lage aantal gegronde klachten is het voor dit onderzoek interessant en van belang om alle klachten te bestuderen omdat dit een beeld geeft van onderliggende verwachtingen en ervaren c.q. gevoelde knelpunten.

2.1.1 Gedragsregels waarderingsdeskundige

De klachten die zien op de gedragsregels voor RV's zijn langs de lijn van de Gedrags- en beroepsregels van het NIRV (2021) gecategoriseerd, daarbij zijn de daarin geformuleerde categorieën aangehouden.[2] Deze betreffen: (1) Professionaliteit, (2) Deskundigheid, (3) Integriteit en onafhankelijkheid, (4) Geheimhouding, (5) Rapportage en toetsbaarheid, (6) Onderlinge omgang, en (7) overig.

Uit de analyse volgt dat de meeste klachten zien op de rapportage en toetsbaarheid van het rapport van de betreffende RV (zie figuur 1). In veel zaken kwam daarnaast naar voren dat een van de partijen de RV als vooringenomen ervoer tijdens zijn onderzoek.



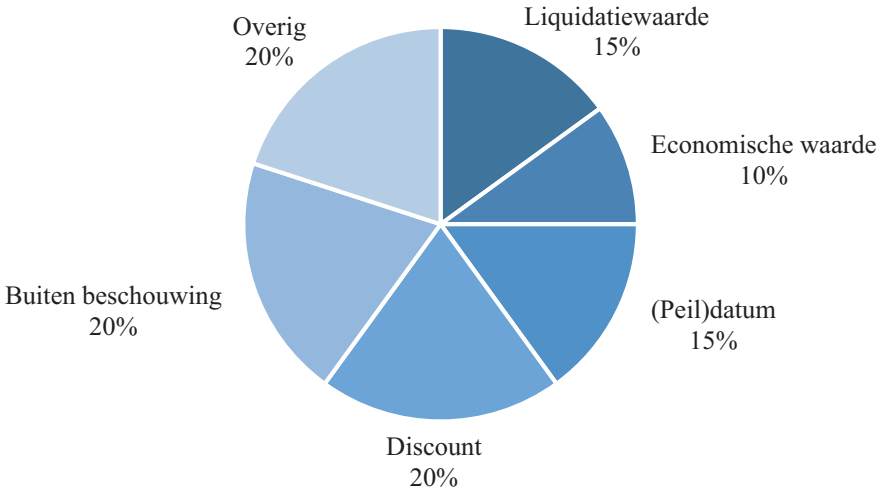
Figuur 1: Klachten gedragsregels

2 Gedrags- en Beroepsregels RV, https://nirv.nl/wp-content/uploads/2022/11/Gedrags-en-Beroepsregels-RV-20210303.pdf.

Hierop aansluitend, partijen waren vaak van mening dat het door de RV opgestelde rapport niet navolgbaar was en/of partijdig, omdat partijen geen inzicht hadden gehad in het conceptrapport, of hun opmerkingen (in hun perceptie) niet of amper werden meegewogen in het uiteindelijke rapport. Over onderlinge omgang en geheimhouding zijn geen klachten gevonden.

2.1.2 Waarderingsdisputen

Voor de klachten die zien op disputen over de gekozen waarderingsmethode, is een eigen indeling geformuleerd, op basis van de volgende categorieën: (1) wel of niet hanteren liquidatiewaarde, (2) hanteren economische waarde of waarde in het economische verkeer, (3) waarderen tegen een verkeerde (peil)datum, (4) buiten beschouwing laten gegevens, (5) onterecht toepassen van een discount en (6) overig. Slechts 20 van de 55 klachten zien op disputen omtrent de gekozen waarderingsmethode en deze zijn ook vrij gelijk verdeeld over de zes categorieën (zie figuur 2).



Figuur 2: Klachten waarderingsdisputen

2.2 Samenvatting bevindingen tuchtrecht

Uit analyse van alle tuchtrechtzaken komt het beeld naar voren dat veel klachten zijn terug te voeren op onduidelijkheden in de opdracht, andersluidende verwachtingen en miscommunicatie tussen RV's en hun opdrachtgevers en of overige betrokken partijen. Regelmatig kwam het voor dat een opdrachtgever kennelijk van een compleet ander vertrekpunt/standpunt uitging dan de RV en dat hier slecht c.q. onvoldoende over werd gecommuniceerd, wat uiteindelijk tot een tuchtrechtzaak leidde. Vaak had van

tevoren weinig overleg plaatsgevonden en kregen partijen ook tijdens het opstellen van het rapport door de RV weinig hoogte van de gang van zaken. Er was dan bijvoorbeeld sprake van te weinig "check-ins" tussen de RV en partijen, en geen duidelijke afspraken vooraf over te gebruiken definities, methoden en informatie. Meer in het algemeen geformuleerd, was er te weinig aandacht voor verwachtingen over en weer bij aanvang en gaande het waarderingsproces.

Zie figuur 3 voor een samenvatting van belangrijke bevindingen ten aanzien van knelpunten in de praktijk.

Figuur 3

3 Verslag bevindingen algemene jurisprudentie

Het algemene jurisprudentieonderzoek[3] is uitgevoerd op basis van een analyse van gerechtelijke uitspraken sinds 1 januari 2019 tot 1 juli 2025, te vinden op rechtspraak.nl. Het onderzoek is uitgevoerd met behulp van zoekmachine *Legal Intelligence* en rechtspraak.nl en was voornamelijk toegespitst op drie rechtsgebieden: ondernemingsrecht, faillissementsrecht en belastingrecht.[4]

3 Onderzoekers danken tevens mr. Ph.W. Schreurs en mr. drs. A.E.C.M. Verhagen voor het ter beschikking stellen van hun databestand met uitspraken waarin aspecten voorkomen die te maken hebben met aandelenwaarderingen.

4 Gaande het onderzoek werd duidelijk dat met betrekking tot het belastingrecht weinig tot geen bruikbare data was te vinden ten behoeve van dit onderzoek.

Per rechtsgebied is gezocht naar, en onderscheid gemaakt tussen, de volgende onderwerpen:
- Discounted cash flow (DCF)
- Waarde in het economisch verkeer (WEV)
- Peildatum
- Discount
- Vermogenskostenvoet
- WACC
- WHOA + Reorganisatiewaarde

De volgende zoektermen en filters zijn gedurende het onderzoek naast elkaar toegepast binnen de diverse rechtsgebieden:
- Woord dat moet voorkomen in de uitspraak: waardering + [onderwerp]
- Mag voorkomen in de uitspraak: valuator + waarderingsdeskundige
- Moet voorkomen in de uitspraak: valuator + waardering

Op basis van de zoekresultaten zijn de uitspraken eerst globaal doorgenomen, om de bruikbaarheid van de uitspraak voor het onderzoek te beoordelen. Wanneer de zaak voldoende relevante waarderingselementen en gerelateerde disputen c.q. discussies met betrekking tot de waardering bevatte, is de uitspraak daarna integraal geanalyseerd. Enkel zaken waarin vervolgens voldoende en concrete aandacht werd besteed aan verschillen van inzicht met betrekking tot de waardering, die leidden tot een duidelijk identificeerbaar geschilpunt, zijn uiteindelijk opgenomen in een Excel-overzicht, waarin per zaak de volgende data is opgenomen:
- ECLI-nummer arrest
- Datum uitspraak
- Rechterlijke instantie
- Rechtsgebied
- Link uitspraak
- Onderwerp
- Beknopte samenvatting
- Aanwezigheid waarderingsdeskundige
- Knelpunten waarderingsgeschil
  - Gehanteerde waarderingsmethode
  - Gebruikte gegevens voor waardering/betrouwbaarheid
  - Partijdigheid waarderingsdeskundige
  - Peildatum
  - Gedragsregels waarderingsdeskundige
- Relevante rechtsoverwegingen
- Relevante citaten

In totaal zijn 510 uitspraken geanalyseerd, waarvan 43 uitspraken uiteindelijk bruikbare informatie bevatten voor het onderhavige onderzoek.[5]

3.1 Meest voorkomende knelpunten

Veel uitspraken bevatten meer dan één knelpunt en hadden overlap in rechtsgebieden, daarom is er gekozen om de resultaten te bespreken aan de hand van de meest voorkomende knelpunten, in plaats van per onderwerp. Uit de 43 dieper geanalyseerde uitspraken zijn de volgende knelpunten naar voren gekomen:

- Gehanteerde waarderingsmethode en toepassing (34×)
- Gebruikte gegevens/betrouwbaarheid gegevens voor waardering (25×)
- Gedrag waarderingsdeskundige (4×)
- Peildatum (2×)

3.1.1 Gehanteerde waarderingsmethode en toepassing

De meest voorkomende bezwaren in uitspraken zijn terug te brengen tot de gehanteerde waarderingsmethode die de waarderingsdeskundige heeft aangehouden. Dit betroffen derhalve inhoudelijke bezwaren tegen het waarderingsrapport opgesteld door de waarderingsdeskundige en zagen of op een onjuiste toepassing van de gekozen waarderingsmethode, of op de gekozen methode an sich. Een veel gebruikte waarderingsmethode die onderwerp was van disputen betrof de DCF-methode. Met name het feit dat deze methode is gebaseerd op toekomstprojecties bracht veel bezwaren van wederpartijen met zich mee. Uit de geanalyseerde jurisprudentie komt het beeld naar boven dat veel bezwaren zijn terug te brengen tot 'te speculatief' en 'te gevoelig voor aannames'.[6] Veelal voeren partijen aan dat hun onderneming een optimistischer toekomstperspectief verdient dan de waarderingsexpert voor ogen heeft, of juist een pessimistischer perspectief als het op potentiële kopers aankomt. Dit knelpunt kan worden geïllustreerd aan de hand van het volgende citaat uit een van de uitspraken:

---

5 Opgemerkt dient te worden dat veel uitspraken meerdere relevante onderwerpen bevatten. Daarnaast zijn enkel uitspraken opgenomen die in de ogen van Onderzoekers relevant leken voor het onderzoek. Dit betroffen zaken waar voldoende, concrete aandacht werd besteed door de rechter en/of partijen aan diverse knelpunten met betrekking tot de waardering. Uitspraken waar een verschil van inzicht c.q. geschil met betrekking tot de waardering door de rechter zeer beperkt werd afgedaan, zijn wel beoordeeld maar niet opgenomen in de lijst met onderzochte uitspraken. Onderzoekers beogen in die zin niet uitputtend onderzoek te hebben gedaan naar alle geschilpunten met betrekking tot waarderingen in de onderzochte periode.

6 Zie ter illustratie bijvoorbeeld Hof Amsterdam 30 november 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:3966; Rb. Den Haag 9 april 2025, ECLI:NL:RBDHA:2025:6017; Hof 's-Hertogenbosch, ECLI:NL:GHSHE:2023:3680; Hof Amsterdam, ECLI:GHAMS:2024:198.

> *"*[partij X] *stelt dat, gelet op het zeer hypothetische karakter van de berekening, de betrouwbaarheid van de uitkomst per definitie niet kan worden vastgesteld. Volgens* [partij X] *gaat* [de valuator] *steeds uit van het meest positieve scenario, waarbij zowel de marktontwikkelingen als het handelen van* [eiser] *steeds in het voordeel van* [eiser] *zouden uitvallen." R.o. 4.7 "*[partij X] *is van mening dat* [de valuator] *steeds uitgaat van te positieve uitgangspunten, die ten onrechte als vaststaand feit worden gepresenteerd en dat de diverse soorten risico's voor* [partij Y] *niet of onvoldoende zijn ingeschat. Niet goed is onderbouwd waarom* [partij Y] *niet had kunnen kiezen voor een alternatief en waarom een later tijdstip niet meer aantrekkelijk was."*[7]

Een ander voorbeeld van deze problematiek blijkt uit het volgende citaat:

> *"De aandeelhouders hebben geen mogelijkheid om de waarderingsrapporten van* [valuator X] *en* [valuator Y] *te laten controleren en moeten er volgens* [partij X] *dus maar op vertrouwen dat deze rapporten correct zijn. Alhoewel het ook om gerespecteerde waarderingsbureaus gaat, merkt* [partij Y] *op dat het rapporten blijven die zijn opgesteld in opdracht van* [partij X], *die belang heeft bij bepaalde waardes."*[8]

Niet alleen de DCF-methode, maar ook andere waarderingsmethodes stuiten met regelmaat op bezwaren. Wanneer de keuze voor de gehanteerde waarderingsmethode niet of gebrekkig wordt toegelicht, wordt door partijen hier sneller bezwaar tegen aangevoerd, zeker wanneer een andere waarderingsmethode mogelijk voordeliger uitvalt voor een specifieke partij.

Uit de analyse komt ook naar voren dat vaak niet zozeer de gekozen waarderingsmethode het onderwerp van discussie is, maar eerder de uitvoering hiervan. Zeker als partijen over en weer waarderingsdeskundigen hebben ingeschakeld.

3.1.2 Gebruikte gegevens/betrouwbaarheid gegevens voor waardering

Naast de gehanteerde waarderingsmethode, zagen veel bezwaren op de gegevens die zijn gebruikt voor het rapport van de waarderingsdeskundige, en ook op de betrouwbaarheid van deze gegevens. Partijen willen graag zo veel mogelijk transparantie en controleerbaarheid en zijn geneigd zich wantrouwend op te stellen als dit slechts beperkt mogelijk is. Op dit vlak komen diverse knelpunten naar voren.

Een waarderingsdeskundige heeft voor zijn waardering financiële informatie nodig en zal deze moeten opvragen bij betrokken partijen. Hij dient daarbij in beginsel zo transparant mogelijk te werk te gaan en zal onder andere zijn waarderingsmethode moeten kunnen verantwoorden en een conceptrapport opstellen, waar partijen zich over uit kunnen laten. Uit de

---

7 Rb. Amsterdam 27 maart 2024, ECLI:NL:RBAMS:2024:1910, r.o. 4.8.
8 Rb. Amsterdam 21 juni 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:4152, r.o. 5.3.

rechtspraakanalyse komt naar voren dat partijen met regelmaat wantrouwend zijn als het aankomt op de juistheid van de verschafte gegevens van de tegenpartij. Dit heeft er tevens mee te maken dat waarderingsdeskundigen zich mogelijk laten leiden door een partijperspectief, en ook werken in het belang van een van de partijen.

De betrouwbaarheid van de gebruikte gegevens komt ook naar voren als het aankomt op het onderzoek dat de waarderingsdeskundige dient te verrichten voor zijn waardering. Met regelmaat wordt in de rechtszaal aangevoerd dat de waarderingsdeskundige de ontvangen gegevens van partijen dient te controleren op juistheid. Dit levert een spanningsveld op omdat het niet helder is of dit de taak van de waarderingsdeskundige is, i.e. hoe ver hij daarin moet gaan, anderzijds moet een waarderingsdeskundige wel alert zijn op het gebruik van onjuiste gegevens. Deze problematiek kan worden geïllustreerd aan de hand van de volgende drie uitspraken uit de geanalyseerde zaken:

> "[partij X] *heeft allereerst in algemene zin aangevoerd dat de waarderingsdeskundige de juistheid van de door hem ten behoeve van de waardering ontvangen gegevens niet, althans niet voldoende heeft gecontroleerd.* [...] *De Ondernemingskamer passeert dit bezwaar. De waarderingsdeskundige mag in beginsel uitgaan van de juistheid van gegevens zoals jaarverslagen, taxatierapporten, inventarislijsten en prijsopgaven, die hem in het kader van zijn onderzoek worden aangereikt, tenzij hij – al dan niet op aandragen van partijen – voldoende concrete aanleiding heeft om te veronderstellen dat bepaalde gegevens mogelijk onjuist, onbetrouwbaar, onvolledig of onbruikbaar zijn."*[9]

> *'De deskundige heeft onderkend dat de uitkomsten van de waardering in grote mate worden beïnvloed door de kwaliteit van de door* [partij X] *c.s. aangeleverde historische informatie, prognoses, uitgangspunten en veronderstellingen. In reactie op voormeld bezwaar van* [partij Y] *c.s. dat zij eerder in reactie op de conceptrapporten naar voren hebben gebracht, heeft de deskundige opgemerkt dat hij, waar het gaat om historische informatie, geen aanleiding heeft gevonden om aan te nemen dat deze niet naar beste weten en kunnen is aangeleverd en dat feitelijke onjuistheden hierbij ook niet zijn aangetoond."*[10]

> '[partij X] *heeft opgemerkt dat de deskundige niet een eigen onderzoek heeft verricht naar de juistheid en getrouwheid van de jaarrekening van* [partij Y] *over 2016. Voor zover* [partij X] *daarmee heeft bedoeld te stellen dat de deskundige niet op de juistheid van de jaarrekening 2016 had mogen vertrouwen, verwerpt het hof die stelling. Het behoorde niet tot de werkzaamheden van de deskundige de jaarrekeningen van* [partij Y] *en haar dochterondernemingen aan een controle en/of beoordeling te onderwerpen."*[11]

Samenvattend kan worden gesteld dat verwachtingen ten aanzien van het gebruik van informatie door de waarderingsdeskundige en de vraag in

9 Hof Amsterdam 28 november 2023, ECLI:NL:GHAMS:2023:3011, r.o. 2.12.
10 Hof Amsterdam 6 april 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:1077, r.o. 2.5.
11 Hof Amsterdam 23 november 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:3744, r.o. 2.10.

hoeverre, en zo ja op welke wijze, op hem een onderzoekplicht rust een thema is dat kennelijk veel waarderingsconflicten oproept dan wel waarderingsconflicten vergroot.

3.1.3 Gedrag waarderingsdeskundige

Het valt op dat in de algemene jurisprudentie weinig bezwaren worden aangevoerd tegen het handelen van de waarderingsdeskundige in zijn hoedanigheid. Inhoudelijke bezwaren tegen het gedrag en handelen van een waarderingsdeskundige komen wel ruimschoots aan bod in de geschillenregeling (zie hierna) en (als vanzelfsprekend) het tuchtrecht.

De gronden die in de algemene jurisprudentie naar voren zijn gekomen zien wel op partijdigheid van de waarderingsdeskundige en de deskundigheid van de waarderingsdeskundige. Zo werd in een aantal zaken aangevoerd dat de waarderingsdeskundige onvoldoende objectief en onafhankelijk was en dat hij het partijbelang van zijn opdrachtgever (te veel) nastreefde. Dit blijkt onder meer uit de volgende uitspraak:

> *"*[partij X] *c.s. verwijten* [de valuator] *verder dat zij nagelaten heeft bij het opstellen van het Rapport de volgende drie (wat* [partij X] *c.s. noemen) professionele basisnormen in acht te nemen: de informatiesymmetrie tussen partijen, het toepassen van hoor en wederhoor en het scheiden van feiten en opinies."*[12]

In een ander geval werd aangevoerd dat de ingeschakelde waarderingsdeskundige niet geschikt was, omdat deze niet over de benodigde kennis en expertise zou beschikken om tot een accurate waardering te kunnen komen. Dit blijkt uit de volgende uitspraak:

> *"*[partij X] *voert aan dat de door* [partij Y] *bepaalde waarde van* [de onderneming van X] *te laag was en het rapport onjuist was.* [partij Y] *had niet de vereiste deskundigheid en is ten onrechte van een te negatief toekomstscenario uitgegaan. De DCF methode is niet juist toegepast door maar van twee prognosejaren uit te gaan (…)."*[13]

Beide citaten laten zien dat het gedrag van de waarderingsdeskundige, dan wel de perceptie over zijn gedrag, in voorkomende gevallen bijdraagt aan het ontstaan van een conflict of een waarderingsconflict kan vergroten.

3.1.4 Peildatum

Bezwaren tegen de gehanteerde peildatum blijken ook een knelpunt in de geanalyseerde dossiers, maar hier werd door de rechter in een voorkomend geval weinig tot geen aandacht aan besteed. Geopperde bezwaren zagen

---

12 Hof Amsterdam 23 juli 2024, ECLI:NL:GHAMS:2024:2081, r.o. 5.12.
13 Hof 's-Hertogenbosch 7 november 2023, ECLI:NL:GHSHE:2023:3680, r.o. 3.28.

erop dat informatie van na de peildatum nog zou zijn meegenomen in de waardering, of dat onterecht informatie achterwege was gelaten bij de uitgevoerde waardering. Dergelijke bezwaren werden vaak snel afgedaan en gaven daarmee onvoldoende blijk van een zelfstandig onderliggend waarderingsgeschil (het was dan vooral onderdeel van meerdere bezwaren). Om deze reden komt het knelpunt van de peildatum in slechts twee uitspraken expliciet voor.

3.2 Samenvatting bevindingen algemene jurisprudentie

Uit de geanalyseerde jurisprudentie blijkt dat geschillen rondom waarderingsrapporten in een meerderheid van de gevallen zien op de gehanteerde waarderingsmethode, de hiervoor gebruikte gegevens en de betrouwbaarheid daarvan. Knelpunten die hierin naar voren komen zien hierbij grotendeels op wantrouwen tussen betrokken partijen. In de meeste gevallen leidt de gekozen waarderingsmethode en de daarvoor gebruikte informatie tot een geschil of vergroot dit het geschil, omdat partijen van mening zijn onvoldoende inzicht te hebben in de gevolgde procedure van de waarderingsdeskundige. Ook bestaat veel wantrouwen over de aangeleverde informatie, vooral wanneer de deskundige is ingeschakeld door een van de partijen. In een dergelijk geval wordt veelal aangevoerd dat de waarderingsdeskundige niet zomaar mag uitgaan van de juistheid van de aangeleverde informatie en te veel handelt vanuit het partijperspectief. Rechters stellen daarbij overigens consequent dat de deskundige in beginsel mag uitgaan van de juistheid van de ontvangen gegevens, tenzij er concrete aanwijzingen zijn voor onjuistheden.

Bezwaren tegen de onafhankelijkheid of deskundigheid van de waarderingsdeskundige komen minder vaak voor en leiden in de jurisprudentie zelden tot consequenties voor de waarderingsdeskundige zelf.

De peildatum wordt slechts in uitzonderlijke gevallen betwist en speelt kennelijk een beperkte rol in de rechtspraak.

Zie figuur 4 voor een samenvatting van belangrijke bevindingen ten aanzien van knelpunten in de praktijk.

Figuur 4

4 Verslag bevindingen geschillenregeling

Het onderzoek naar de geschillenregeling is methodologisch op dezelfde wijze uitgevoerd als het onderzoek naar de algemene jurisprudentie. Wanneer een aan de hand van zoektermen gevonden zaak voldoende relevante waarderingselementen en gerelateerde geschilpunten bevatte, is de uitspraak integraal geanalyseerd. In eerste instantie zijn 317 uitspraken geanalyseerd, die zagen op 142 zaken en hun behandeling in eerste aanleg en hoger beroep. Veruit de meeste van deze zaken zijn behandeld door de Ondernemingskamer. Uiteindelijk bleken 33 uitspraken bruikbare informatie te verschaffen voor het onderhavige onderzoek.

4.1 Meest voorkomende knelpunten

In de 33 voor dit onderzoek relevante uitspraken kunnen de volgende knelpunten als meest voorkomend worden gekwalificeerd (waaruit tevens blijkt dat de meeste uitspraken meerdere knelpunten bevatten):

- Peildatum (17×)
- Gehanteerde waarderingsmethode en gebruik informatie (15×)
- Gedrag waarderingsdeskundige (7×)
- Gebruikte gegevens waardering/betrouwbaarheid (6×)

4.1.1 Peildatum

Veruit de meeste aangevoerde bezwaren zagen op die van de te hanteren peildatum en welke informatie als gevolg daarvan wel/niet moet worden meegenomen. In het grootste deel van de gevallen waren partijen het oneens over welke peildatum te hanteren, en wanneer sprake was van 'de feitelijke situatie op het tijdstip van het onherroepelijk worden van het vonnis.' Partijen voeren daarbij met regelmaat aan dat er toch wel rekening gehouden dient te worden met gebeurtenissen van na de peildatum, omdat deze van groot belang zouden zijn (en mogelijk in hun voordeel werken). De volgende twee citaten laten zien dat partijen hierover inderdaad in conflict kunnen zijn, i.e. dat de peildatum kennelijk een twistpunt kan vormen:

> *"Een nieuw deskundigenrapport om de waardestijging na de peildatum vast te stellen, is denkbaar maar niet noodzakelijk. Het risico van zulk een nieuw rapport zou zijn dat wederom tijd verloopt, met het gevolg dat men in een vicieuze cirkel terecht zou kunnen komen."*[14]

> *"Naar het oordeel van de Ondernemingskamer strookt daarmee niet dat bij de waardebepaling ook rekening wordt gehouden met omstandigheden van ná die overeengekomen peildatum."*[15]

Opmerkelijk is dat het knelpunt van de peildatum relatief veel wordt aangehaald in de geschillenregeling, ten opzichte van de algemene jurisprudentie.

4.1.2 Gehanteerde waarderingsmethode en gebruikte informatie

Een ander knelpunt dat veel naar voren kwam was die van de gehanteerde waarderingsmethode. Partijen zijn het veelal niet eens over de gekozen waarderingsmethode en hadden een andere methode kennelijk geschikter gevonden, of zij waren van mening dat de gehanteerde waarderingsmethode onvoldoende was gemotiveerd en/of toegelicht. Dit is een veel voorkomend knelpunt en kwam ook in het tuchtrecht en in de algemene jurisprudentie regelmatig naar voren. De kern van deze bezwaren ziet in de meeste gevallen op het gebrek aan motivering van de gekozen methode en het gebruik van informatie c.q. de beschikbaarheid daarvan. Dit wordt onder andere geïllustreerd aan de hand van de volgende uitspraak:

> *"Op welke grond zij tot die conclusie zijn gekomen, valt uit hun rapporten echter niet af te leiden. Evenmin valt daaruit af te leiden waarom zij meenden genoegen te (hebben) moeten nemen met de hun geboden, zodanig 'beperkt beschikbare' informatie dat zij zich genoodzaakt zagen bij hun waardebepaling terug te vallen op uitsluitend de intrinsieke waarde welke in het onderhavige geval, naar tussen partijen en de diverse betrokken des-*

14 HR 's-Gravenhage 11 september 1996, *JOR* 1996/114, r.o. 5.2.3.7.
15 Parket bij de Hoge Raad 28 februari 2014, ECLI:NL:PHR:2014:110, r.o. 2.8.

> *kundigen niet in geschil is, als een niet althans minder geëigende waarderingsmethode moet worden aangemerkt."*[16]

Samengevat kan worden gesteld dat onduidelijkheid over de reden waarom een methode is gekozen, evenals welke informatie wel of niet is gebruikt kan bijdragen aan waarderingsconflicten, dan wel deze kunnen laten ontstaan.

4.1.3 Gedrag waarderingsdeskundige

Ook met betrekking tot de geschillenregeling is een aantal bezwaren gevonden over het gedrag van de waarderingsdeskundige. Zo werd in een zaak aangevoerd dat de waarderingsdeskundige zich niet met de te verwachten professionaliteit en/of deskundigheid heeft gedragen tegenover de partijen, of dat het principe van hoor en wederhoor tijdens de procedure is geschonden, i.e. dat deze niet goed is uitgevoerd door de deskundige. Verder zijn bezwaren gevonden met betrekking tot het gebruik van gegevens, en de betrouwbaarheid hiervan. Daarnaast werd, wanneer een waarderingsdeskundige in opdracht van de wederpartij een waarderingsrapport had opgesteld, de onafhankelijkheid van het rapport al snel in twijfel getrokken. Door partijen wordt daarbij met regelmaat aangevoerd dat de waarderingsdeskundige de door partijen aangeleverde informatie zou moeten controleren op juistheid.

4.2 Leidraad voor Deskundigen in de Geschillenregeling 2025

In aansluiting op de inwerkingtreding van de zogenoemde "Wagevoe" regeling[17] is op 24 februari 2025 de "Leidraad voor Deskundigen in de Geschillenregeling" door de Ondernemingskamer vastgesteld.[18] Doel hiervan is onder meer om geschillen rondom waarderingen in dit kader te mitigeren, mede indachtig de belangrijke rol die een waardering speelt bij uitstoting en of uittreding.

Bij afronding van het empirische onderzoek (1 oktober 2025) zijn weliswaar beschikkingen gewezen onder de nieuwe geschillenregeling (Wagevoe), echter waren (eventuele en voor dit onderzoek relevante) waarderingsdiscussies die volgen uit de door de Ondernemingskamer onder deze regeling bevolen waarderingen bij afronding van dit onderzoek nog niet gepubliceerd. Uit analyse van de nieuwe leidraad blijkt wel dat veel knelpunten uit het tuchtrecht- en algemene jurisprudentieonderzoek overeenkomen met de

---

16 Hof Amsterdam 7 oktober 2008, nr. 106002045, r.o. 3.7.

17 Zie Documenten bij Wet aanpassing geschillenregeling en verduidelijking ontvankelijkheidseisen enquêteprocedure | Overheid.nl | Wetgevingskalender.

18 Zie https://www.rechtspraak.nl/SiteCollectionDocuments/leidraad-voor-deskundigen-in-de-geschillenregeling.pdf

knelpunten die de leidraad tracht te verhelpen. Om deze reden presenteren Onderzoekers onderstaand een beknopte vergelijkingsanalyse van door hen gevonden knelpunten in de juridische praktijk en richtlijnen uit de leidraad die hierin trachten te voorzien.

Knelpunt	*Richtlijn Leidraad Deskundigen Geschillenregeling 2025*
Onduidelijkheid over welke methode als uitgangspunt te hanteren voor een waardering	"Voor de waardering van de aan de vennootschap verbonden onderneming geldt als uitgangspunt een waarderingsmethode op basis van het disconteren van toekomstige geldstromen (Discounted Cashflow (DCF) of varianten daarvan), zo nodig in combinatie met een andere waarderingsmethode bij wijze van kruiscontrole.''
Onduidelijkheid over uitgangspunt welke peildatum te hanteren	"Voor de peildatum geldt als uitgangspunt het moment waarop komt vast te staan dat de aandelen of certificaten zullen worden overgedragen. Veelal zal dat de datum zijn waarop de Ondernemingskamer beslist op het verzoek om uitstoting of uittreding. Een daaropvolgende waardeontwikkeling is dan voor rekening en risico van de verkrijger''
Partijen weten niet wat ze moeten verwachten bij een waarderingsopdracht met ingeschakelde waarderingsdeskundige	"De deskundige stelt bij aanvang van zijn werkzaamheden een plan van aanpak op, waarvan deel uitmaken (i) een tijdsplanning, (ii) een begroting van de kosten van het deskundigenonderzoek (inclusief btw), (iii) de voorgenomen waarderingsmethode, (iv) de werkwijze en (v) de wijze waarop toepassing wordt gegeven aan hoor en wederhoor.''
Partijen zijn van mening dat de waarderingsdeskundige bepaalde informatie onterecht achterwege laat in de waardering	"De deskundige zal voor de uitvoering van zijn taak gegevens moeten verzamelen. Het is aan de deskundige om te bepalen welke informatie nodig is voor het deskundigenonderzoek.''
Partijen willen te allen tijde volledige transparantie in het waarderingsproces	"De vertrouwelijkheid van het deskundigenonderzoek brengt mee dat de deskundige niet verplicht is om steeds alle gegevens of documenten die aan de deskundige ter beschikking zijn gesteld door de vennootschap met een of meer andere partijen te delen.''
Betrokken partijen zijn van mening dat er sprake is van informatie-asymmetrie tijdens het waarderingsproces	"De deskundige maakt op voorhand met partijen, de vennootschap en eventuele andere betrokkenen afspraken over de wijze van uitwisseling en/of kennisneming van de door de deskundige in het kader van het deskundigenonderzoek verkregen gegevens en legt deze vast, bijvoorbeeld in een plan van aanpak. Uitgangspunt is daarbij dat alle partijen zoveel mogelijk kennis kunnen nemen van de gegevens waarop het deskundigenonderzoek en deskundigenbericht worden gebaseerd.''

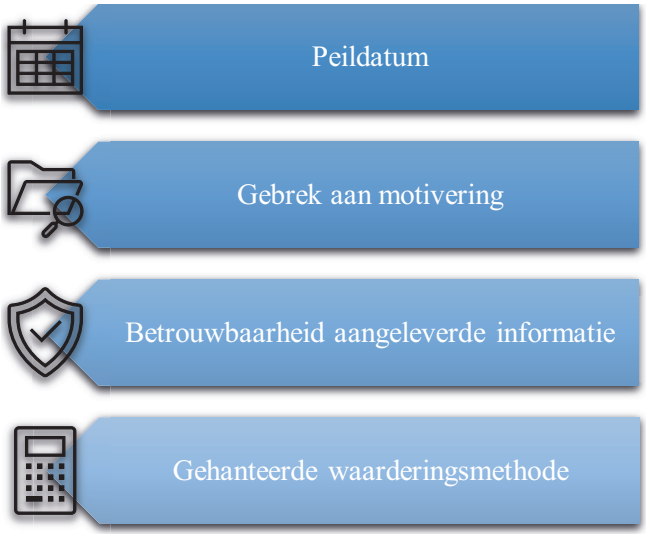
Partijen zijn van mening dat het waarderingsrapport onvoldoende inzichtelijk en navolgbaar is	"Het deskundigenbericht is met redenen omkleed (art. 190 lid 4 Rv) en verschaft daarnaast inzicht in de wijze waarop het deskundigenonderzoek is uitgevoerd. Het deskundigenbericht bevat naar zijn aard zowel feitelijke bevindingen als prognoses, oordelen, meningen en conclusies."

Achterliggende gedachte van bovenstaande analyse is dat deze mogelijk kan bijdragen aan de formulering van best practices hierna.

4.3 Samenvatting bevindingen geschillenregeling

Uit de geanalyseerde zaken met betrekking tot de 'oude' geschillenregeling is naar voren gekomen dat de peildatum en de gehanteerde waarderingsmethode inclusief gebruik van informatie de grootste knelpunten vormen. Het meest opvallende knelpunt betreft de peildatum: partijen zijn vaak verdeeld over welk moment als uitgangspunt moet gelden, en of latere gebeurtenissen nog meegenomen mogen worden. Met betrekking tot de waarderingsmethode en het gebruik van informatie uiten partijen regelmatig kritiek op de gekozen methode, vaak vanwege afwezige of gebrekkige motivatie waarom de desbetreffende waarderingsmethode is gekozen, en welke afwegingen zijn gemaakt met betrekking tot het gebruik van informatie.

Zie figuur 5 voor een samenvatting van belangrijke bevindingen ten aanzien van knelpunten in de praktijk.



Figuur 5

3 Verslag interviewonderzoek advocaten, waarderingsdeskundigen en rechters

1 Introductie

Zoals in hoofdstuk 2 besproken, hebben Onderzoekers interviews gehouden met 20 praktijkprofessionals. In de annex is een lijst opgenomen met deelnemers aan het onderzoek.

Met deelnemers aan het interviewonderzoek is overeengekomen dat het gesprek op vertrouwelijke wijze plaats zou vinden, en dat het niet mogelijk moet zijn om gedane uitspraken terug te voeren op individuen. Wanneer sprake is van een citaat in dit hoofdstuk, dan wordt om die reden dan ook niet gemeld van wie deze afkomstig is. Soms is de letterlijke tekst van een citaat mede om die reden licht aangepast. De interviews hebben plaatsgevonden in 2025, zijn opgenomen, en de letterlijke (Verbatim) teksten vormden de basis voor analyse.

Onderstaand worden allereerst de belangrijkste bevindingen uit de individuele interviews met advocaten en waarderingsdeskundigen thematisch besproken, mede aan de hand van de gestelde vragen. Sommige vragen hadden enige overlap waardoor bepaalde thema's meerdere malen terugkomen in de bespreking; hiervoor is niet gecorrigeerd omdat deze thema's vaak net in een andere context werden besproken.

Aan het einde van het hoofdstuk wordt afzonderlijk verslag gedaan van een groepsinterview met enkele leden van de rechterlijke macht, verbonden aan de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam.

2 Verslag belangrijkste bevindingen interviews advocaten en waarderingsdeskundigen

De eerste vraag in de gehouden interviews bedroeg steeds welke algemene redenen bestaan voor waarderingsgeschillen in het recht.

2.1 Redenen waarderingsgeschillen tussen partijen in het recht

Uit de interviews met advocaten en waarderingsdeskundigen komt het beeld naar voren dat waarderingsgeschillen zelden alleen cijfermatige discussies zijn. Hoewel technische aspecten zoals disconteringsvoet, prognoses

of de gehanteerde waarderingsmethode regelmatig een rol spelen, zijn de achterliggende oorzaken vaak dieper geworteld in subjectieve percepties, belangenverschillen en procesmatige knelpunten.

2.1.1 Meerdere waarheden

Meerdere advocaten benadrukken dat er niet zoiets bestaat als één objectieve waarde. Waarde wordt vaak gekleurd door de belangen en verwachtingen van de betrokken partijen. Zoals een van hen stelde: *"De kern van waarderingsgeschillen ligt vaak in de subjectieve beleving van aandeelhouders over wat de waarde zou moeten zijn. Hierdoor ontstaan er 'twee waarheden"*

Een andere advocaat vergeleek dit met de taxatie van een woning: partijen hebben soms een gewenste uitkomst en sturen daar impliciet op, waarbij deskundigen deze uitkomst kunnen c.q. moeten versterken. Ook waarderingsdeskundigen herkennen dit spanningsveld. Zij zien dat partijen dikwijls "hun" aannames naar voren schuiven, waarbij scenario's of *multiples* worden gekozen die in hun voordeel werken. Dit leidt niet alleen tot uiteenlopende waarderingen, maar ook tot wantrouwen richting de uitkomsten.

2.1.2 Tegenstrijdige belangen en informatieasymmetrie

Vrijwel alle geïnterviewde advocaten wijzen op de invloed van tegengestelde belangen: de vertrekkende aandeelhouder wil een zo hoog mogelijke prijs, terwijl de achterblijvende partij belang heeft bij een lage waardering. Deze tegenstelling wordt daarbij vaak versterkt door informatieasymmetrie. Partijen die namens de vennootschap optreden beschikken doorgaans over aanzienlijk meer gegevens dan bijvoorbeeld een minderheidsaandeelhouder. Dit creëert volgens een advocaat een ongelijk speelveld: *"Wie meer weet, kan ook meer sturen"*.

Ook de geïnterviewde waarderingsdeskundigen zien informatieverschillen als belangrijke bron van conflict. Vaak heeft slechts één partij toegang tot het management en interne prognoses, waardoor de andere partij afhankelijk blijft van fragmentarische of secundaire informatie.

2.1.3 Het proces en de rol van deskundigen

Een belangrijk punt dat vooral door advocaten werd aangehaald, is dat veel geschillen ontstaan doordat het proces rondom waardering onvoldoende wordt afgestemd. Wanneer partijen vooraf niet expliciet vastleggen wat het doel van de waardering is, welke bronnen worden gebruikt en welke stappen in het proces worden doorlopen, ontstaat later onduidelijkheid en gebrek aan draagvlak. Zoals een van hen opmerkte: "*Als waarderen uitsluitend een rekenkundige exercitie zou zijn, zouden verschillen makkelijker te verklaren zijn. In de praktijk gaat het veel meer om perceptie en het proces.*"

Waarderingsexperts bevestigen dat de rol van de deskundige cruciaal is. Waar door de rechter benoemde deskundigen doorgaans meer draagvlak hebben, leidt de inzet van partijdeskundigen "*bijna per definitie tot knelpunten*".

2.1.4 Waardering als strategisch instrument

Tot slot zien meerdere advocaten een bredere trend waarin waardering steeds vaker wordt ingezet als strategisch middel in procedures en onderhandelingen. In internationale herstructureringszaken is deze ontwikkeling overgewaaid uit de VS en het VK, zo wordt gesteld, partijen gebruiken een waardering dan niet langer primair om tot een objectieve waarde te komen, maar als munitie om hun eigen positie te versterken.

Samenvattend laten de interviews zien dat waarderingsgeschillen een complex samenspel zijn van objectieve én subjectieve factoren. Belangenverschillen, informatie-asymmetrie, methodische keuzes en procesmatige afstemming spelen allemaal een rol. Waar advocaten vooral de strategische en procedurele dimensie benadrukken, wijzen waarderingsdeskundigen sterker op de inhoudelijke keuzes rondom aannames, risico's en methodiek.

2.2 Waarderingsrapporten die door rechter zijn verworpen of betwist

Uit de interviews met advocaten en waarderingsdeskundigen blijkt dat waarderingsrapporten zelden volledig door de rechter worden verworpen, maar dat ze wél vaak kritisch worden beoordeeld, genuanceerd of slechts beperkt worden gevolgd. Zowel advocaten als waarderingsdeskundigen signaleren dat de nadruk bij rechterlijke toetsing meestal ligt op het proces, de transparantie en de onafhankelijkheid van het rapport, en in mindere mate op de inhoudelijke waarderingsmethodiek.

2.2.1 Marginale toetsing en rechterlijke bandbreedte

Meerdere advocaten geven aan dat rechters vaak al een bepaalde "*bandbreedte*" voor ogen lijken te hebben waarbinnen de uitkomst van een waarderingsrapport zich moet bewegen. Wanneer een rapport daar te ver van afwijkt, wordt dit kritisch bevraagd of gerelativeerd. Een advocaat merkte op: "*Wanneer de uitkomst 'te gortig hoog' of 'te laag' is, past de rechter soms een doelredenering toe.*"

In aansluiting hierop is de ervaring dat rapporten regelmatig worden verworpen omdat ze onvoldoende onderbouwd zijn: zonder duidelijke, verifieerbare aannames is de kans groot dat de rechter de analyse naast zich neerlegt.

2.2.2 *Proces, transparantie en hoor en wederhoor*

Vrijwel alle advocaten wijzen erop dat de manier waarop een rapport tot stand komt zwaar weegt voor een rechter. Rechters zijn kritisch wanneer er onvoldoende transparantie is over gebruikte informatie en aannames, wanneer late toevoegingen aan het rapport zijn gedaan zonder de wederpartij te horen, of wanneer de deskundige te dicht bij de opdrachtgever staat. Een advocaat benoemde dat als volgt: *"Het gaat minder om de inhoud, en meer om de totstandkoming."* Een ander voorbeeld betrof een zaak waarin de rechtbank bezwaar maakte tegen substantiële toevoegingen na het conceptrapport, omdat het proces van hoor en wederhoor daarmee onvoldoende was gewaarborgd.

Ook waarderingsdeskundigen bevestigen dat rapporten die onvoldoende ingaan op partijopmerkingen of werken met discutabele peildata kwetsbaar zijn voor rechterlijke kritiek.

2.2.3 *Partijdeskundigen versus onafhankelijke deskundigen*

Zowel advocaten als waarderingsdeskundigen ervaren dat partijrapporten vaak met scepsis worden bekeken door de rechter. Ze worden al snel als partijdig gezien, zelfs wanneer de deskundige zelf onafhankelijkheid nastreeft. Dit leidt vervolgens vaak tot een "*battle of experts*", waarbij de rechter moeite heeft om te bepalen welk rapport te volgen.

In zulke gevallen benoemt de rechter doorgaans een eigen, onafhankelijke deskundige. Deze rapporten hebben in de praktijk in die zin meer gewicht, al blijft ook die toetsing kritisch volgens sommigen. Een advocaat wees erop dat dit proces weliswaar tijdrovend is, maar onderdeel vormt van het bereiken van een "*gedragen uitspraak*".

2.2.4 *Inhoudelijke knelpunten*

Meerdere respondenten merken op dat door een rechter vaker wordt gekeken naar de procedurele aspecten in plaats van de inhoudelijke waarderingsdetails, omdat bij veel rechtbanken de expertise ontbreekt. De Ondernemingskamer beschikt volgens sommige geïnterviewden over meer inhoudelijke kennis, maar ook daar is de toetsing doorgaans marginaal.

Hoewel de nadruk vaak op het proces ligt, worden ook inhoudelijke oorzaken genoemd voor het verwerpen of betwisten van rapporten. Waarderingsexperts en advocaten noemen onder meer:

- Onvoldoende onderbouwing van immateriële posten zoals goodwill of de toepassing van "impairments";
- Kleine verschillen in uitgangspunten die leiden tot grote verschillen in uitkomsten (bv. disconteringsvoet of prognosehorizon);

- Gebruik van omvangrijke rapporten ("*smother them with information*") waarbij de kern niet helder naar voren komt.

2.3 Veelvoorkomende problemen in interactie tussen advocaten, waarderingsdeskundigen en rechters met betrekking tot waarderingen in het recht

De interviews laten zien dat de samenwerking tussen advocaten, waarderingsdeskundigen en rechters vaak complex is. Hoewel in veel zaken goed wordt samengewerkt, zo wordt door diverse professionals aangegeven, ontstaan er regelmatig problemen doordat juridische, economische en procedurele perspectieven niet goed op elkaar aansluiten.

2.3.1 Onduidelijkheid over waardebegrippen en uitgangspunten

Het meest genoemde knelpunt is dat partijen langs elkaar heen praten omdat het waardebegrip of de gehanteerde maatstaf niet vooraf scherp is gedefinieerd. Termen als *fair value, fair market value*, economische waarde, liquidatiewaarde of *going concern*-waarde worden regelmatig door elkaar gebruikt of in de verkeerde context gebruikt.

Een advocaat verwoordde dit als volgt: "*In de praktijk wordt het vaak omgedraaid: deskundigen kiezen een methode en plakken daar achteraf een waardebegrip bij, zonder diepere onderbouwing.*"

Ook discussiepunten zoals het al dan niet toepassen van een minderheidskorting zorgen voor spanningen tussen de juridische en waarderingspraktijk.

2.3.2 Verschillen in taal, kennis en achtergrond

Veel respondenten zien dat er verschillen bestaan in de (professionele) "taal" en het kennisniveau van rechters, advocaten en waarderingsdeskundigen. Rechters buiten de Ondernemingskamer hebben vaak minder financiële expertise, zo wordt door enkele geïnterviewden gesteld, waardoor inhoudelijke debatten soms lastig te voeren zijn en, mede als gevolg daarvan, er regelmatig een onafhankelijke deskundige wordt benoemd. Daarom is de begrijpelijkheid van rapporten cruciaal, zo wordt door diverse respondenten met zoveel woorden benoemd, waarbij benadrukt wordt dat analyses niet moeten verzanden in jargon maar "*zo geschreven moeten zijn dat ook een buitenstaander ze kan volgen*". Zoals een advocaat het formuleerde: "*Een rapport moet zo duidelijk zijn dat mijn dochter van 12 het zou begrijpen.*"

2.3.3 *Opdrachtformulering en aansluiting bij juridisch kader*

Een ander veelgehoord probleem is dat opdrachten voor waarderingsrapporten vaak onvoldoende scherp worden geformuleerd. Onduidelijkheid over de peildatum, methode of gehanteerde scenario's leidt dan later tot discussie en vermindert de waarde van het rapport. Bovendien sluiten waarderingsrapporten niet altijd goed aan bij de juridische vraagstelling. Waar juristen werken binnen gestelde kaders zoals regels voor uittreding/uitstoting of begrippen binnen de WHOA-procedure, focussen deskundigen zich soms te eenzijdig op economische uitgangspunten. Dat veroorzaakt misverstanden en rapporten die vaak onvoldoende bruikbaar zijn in een procedure, zo bleek vooral uit antwoorden van advocaten.

2.3.4 *Proces en informatievoorziening*

Een terugkerend knelpunt in de interviews is het thema informatievoorziening. Niet alle partijen hebben toegang tot dezelfde gegevens en/of relevante informatie wordt niet tijdig gedeeld. Dit voedt wantrouwen en maakt het moeilijk voor deskundigen om tot een goed onderbouwde waardering te komen.

Daarnaast benadrukken verschillende respondenten het belang van transparantie en hoor en wederhoor. Rapporten die tot stand komen zonder goede afstemming, of waar wijzigingen pas laat of niet of zonder hoor en wederhoor worden toegevoegd, verliezen aan gezag en roepen kritiek op van rechters en wederpartijen.

2.3.5 *Druk op de onafhankelijkheid van deskundigen*

Tot slot noemen meerdere waarderingsdeskundigen dat advocaten soms druk uitoefenen om tot een voor hun cliënt gunstige uitkomst te komen. Hoewel een waardering nooit volledig objectief is, is een mate van onafhankelijkheid essentieel voor de geloofwaardigheid, zo stellen zij. Zoals één waarderingsexpert hierover stelde: "*Er moet altijd een balans worden gehouden binnen redelijke grenzen.*"

2.4 Toetsing betrouwbaarheid en validiteit waarderingsrapport in een rechtszaak

De manier waarop waarderingsrapporten in een rechtszaak worden getoetst, blijkt sterk afhankelijk van de rol van de betrokken deskundigen, de procedurele context en de kennis van de rechter.

2.4.1 Toetsing door tegenrapporten en debat

In de praktijk vindt de belangrijkste toetsing plaats via het debat tussen partijen. Vaak worden rapporten tegenover elkaar gezet: partijdeskundigen analyseren en bekritiseren elkaars aannames, methoden en uitkomsten. Hierdoor ontstaat een vorm van "*contradictoire toetsing*", waarbij de waarde niet primair door de rechter zelf maar door de wisselwerking tussen deskundigen wordt beoordeeld. Rechters zien dit meestal als de kern van de toetsing, zo stellen enkele geïnterviewden, mede omdat zijzelf [rechters] zelden over de expertise beschikken om de inhoud volledig door te rekenen.

2.4.2 Rol en gezag van de door de rechtbank benoemde deskundige

Een door de rechtbank benoemde deskundige geldt doorgaans als meest gezaghebbend en onafhankelijk, zo wordt door meerdere geïnterviewden gesteld. Partijrapporten worden vaak gezien als gekleurd door belangen, terwijl een gerechtelijk deskundige juist legitimiteit ontleent aan de aanwijzing door de rechter. Rechters verschuiven daarmee de verantwoordelijkheid naar de onafhankelijke deskundige. Tegelijkertijd wordt erkend dat ook een gerechtelijk deskundige nooit volledig neutraal is: elke expert werkt binnen bepaalde aannames en opdrachtkaders.

2.4.3 Reputatie en onderbouwing

De betrouwbaarheid van een rapport hangt sterk samen met de reputatie en ervaring van de deskundige. Rapporten van gerenommeerde kantoren of experts die vaker door rechtbanken zijn benoemd, genieten doorgaans meer vertrouwen, zo stellen meerdere advocaten. Daarnaast is de kwaliteit van de onderbouwing doorslaggevend: goed beargumenteerde keuzes, verwijzingen naar literatuur en consistentie tussen verschillende methoden (bijvoorbeeld DCF en multiple-analyse) versterken de geloofwaardigheid. Ontbreekt de onderbouwing, dan wordt het rapport al snel als partijdig of "*strategisch ingezet*" ervaren.

2.4.4 Proces en transparantie

Rechters leggen vaak meer nadruk op het proces dan op de inhoud, dit werd hiervoor ook al geconstateerd. Van belang is, met andere woorden, of het rapport zorgvuldig tot stand is gekomen, of hoor en wederhoor heeft plaatsgevonden en/of transparant is gemaakt welke informatie wel en niet is gebruikt. Wanneer een deskundige uitsluitend vertrouwt op door de cliënt aangeleverde cijfers zonder eigen verificatie, wordt dat regelmatig bekritiseerd. Sterker zijn rapporten waarin de deskundige ook zelf controles uitvoert op de aangeleverde informatie of externe data raadpleegt. Transparantie over aannames en beperkingen wordt door de meeste geïnterviewden gezien als essentieel voor de validiteit.

2.5 Rol gekozen waarderingsmethoden in ontstaan conflicten

De keuze van de waarderingsmethode (zoals DCF, multiple-analyse of vergelijkbare transacties) speelt in rechtszaken een wisselende rol bij het ontstaan van conflicten. Uit de interviews blijkt dat de methode op zichzelf vaak niet de primaire bron van strijd is, maar dat verschillen in toepassing, aannames en context juist tot discussie leiden.

2.5.1 Methode zelden kern van het conflict

Verschillende respondenten benadrukken als gezegd dat de gekozen methode meestal niet de oorzaak is van het conflict. Partijen en deskundigen kunnen doorgaans goed onderbouwen waarom een bepaalde methode passend is voor de situatie. Vaak bestaat er consensus dat de DCF-methode als standaard wordt gehanteerd, eventueel aangevuld met multiple- of transactie-analyses. Het echte conflict ontstaat meestal uit de aannames die ten grondslag liggen aan de gekozen methode, zoals groeiverwachtingen, *discount rates* en/of normalisaties.

2.5.2 DCF als dominante, maar gevoelige methode

De DCF-methode[1] wordt vrijwel altijd toegepast en geldt als meest gangbaar en juridisch herkenbaar, bijvoorbeeld in WHOA-procedures of bij aandeelhoudersgeschillen. DCF is echter gevoelig voor conflicten, zo wordt zowel door advocaten als waarderingsdeskundigen geconstateerd. De uitkomst hangt namelijk sterk af van veelal subjectieve aannames over toekomstige kasstromen, kapitaalkosten en scenario's, waardoor de methode relatief eenvoudig ter discussie kan worden gesteld. Multiples en vergelijkbare transacties worden mede daarom vaak als validatie gebruikt om de uitkomsten te spiegelen aan de markt, wat de overtuigingskracht richting rechter en wederpartij versterkt, zo wordt door enkele geïnterviewden gesteld.

2.5.3 Gebrek aan marktdata en contextafhankelijkheid

Conflicten ontstaan verder vooral wanneer er geen duidelijke marktvergelijkingen beschikbaar zijn. In die situaties wordt de waardering door sommigen als "*kunstmatiger*" ervaren, omdat deze volledig rust op prognoses en aannames. Voorbeelden hiervan zijn (de impact van) geopolitieke crises of sectoren waarin weinig transactiedata beschikbaar zijn. Dan wordt de uitkomst minder toetsbaar en groeit de ruimte voor interpretatie en discussie, aldus enkele geïnterviewden.

---

1 Uit interviews volgt dat in de praktijk ook andere varianten van de inkomstenbenadering worden toegepast, zoals Adjusted Present Value of het Dividend Discount Model, echter dat de DCF-methode overheersend is.

2.5.4 Strategisch gebruik van methoden

Sommige partijen zetten methoden strategisch in, zo wordt door sommige geïnterviewden gesteld: de ene partij benadrukt multiples in een goed jaar, de andere kiest juist voor DCF bij een onzekere toekomst. Ook kan een methode worden toegepast op een manier die bewust een gewenste uitkomst ondersteunt, bijvoorbeeld door lage winstcijfers te combineren met een normale multiple. In zulke gevallen ontstaat conflict niet door de methode zelf, maar door de manier waarop deze wordt gebruikt.

2.5.5 Belang van combinatie en onderbouwing

Een terugkerend inzicht is dat conflicten afnemen wanneer meerdere methoden naast elkaar worden toegepast, en deze uitkomsten binnen een redelijke bandbreedte vallen. Consistentie en validatie door verschillende methodieken vergroten het draagvlak bij rechters en wederpartijen, zo wordt gesteld. Rapporten die slechts één methode hanteren, zonder onderbouwing of alternatieve checks, zijn gevoeliger voor kritiek en ondermijnen de geloofwaardigheid.

2.6 De betekenis van een onafhankelijk opgesteld waarderingsrapport in relatie tot conflicten

Een door de rechtbank benoemde waarderingsdeskundige, met als opdracht het opstellen van een onpartijdig, onafhankelijk waarderingsrapport, heeft in theorie een belangrijke functie: het moet het vertrouwen vergroten dat de waardering zonder "*belangenverstrengeling*" tot stand is gekomen en moet daarmee bijdragen aan het verminderen van conflicten. In de praktijk blijkt echter, zo valt uit de interviews op te halen, dat dergelijke rapporten de kans op geschillen vaak nauwelijks verkleinen.

2.6.1 Waarde van onafhankelijkheid en onpartijdigheid

Een onafhankelijk, onpartijdig rapport geeft legitimiteit en objectiviteit. Partijen en rechters kunnen erop vertrouwen dat de waardering niet in opdracht van één partij is opgesteld en dat de deskundige met een neutrale blik naar de onderneming kijkt. Zeker in vergelijking met partijdeskundigen voorkomt dit de schijn van belangenverstrengeling en partijdigheid ("*engagement bias*").

Toch blijkt de praktijk weerbarstiger. Dit komt in de eerste plaats doordat de waarde van een rapport sterk afhankelijk is van de kwaliteit van de input. Wanneer de deskundige louter leunt op door het management aangeleverde prognoses of op onvolledige gegevens, ontstaat onmiddellijk twijfel over de betrouwbaarheid van de uitkomst, zo stellen meerdere geïnterviewden

met zoveel woorden. Anders gezegd, een asymmetrische of gekleurde informatiebasis ondermijnt de geloofwaardigheid van het rapport, hoe onafhankelijk de opsteller ook is.

Daarnaast leidt de interpretatie van de opdracht regelmatig tot discussie. Deskundigen moeten hun onderzoek vaak afstemmen op vragen die door de rechtbank zijn geformuleerd, maar die blijken in de praktijk niet altijd even helder of volledig. Als een deskundige die vragen (te) strikt opvat of juist (te) ruim interpreteert, ontstaat al snel verschil van inzicht over of hij of zij wel het juiste heeft onderzocht.

Daar komt bij dat een waardering altijd keuzes en aannames vergt. Zelfs een onafhankelijke deskundige, zo stellen meerdere geïnterviewden, kan niet om subjectieve beslissingen heen, bijvoorbeeld over disconteringsvoeten of groeiverwachtingen. Kleine verschillen in uitgangspunten kunnen echter tot grote verschillen in uitkomsten leiden, wat partijen aan beide kanten ruimte biedt om het rapport *"aan te vallen"*. Anders gezegd, ondanks de onafhankelijkheid en onpartijdigheid van een door de rechtbank aangestelde waarderingsdeskundige kan niet worden weggenomen dat de inhoud kwetsbaar blijft voor kritiek, evenals het (vermeende) gedrag van de waarderingsdeskundige.

Ook psychologische factoren spelen een rol, zo wordt in de interviews gesteld. Partijen hebben vaak al een "*eigen werkelijkheid*" opgebouwd, met verwachtingen en berekeningen die hun standpunt ondersteunen. Wanneer een door de rechtbank aangestelde onafhankelijke deskundige tot een andere conclusie komt, wordt zijn rapport als gevolg daarvan vaak niet ervaren als oplossing, maar als "*een nieuwe tegenstander in het conflict*". Hetzelfde geldt voor de perceptie van het proces: onafhankelijkheid wordt pas geaccepteerd als partijen zich gehoord voelen en het proces transparant verloopt, bijvoorbeeld doordat hoor en wederhoor zichtbaar is toegepast. Ontbreekt dat, zo stellen meerdere geïnterviewden, dan blijft er wantrouwen bij partijen, ongeacht de inhoudelijke kwaliteit.

Daarmee wordt duidelijk waarom onafhankelijke rapporten in procedures regelmatig strategisch worden gebruikt. Advocaten zien dat partijen het rapport behandelen als een soort "*loterij zonder nieten*": wie zich kan vinden in de uitkomst omarmt het, wie er nadeel van ondervindt zoekt naar gaten om een gunstigere uitkomst af te dwingen. Zeker bij grote financiële belangen loont het dan om door te procederen, omdat zelfs kleine aanpassingen miljoenen kunnen schelen. En zo blijft het conflict bestaan, ondanks de aanwezigheid van een neutrale deskundige.

2.6.2 Mogelijke verbeterpunten

Meerdere geïnterviewden wijzen desgevraagd op manieren om de betekenis van onafhankelijke rapporten te versterken, samengevat luiden deze als volgt:

- Meer regie in de vraagstelling, bijvoorbeeld door een raadsheer-commissaris die in een vroeg stadium knopen doorhakt over interpretatie en scope, zoals bij de Ondernemingskamer kan plaatsvinden;
- Zorgvuldig vastleggen hoe informatie is verzameld en getoetst, en hoor en wederhoor consequent toepassen;
- Onafhankelijke deskundigen moeten zich niet enkel baseren op interne cijfers, maar actief benchmarken en toetsen aan externe referenties.
- Advocaten moeten een (actievere) rol hebben in verwachtingsmanagement, en in het begeleiden van cliënten naar redelijke standpunten.

2.7 Missende elementen in waarderingsrapporten die in geschillen worden betrokken

Hoewel waarderingsrapporten in geschillen vaak technisch correct zijn opgebouwd, is in de praktijk sprake van terugkerende tekortkomingen die de overtuigingskracht en bruikbaarheid ondermijnen. Zo komt uit de interviews een breed scala aan gemiste elementen naar voren, die grofweg in vier categorieën zijn te verdelen: i) inhoudelijke analyses, ii) onderbouwing keuzes en transparantie, iii) procesmatige aspecten, en iv) presentatie en overtuigingskracht.

2.7.1 Inhoudelijke analyses

Allereerst valt op dat rapporten vaak te weinig aandacht besteden aan de context en de fundamentele drijfveren van waarde. De rol van sleutelfiguren, zoals het vertrek van een oprichter of bestuurder, wordt dikwijls nauwelijks besproken, terwijl dit directe gevolgen kan hebben voor strategie, marktkansen en prognoses. Ook ontbreekt geregeld een diepgaande analyse van het businessmodel en de markt waarin de onderneming opereert. Zonder inzicht in strategie, concurrentiepositie en marktomstandigheden is het moeilijk te beoordelen of prognoses realistisch zijn. Daarnaast is volgens diverse geïnterviewden vaak sprake van gebrek aan historische analyses en scenario- of sensitiviteitsanalyses, waardoor gebruikte prognoses onvoldoende kritisch worden getoetst. Tot slot worden zogenoemde *sanity checks* – vergelijking van de uitkomst met rendementseisen, transacties of sectorbenchmarks – zelden uitgevoerd, terwijl juist zulke toetsen bijdragen aan de geloofwaardigheid van de berekende waarde.

2.7.2 *Onderbouwing keuzes en transparantie*

Een tweede veel genoemde tekortkoming ligt in de onderbouwing van cruciale keuzes. Kernparameters zoals disconteringsvoet, kortingen of multiples worden regelmatig toegepast zonder overtuigende motivering of bronverwijzing. Met name de vermogenskostenvoet (WACC) en rendementseisen worden vaak slechts summier toegelicht, zonder een relatie te leggen met de specifieke context van de onderneming. Ook wordt volgens diverse geïnterviewden zelden uitgelegd waarom voor een bepaalde waarderingsmethode is gekozen, of hoe verschillen tussen methoden zijn gewogen. Alternatieve aannames of methoden blijven doorgaans onzichtbaar: het wordt niet duidelijk welke opties zijn overwogen en om welke redenen die zijn verworpen. Daarmee ontbreekt wat door iemand "*geobjectiveerde subjectiviteit*" werd genoemd: inzicht in de gemaakte (subjectieve) keuzes en het afwegingsproces achter de waardering objectiveert de uitkomst (en daarmee de kans op acceptatie door partijen).

2.7.3 *Procesmatige aspecten*

Als derde spelen ook procesmatige aspecten een rol. Vaak is volgens geïnterviewden vooraf of tijdens het waarderingsproces niet transparant of, wanneer, en hoe partijen input kunnen leveren of reageren op conceptversies, waardoor een degelijk proces van hoor en wederhoor gevoelsmatig ontbreekt c.q. wordt gemist. Ook geven rapporten zelden een overzicht van welke informatiebronnen zijn ontvangen, welke informatie wel of niet is gebruikt en waarom. Dat maakt het voor lezers lastig om de volledigheid en neutraliteit van het onderzoek te beoordelen, met name voor advocaten. Soms leunt een rapport bovendien te sterk op de informatie van één partij – vaak de door het management aangeleverde prognoses – waardoor het de schijn van partijdigheid oproept.

2.7.4 *Presentatie en overtuigingskracht*

Als vierde speelt de presentatie van rapporten een belangrijke rol in hun overtuigingskracht. Veel rapporten missen volgens geïnterviewden (met name de advocaten) een heldere opbouw die ook voor niet-financieel geschoolden te volgen is. Cruciale cijfers en aannames worden gepresenteerd zonder duidelijk te maken waar ze vandaan komen, waardoor lezers de waardering niet kunnen herleiden. En wellicht nog belangrijker: vaak ontbreekt een overtuigend narratief dat de brug slaat tussen de gekozen methodiek en de uiteindelijke waardering. Een rapport blijft dan "*hangen in cijfers en modellen*", zonder het verhaal te vertellen dat uitlegt waarom de uitkomst logisch en plausibel is.

2.8 Passende mate van transparantie waarderingsrapport

De mate van transparantie in waarderingsrapporten blijkt in de praktijk een terugkerend discussiepunt. Waar sommigen zich tevreden lijken te stellen met een beknopte weergave, benadrukken de meeste geïnterviewden dat juist diepgaande transparantie essentieel is om een rapport overtuigend en bruikbaar te maken in een juridische context. Transparantie gaat daarbij niet alleen over de kwantitatieve onderbouwing, maar (juist) ook over de kwalitatieve context en de wijze waarop keuzes zijn verantwoord.

2.8.1 Navolgbaarheid

Veel van de geïnterviewde advocaten en waarderingsdeskundigen benadrukken dat transparantie in de kern betekent dat een rapport volledig navolgbaar moet zijn: de lezer moet kunnen begrijpen hoe de deskundige van uitgangspunten naar uitkomst is gekomen. Dit geldt niet alleen voor financieel geschoolde lezers, maar ook voor rechters, advocaten en hun cliënten die vaak niet over specialistische waarderingskennis beschikken. Een rapport moet hen in staat stellen om de aannames en redeneringen te toetsen, zonder dat zij zelf het hele waarderingsmodel hoeven na te rekenen.

Een belangrijk element dat vaak ontbreekt, is de contextuele toelichting voorafgaand aan de technische berekeningen. Transparantie vereist volgens meerdere geïnterviewden dat wordt uitgelegd waar de waarde in het bedrijf werkelijk vandaan komt: wat maakt het businessmodel onderscheidend, hoe ziet de markt eruit, en welke marges zijn in het verleden gerealiseerd? Een uitgebreide Excel-bijlage kan op zichzelf correct zijn, maar zonder duiding van de *"waarde creërende factoren"* biedt het onvoldoende houvast om de realiteitswaarde van de prognoses te beoordelen.

2.8.2 Expliciteren van keuzes

Daarnaast gaat transparantie over het expliciet maken van keuzes. Elke waardering bevat subjectieve beslissingen – bijvoorbeeld over disconteringsvoeten, kortingen of groeiverwachtingen – en juist daarom is het cruciaal dat deze keuzes niet impliciet blijven, maar helder worden toegelicht. Volgens sommige geïnterviewden helpt het wanneer deskundigen niet alleen de gekozen parameters presenteren, maar ook een bandbreedte tonen of gevoeligheidsanalyses uitvoeren, zodat zichtbaar wordt hoe alternatieve aannames de uitkomst zouden beïnvloeden. Dit vergroot enerzijds de reproduceerbaarheid en gepercipieerde betrouwbaarheid van het rapport, en het voorkomt daarnaast dat partijen zich vastklampen aan *"één enkel getal"* zonder oog voor de onzekerheid die eraan kleeft.

2.8.3 *Transparantie in het rapport*

Een ander terugkerend thema in de interviews is dat transparantie verder gaat dan de inhoud van het rapport zelf: het proces van informatievergaring en hoor en wederhoor is minstens zo belangrijk. Transparantie betekent ook dat duidelijk is welke informatie is gebruikt, welke documenten juist niet, en waarom bepaalde bronnen zijn verworpen. In geschillen speelt bovendien vaak, zo wordt diverse keren door geïnterviewden opgemerkt, het probleem dat één partij meer informatie bezit dan de ander; om wantrouwen te voorkomen en asymmetrie te mitigeren, is het van belang dat alle relevante gegevens in die zin *"symmetrisch"* beschikbaar worden gemaakt.

Toch bestaan er volgens enkele geïnterviewden verschillen in de gewenste mate van detail, afhankelijk van de context. Bij kleinere zaken, waar de belangen en budgetten voor waarderingen beperkter zijn, kan een beknoptere uitwerking acceptabel zijn, zolang deze beperkingen expliciet worden benoemd. In grotere of meer principiële procedures – zoals bij onteigening, kwijtschelding op basis van waarderingen (bv. WHOA) of aandeelhoudersgeschillen – is een veel uitgebreidere onderbouwing noodzakelijk om draagvlak te creëren en het oordeel van de rechter te ondersteunen. Daarbij komt in interviews ook naar voren dat begrippen als "indicatieve waardering" of "high level waardering" vaak multi-interpretabel zijn en aanleiding geven tot verwarring of strategisch gebruik. Enkele respondenten pleiten daarom voor een standaardterminologie of een algemeen geaccepteerde "*glossary*", zodat er eenduidigheid bestaat (in de percepties en verwachtingen van partijen) wat met specifieke waarderingsbegrippen wordt bedoeld.

2.8.4 *Volledige navolgbaarheid en reproduceerbaarheid*

Rode draad in veel interviews is dat een passende mate van transparantie neerkomt op volledige *"navolgbaarheid"* en *"reproduceerbaarheid"*, ofwel dat de lezer kan zien welke aannames precies zijn gemaakt en waarom, hoe deze zijn onderbouwd, welke informatie is gebruikt, welke niet en waarom, en welke alternatieven zijn overwogen en waarom vervolgens de keuze is gemaakt voor een bepaald alternatief. Alleen op die manier ontstaat er vertrouwen in het waarderingsrapport, ook als partijen het oneens blijven over de uitkomst. Transparantie is daarmee niet alleen een kwestie van volledigheid, maar ook van helderheid en consistentie: een waarderingsrapport moet laten zien dat de uitkomst het logische gevolg is van een goed onderbouwd en controleerbaar proces.

2.9 Draagvlak van partijen

In aansluiting op het bovenstaande, wordt door diverse geïnterviewden aangegeven dat het creëren van draagvlak voor een waarderingsrapport

in een geschil minstens zozeer een kwestie is van proces als van inhoud. Vrijwel alle geïnterviewden benadrukken dat partijen het zelden eens zullen zijn over de uitkomst zelf, maar dat zij de procedure en aanpak wel kunnen accepteren als die eerlijk, transparant en zorgvuldig is ingericht. Het verschil tussen een rapport dat breed wordt gedragen en een rapport dat onmiddellijk terzijde wordt geschoven, ligt daarmee vooral in de wijze waarop het waarderingsproces wordt vormgegeven.

2.9.1 Informatietoegankelijkheid

Een terugkerend thema in de interviews is gelijke toegang tot informatie, als bron van vertrouwen of, bij ongelijke toegang, tot conflict. Wanneer één partij over meer of betere data beschikt, wat vaak het geval is, of wanneer informatie ongelijk wordt gedeeld, dan ondermijnt dat onmiddellijk het vertrouwen in het rapport bij minimaal een van de partijen. Het inrichten van een centrale dataroom, die toegankelijk is voor alle betrokken deskundigen van partijen, wordt door meerdere geïnterviewden gezien als een noodzakelijke randvoorwaarde. Even belangrijk is dat niet alleen documenten worden gedeeld, maar dat alle partijen ook gelegenheid krijgen om vragen te stellen aan het management, en dat de antwoorden eveneens voor iedereen beschikbaar worden gemaakt. Zodra partijen het gevoel hebben dat informatie asymmetrisch wordt verstrekt, wordt draagvlak van alle partijen als vanzelf minder c.q. onmogelijk.

2.9.2 Transparantie in proces

Daarnaast is transparantie over de stappen die de waarderingsdeskundige neemt in het proces cruciaal. Een zorgvuldig ingericht proces is navolgbaar, verifieerbaar en goed gedocumenteerd. Dit betekent dat de waarderingsdeskundige een plan van aanpak of protocol opstelt waarin de methodiek, uitgangspunten en tijdslijnen vooraf zijn vastgelegd. Veel geïnterviewden benadrukken dat een logboek of procesverslag helpt om achteraf te reconstrueren waarom bepaalde keuzes zijn gemaakt, dit geldt zowel voor rapporten die voor individuele partijen zijn opgesteld als voor de onafhankelijk, door de rechtbank aangestelde, waarderingsdeskundige. Dit alles verkleint het onderscheid tussen inhoudelijke onvrede met de uitkomst en principiële kritiek op het proces: partijen kunnen het dan oneens blijven over de waarde, maar erkennen wel dat de procedure deugdelijk is verlopen als gevolg waarvan het draagvlak toeneemt.

2.9.3 Hoor en wederhoor

Verder speelt hoor en wederhoor een belangrijke rol, zoals hiervoor ook al diverse keren genoemd. Draagvlak ontstaat wanneer partijen in verschillende fasen van het proces hun stem kunnen laten horen, en zich in die zin letterlijk *"gehoord voelen"*. Dit kan via schriftelijke inbreng vooraf, door

gelegenheid te bieden tot reactie op concepten, en door periodieke overlegmomenten, maar ook door betrokken te worden in de totstandkoming van het waarderingsproces. Sommige geïnterviewden pleiten bij de totstandkoming van waarderingen door onafhankelijke deskundigen voor een soort driedeling: (i) eerst overeenstemming over de feitelijk te gebruiken input/informatie, (ii) dan een toelichting op de gekozen methodiek, en pas daarna (iii) toepassing en berekening. Op die manier ontstaat er onderweg ruimte voor dialoog en correctie, zonder dat pas bij het eindrapport alle kaarten op tafel komen.

2.9.4 Inhoud rapport

Tot slot bestaat consensus bij geïnterviewden dat duidelijkheid en begrijpelijkheid in de rapportage zelf essentieel zijn. Een rapport moet logisch zijn opgebouwd, de keuzes moeten expliciet worden toegelicht en de onderbouwing moet reproduceerbaar zijn. Ook al zijn partijen het niet eens met de gehanteerde aannames of de uitkomst, zij kunnen het rapport pas serieus nemen als de redenering controleerbaar en consistent is, en het aan de berekening ten grondslag liggende narratief navolgbaar en begrijpelijk is.

2.10 Manieren om conflicten over een waarderingsrapport te voorkomen of beperken

Aan geïnterviewden is ook gevraagd, in aansluiting op bovenstaande thema's/vraagstukken, om te reflecteren op de meer algemene vraag wat manieren zijn om conflicten over waarderingsrapporten te voorkomen of te beperken. Velen geven aan dat dergelijke conflicten in juridische procedures in beginsel onvermijdelijk zijn: waardering is immers geen exacte wetenschap en het raakt direct aan financiële belangen van partijen. Zoals een advocaat het kernachtig samenvatte: "*Omdat het om geld gaat, en waardebepaling altijd een subjectief element bevat, zullen meningsverschillen altijd blijven bestaan*." Toch wijzen zowel advocaten als waarderingsdeskundigen op verschillende manieren waarop onnodige conflicten kunnen worden beperkt, en discussies productiever kunnen verlopen.

2.10.1 Proces en randvoorwaarden als fundament

Veel advocaten benadrukken dat de grootste winst vooraf kan worden behaald, door het proces (meer) zorgvuldig in te richten. Een onafhankelijke deskundige die door beide partijen wordt geaccepteerd – en eventueel gezamenlijk wordt betaald – kan in bepaalde situaties bijdragen aan vertrouwen en neutraliteit. Sommigen zien hier zelfs een rol weggelegd voor een soort "*waarderingsmediator*", die niet de inhoudelijke uitkomst stuurt, maar waakt over transparantie, hoor en wederhoor en een *fair* proces.

In dit verband worden ook praktische maatregelen genoemd, zoals het gebruik van een virtuele dataroom om informatie-asymmetrie te voorkomen. Vaak ontstaan conflicten immers niet zozeer door de methodiek, maar doordat de ene partij meer of andere/betere informatie heeft dan de ander.

Daarnaast pleiten meerdere geïnterviewden voor duidelijke procesrichtlijnen, inclusief tijdslijnen, communicatieprotocollen en momenten van terugkoppeling. Dit kan worden versterkt door een "tandem"-benadering: de deskundige levert de inhoud, terwijl een advocaat meekijkt naar proces en transparantie.

2.10.2 Kwaliteit en onafhankelijkheid van de deskundige

Een ander terugkerend thema is het belang van de persoon van de deskundige. Het vertrouwen in een rapport staat of valt vaak met de perceptie van onafhankelijkheid en deskundigheid.

Sommigen suggereren dat de rechterlijke macht een kwaliteitskader zou kunnen ontwikkelen, vergelijkbaar met die voor observatoren in de WHOA. Dit zou de titel "onafhankelijk deskundige" meer gewicht geven.[2] Anderen pleiten voor een bredere en beter getoetste lijst van deskundigen waaruit rechtbanken kunnen kiezen, zodat belangenverstrengeling en *"steeds dezelfde namen"* worden vermeden. Zoals één expert het verwoordde: "*In Nederland is de basis smal. Een breder en beter getoetst panel van deskundigen zou de geloofwaardigheid aanzienlijk vergroten*."

2.10.3 Uniformiteit en definities

Veel conflicten ontstaan doordat partijen begrippen verschillend interpreteren. Termen als *fair market value* of *reorganisatiewaarde* worden in de praktijk niet eenduidig gebruikt. Advocaten én waarderingsdeskundigen zien daarom een duidelijke rol voor een uniforme begrippenlijst of "terminologie-index". Dit zou niet alleen discussies verkleinen, maar ook bijdragen aan betere communicatie met rechters en cliënten.

Een advocaat benadrukte bovendien het belang van educatie: "*advocaten moeten leren verwachtingen te managen en niet bijdragen aan polarisatie, terwijl ook waarderingsdeskundigen gebaat zijn bij scholing voor meer consistentie*".

---

2 Onderzoekers merken op dat de 'Leidraad deskundigen in civiele zaken' de rol van een door de rechter benoemde deskundige uitvoerig behandelt, echter dat niet elke waarderingsdeskundige hier volledig mee bekend is of dat deze Leidraad te weinig specifiek is voor waarderingsdeskundigen.

2.10.4 Transparantie en communicatie

Met name waarderingsdeskundigen wijzen in de interviews steeds op het belang van duidelijke uitleg en communicatie. Conflicten escaleren vaak omdat partijen alleen naar de eindwaarde kijken en het proces erachter niet begrijpen.

Daarom wordt gepleit voor mondelinge toelichtingen, korte samenvattingen of visuele hulpmiddelen zoals presentaties. Dit helpt niet-specialisten om de kern van de redenering te begrijpen. Een waarderingsdeskundige vatte dit als volgt samen: "*Het gaat er niet alleen om wat de waarde is, maar of je ook begrijpt hoe die waarde tot stand is gekomen.*"

Ook wordt gewezen op de mogelijkheid om verschillen expliciet te maken door rapporten naast elkaar te leggen en gezamenlijk de overeenkomsten en verschillen te inventariseren. Dit maakt de waarderingsdiscussie meer "*fact-based*" en helpt de rechter zich te concentreren op de kernpunten.

2.10.5 Rol van de rechter

Tot slot zien meerdere waarderingsdeskundigen en advocaten een belangrijke rol voor de rechter bij het beperken van conflicten. Rechters kunnen bijdragen door kaders en uitgangspunten vooraf duidelijk(er) te formuleren, bijvoorbeeld ten aanzien van de peildatum, schadeparameters of andere waarderingsuitgangspunten, zodat discussies niet telkens terugvallen op fundamentele uitgangspunten.

Sommige waarderingsdeskundigen pleiten daarnaast voor meer directe communicatie tussen de rechter en waarderingsdeskundige, bijvoorbeeld via een voorbereid overleg zonder partijen (als standaardonderdeel van het waarderingsproces). Dit zou aldus kunnen helpen om het proces beter in te richten en achteraf conflicten te beperken.

2.11 Input voor te ontwikkelen best practices voor waarderen in het recht

De interviews met zowel advocaten als waarderingsdeskundigen laten zien dat brede steun lijkt te bestaan voor het ontwikkelen van richtlijnen voor waarderingen in juridische procedures (hier is ook expliciet naar gevraagd). Hoewel de accenten verschillen, is de consensus duidelijk: richtlijnen kunnen bijdragen aan transparantie, uniformiteit en betrouwbaarheid van waarderingsrapporten. Tegelijkertijd bestaat er bij voorbaat spanning tussen het bieden van houvast en het vermijden van te strakke, technische voorschriften. Aan het einde van de interviews is dan ook steeds gevraagd welke thema's eventuele richtlijnen c.q. best practices minimaal zouden moeten bevatten. Deze worden hierna besproken.

2.11.1 Het belang van procesmatige richtlijnen

Vrijwel alle geïnterviewden benadrukken dat een duidelijk proces de basis vormt van goede waarderingen en draagvlak ervoor. Advocaten wijzen daarbij vooral op het nut van een *"waarderingsprotocol"* dat vastlegt hoe, wanneer en welke informatie wordt gedeeld, welke stappen doorlopen worden en welke momenten er zijn voor feedback. Een van hen vatte dit kernachtig samen: "*Door keuzes al vóór de berekeningen te maken, wordt de ruimte voor discussie kleiner*."

Transparantie in communicatie en gelijke toegang tot informatie worden daarbij herhaaldelijk genoemd als kritische succesfactoren. Een advocaat stelde bijvoorbeeld dat "*alle communicatie in c.c.*" zou moeten plaatsvinden, zodat er geen twijfel kan ontstaan over de informatiepositie van partijen.

Ook waarderingsexperts wijzen op het belang van procesafspraken. Zij benadrukken vooral dat rapporten inzichtelijk moeten maken welke informatie is gebruikt en welke niet, en dat er altijd een reflectie moet zijn op de aannames en prognoses. Een waarderingsdeskundige waarschuwde dat zonder gelijke informatiepositie een rapport "*niet meer dan een rekenexercitie*" blijft.

2.11.2 Inhoudelijke richtlijnen en minimumeisen

Naast procesmatige afspraken zien geïnterviewden veel waarde in het vastleggen van inhoudelijke minimumeisen. Zo zou elk rapport in elk geval het volgende moeten bevatten.

- Een duidelijke uitleg van de waarderingsgrondslagen en gehanteerde methodiek;
- Een toelichting op de onderliggende aannames en waarom bepaalde keuzes zijn gemaakt;
- Bronvermeldingen en herleidbaarheid van data en parameters; [en]
- Waar relevant: een reflectie op het businessplan, de strategie van de onderneming en de risico's.

Sommige geïnterviewden pleiten voor een basisformat of checklist die de vergelijkbaarheid van rapporten vergroot. Dit sluit aan bij een *"comply or explain"*-principe dat door een van de waarderingsdeskundigen werd genoemd: *"richtlijnen zijn het uitgangspunt, afwijkingen zijn toegestaan mits goed onderbouwd"*.

2.11.3 Het belang van begrippen en definities

Een terugkerend thema is het belang van een uniform begrippenkader. Zowel advocaten als waarderingsdeskundigen constateren dat juridische en economische terminologie vaak niet goed op elkaar aansluiten. Dit leidt in de praktijk tot verwarring en eindeloze discussies. Het ontwikkelen van een gezamenlijke en eenduidige "*glossary*" kan hier uitkomst bieden.

Zoals een advocaat het formuleerde: "*Veel juridische begrippen sluiten niet goed aan bij de economische realiteit van een waardering.*" Het standaardiseren van kernbegrippen zoals *fair value* of *reorganisatiewaarde* kan bijvoorbeeld bijdragen aan duidelijkheid en voorspelbaarheid in geschillen.

2.11.4 Spanningsveld tussen uniformiteit en flexibiliteit

Hoewel brede steun lijkt te bestaan voor richtlijnen, waarschuwen verschillende geïnterviewden – met name waarderingsdeskundigen – voor het gevaar van een té technisch of *"rule-based"* systeem. Het risico bestaat dat een waardering wordt herleid tot een afvinklijstje van methodieken. Richtlijnen zouden daarom ruimte moeten laten voor professionele oordeelsvorming, mits deze goed wordt onderbouwd. Een waarderingsdeskundige benadrukte dat het niet draait om het toepassen van een standaardtechniek: "*Het gaat erom dat de keuzes en aannames goed worden uitgelegd, en dat de uitkomst logisch en overtuigend is.*"

Tegelijkertijd wordt gewezen op het risico dat richtlijnen zonder toetsing "een papieren tijger" worden. Een advocaat sprak in dit verband van een "*catch-22*": rechters missen vaak de expertise om naleving van richtlijnen te beoordelen. Er wordt daarom door sommigen gesuggereerd om te werken met collegiale toetsing of kwaliteitsstempels door vakgenoten, vergelijkbaar met praktijken in andere beroepsgroepen.

2.11.5 Internationale vergelijking

Enkele experts plaatsen de Nederlandse situatie in internationaal perspectief. Zo worden Duitsland en de Verenigde Staten genoemd, waar waarderingen sterk zijn geïnstitutionaliseerd en waar gedetailleerde kaders bestaan. Dit draagt bij aan duidelijkheid, maar er wordt gewaarschuwd voor een te strak regime. Nederland zou volgens hen juist moeten kiezen voor een "*principle-based*" benadering: duidelijke uitgangspunten en minimumeisen, maar met voldoende ruimte voor maatwerk. In dit kader wordt bijvoorbeeld verwezen naar aansluiting bij de International Valuation Standards ("IVS"), wereldwijd erkende, op principes gebaseerde normen die de basis vormen voor onder meer aandelenwaarderingen.

2.11.6 Waarde voor de rechtspraktijk

Voor advocaten ligt de waarde van richtlijnen vooral in de voorspelbaarheid en uniformiteit die ze kunnen bieden. Hierdoor kunnen discussies zich meer richten op de inhoud in plaats van op methodologische uitgangspunten. Voor waarderingsdeskundigen gaat het primair om het verhogen van de kwaliteit en transparantie van rapporten. Beide groepen zien bovendien voordelen voor derden, zoals rechters of curatoren, die hierdoor beter in staat zijn waarderingsrapporten te begrijpen en te beoordelen. Zoals een

advocaat het verwoordde: "*Richtlijnen maken rapportages begrijpelijker, juist voor degenen die minder vaak met waarderingsvraagstukken te maken hebben*."

2.12 Samenvatting bevindingen interviews

Uit de geanalyseerde interviews blijkt dat informatie-asymmetrie, onduidelijke of onvolledige communicatie, te veel focus op partijbelangen, subjectiviteit en als gevolg daarvan 'meerdere waarheden', een onvoldoende navolgbaar waarderingsrapport en waarderingsproces belangrijke knelpunten vormen bij waarderingen in het recht. Betrokken partijen bij een waarderingsproces willen graag een zo transparant en inzichtelijk mogelijk proces, met toegang tot alle gebruikte informatie. Tevens wensen betrokken partijen inzicht in welke informatie niet is gebruikt, en waarom. Wanneer dit niet gebeurt of niet mogelijk is, is sprake van informatie-asymmetrie en gaan partijen zich als vanzelf wantrouwend opstellen. Onvoldoende en onduidelijke communicatie door de waarderingsdeskundige kan hiernaast in negatieve zin bijdragen aan het geschil. Vaak is dan sprake van gebrek aan een scherp geformuleerde afbakening van de opdracht, onduidelijkheid over de te gebruiken waardebegrippen en uitgangspunten, en gebrek aan hoor en wederhoor. Ten slotte blijkt dat waarderingsrapporten met regelmaat onvoldoende inzichtelijk en navolgbaar zijn voor betrokken partijen.

Zie figuur 6 voor een samenvatting van belangrijke bevindingen ten aanzien van knelpunten in de praktijk.

Figuur 6

3 Verslag interviewonderzoek rechters

Op 20 oktober 2025 hebben Onderzoekers een interviewgesprek gevoerd met drie raadsheren en een secretaris verbonden aan de Ondernemingskamer (OK) van het gerechtshof Amsterdam. Doel was om het perspectief van rechters op waarderingen in het recht in algemene zin te duiden, en verdiepende inzichten te verkrijgen op thema's zoals besproken met advocaten en waarderingsdeskundigen.

3.1 Behoefte aan uniformiteit, transparantie en verantwoording

Uit het gesprek komt naar voren dat waarderingsvraagstukken in geschillenprocedures regelmatig tot grote complexiteit en onzekerheid leiden. Om die reden heeft de OK recentelijk richtlijnen opgesteld omdat het in de praktijk regelmatig voorkomt dat sprake is van een aanzienlijke variëteit in aanpak, kwaliteit en overtuigingskracht van door partijen ingebrachte waarderingsrapporten. Dit geldt ook voor waarderingsrapporten die door onafhankelijke deskundigen worden opgesteld. Uit het gesprek komt naar voren dat rechters in het algemeen behoefte hebben aan meer uniformiteit, transparantie en verantwoording van keuzes in waarderingsrapportages, zonder dat dit de professionele beoordelingsruimte van waarderingsdeskundigen volledig beperkt.

Waarderingen worden door rechters gezien als een combinatie van een bedrijfseconomisch narratief en cijfers. Ofwel, de onderbouwing van de gepresenteerde cijfers is minstens zo belangrijk als de gepresenteerde uitkomst. De praktijk laat echter zien dat waarderingsrapportages vaak te technisch of te cijfermatig zijn, waardoor de gemiddelde lezer – inclusief de rechter – onvoldoende houvast heeft bij de gemaakte keuzes en aannames en in zekere zin te maken heeft met een "black box".

3.1.1 Grote spreiding in uitkomsten

Een meerdere malen gehoord probleem in het gesprek was dat waarderingen van verschillende partijen, zelfs wanneer deze gebaseerd zijn op dezelfde informatie, toch sterk uiteenlopende uitkomsten kunnen hebben – soms met verschillen tot honderden procenten. Dat ondermijnt het vertrouwen in de deskundigheid van waardeerders en voedt het conflict tussen partijen. Het lijkt er daarbij op dat deze spreiding vaak voortkomt uit fundamentele verschillen in inschatting van de toekomstige rentabiliteit, maar ook uit strategisch gedrag (*"de kift"*) waarbij partijen geneigd zijn hun waardering in hun eigen voordeel te sturen, en dat valuators daar kennelijk bewust of onbewust in mee gaan.

3.1.2 Onvoldoende transparantie en uitleg

Rechters ervaren verder dat waarderingsrapporten regelmatig onvoldoende inzicht geven in de onderliggende aannames, gehanteerde methoden (zoals DCF of multiples) en de herkomst van data. Onverklaarde keuzes of ontbrekende toelichtingen maken het dan moeilijk om de redelijkheid van de waardering te toetsen. Rapporten waarin deskundigen hun professionele oordeel uitleggen en de onzekerheden expliciet benoemen, worden dan ook bij voorbaat als meer betrouwbaar ervaren. Het tonen van enige "zelfreflectie" en "twijfel" door de waardeerder over bepaalde aannames of inschattingen wordt daarbij vooral als een teken van deskundigheid gezien, en zeker niet van zwakte, aldus de rechters.

3.1.3 Communicatie en jargon

Een structureel knelpunt is het verschil in professionele taal en de denkwereld tussen waarderingsdeskundigen, advocaten en rechters. Financieel-juridisch jargon en gebrek aan uitleg leiden regelmatig tot misverstanden en frustratie. Het lijkt erop dat rechters in die zin behoefte hebben aan waarderingsrapportages die zich beter verplaatsen in een persoon die niet ingevoerd is in de specifieke onderneming en branche, maar die zich dat snel moet eigen maken, evenals de niet-financiële lezer – met duidelijke toelichtingen en een heldere opbouw van het verhaal bij de financiële uitkomsten, en een goed leesbare samenvatting die het verhaal achter de cijfers vertelt.

3.1.4 Procesmatige knelpunten

Rechters signaleren ook dat het waarderingsproces zelf – met name de toegang tot informatie, de interactie tussen partijen en de voortgang van de procedure – vaak tot vertraging en wantrouwen leidt. Onvolledige of verlate aanlevering van informatie, een gebrekkig proces van hoor en wederhoor, en het ontbreken van vaste termijnen belemmeren een vlot en transparant proces. Wanneer de OK een eigen deskundige benoemt, blijkt dat doorgaans wel te leiden tot meer vertrouwen en draagvlak, maar ook daar is de snelheid van het proces, evenals de transparantie over en weer met betrekking tot informatie, evenals een goed proces van hoor en wederhoor een belangrijk aandachtspunt.

3.1.5 Behoefte aan verbetering en uniformering

Er lijkt onder rechters behoefte te bestaan om waarderingsrapporten meer te standaardiseren qua structuur, opbouw en terminologie. Een (min of meer) uniforme indeling – bijvoorbeeld een vaste hoofdstukstructuur met een duidelijke toelichting op de gehanteerde methode, aannames, prognoses en een gevoeligheidsanalyse – zou het debat tussen partijen kunnen

structureren en verdiepen en daarmee het werk van zowel rechters als partijen vergemakkelijken. De nieuwe richtlijnen voor deskundigen van de OK worden hierbij als nuttig ervaren, maar ze zijn gezien de nieuwheid ervan nog onvoldoende toegepast; er is nog niet heel veel ervaring mee opgedaan. Een verdere uitwerking – bijvoorbeeld een standaardlijst met informatievereisten of formats per type onderneming (klein/groot) – zou daarnaast kunnen bijdragen aan meer consistentie en efficiëntie.

3.1.6 Professionele standaarden en opleiding

Het lijkt erop dat rechters vinden dat de beroepsgroep van waarderingsdeskundigen behoefte heeft aan duidelijker kwaliteitsnormen en meer aandacht voor het juridische proces in de opleiding. Suggesties in deze richting zijn onder andere: een minimum opleidingsniveau of keurmerk, verplichte proceskennis voor waarderingsdeskundigen die voor de OK optreden, en een sterker accent op gedrags- en tuchtrechtelijke waarborgen.

3.1.7 Balans tussen richtlijnen en professionele ruimte

Hoewel meer uniformiteit wenselijk is, klinkt ook een signaal in het interview door tegen overregulering. Richtlijnen zouden een *best practice-karakter* moeten hebben en niet te *rule-based* worden, zodat voldoende ruimte blijft voor professionele oordeelsvorming. Rechters lijken hiermee waarde te hechten aan rapporten die niet alleen formeel correct zijn, maar ook getuigen van inzicht, professionele oordeelsvorming, redelijkheid en contextgevoeligheid, evenals zelfreflectie en (indien dat bestaat) een mate van twijfel (zie hiervoor).

3.1.8 Reflectie: richting voor verbetering

De observaties wijzen verder op een spanningsveld tussen de behoefte aan houvast en de erkenning dat waardering geen exacte wetenschap is. Rechters zoeken naar *transparantie, consistentie* en *verantwoording*, terwijl waarderingsdeskundigen ruimte moeten houden voor professionele interpretatie. De OK lijkt hierin een voorbeeldrol te willen spelen door haar richtlijnen verder te ontwikkelen en door het gesprek tussen rechterlijke macht, advocatuur en waarderingsprofessionals verder te stimuleren.

Het lijkt zinvol om te verkennen, zo kwam aan het einde van het gesprek naar voren, of een meer gestandaardiseerde leidraad of checklist (eventueel gepubliceerd op de website van de OK) kan bijdragen aan snellere, duidelijkere en meer gedragen waarderingen. Ook zou een sterkere verbinding tussen de waarderingspraktijk en juridische opleidingen kunnen helpen om het wederzijdse begrip te vergroten.

Uiteindelijk kwam in het gesprek steeds naar voren dat het belangrijk is dat waarderingsrapporten niet alleen cijfermatig juist zijn, maar ook (meer) begrijpelijk, toetsbaar en overtuigend.

3.2 Samenvatting bevindingen interviewonderzoek rechters

Het interviewonderzoek onder rechters laat zien dat waarderingen in geschillen vaak worden bemoeilijkt door aanzienlijke verschillen tussen rapporten, gebrek aan transparantie en inzichtelijkheid, en gebruik van (overmatig) jargon. Gebrekkige communicatie draagt vervolgens dan bij aan het ontstaan of vergroten van wantrouwen bij betrokken partijen. Rechters lijken te zoeken naar waarderingsrapporten die niet alleen cijfermatig onderbouwd zijn, maar ook begrijpelijk, toetsbaar en navolgbaar zijn voor niet-deskundige partijen. Het lijkt er verder op dat zij behoefte hebben aan meer uniformiteit in structuur en terminologie zonder de professionele beoordelingsruimte van deskundigen te willen beperken. Meer aandacht voor proces, hoor en wederhoor en toegang tot informatie kan het vertrouwen vergroten.

Zie figuur 7 voor een samenvatting van belangrijke bevindingen ten aanzien van knelpunten in de praktijk.

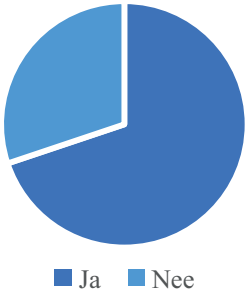
Figuur 7

4 Verslag surveyonderzoek NiRV-leden

1 Introductie

Onder de leden van het NiRV is via een online surveyonderzoek gevraagd te reflecteren op met name knelpunten in de huidige praktijk. Ook is gevraagd ideeën te geven voor verbetering. De survey is mede opgesteld met inachtneming van de destijds eerste resultaten van de hiervoor besproken studies. Een survey heeft ten opzichte van andere onderzoeksmethoden de toegevoegde waarde dat kan worden nagegaan in hoeverre bepaalde ervaringen met, in dit geval, waarderingen in het recht daadwerkelijk breed worden gedragen. Bovendien geeft een survey de mogelijkheid om (nog beter) inzicht te krijgen in aspecten waarover onder ervaringsdeskundigen consensus bestaat en over welke aspecten juist onenigheid. Zoals hiervoor al beschreven hebben 142 leden de survey geheel of gedeeltelijk ingevuld, dat als een hoge response kan worden gekwalificeerd. Aan respondenten is aan het begin van de survey gevraagd wie weleens betrokken is geweest in een juridische procedure waarbij een of meerdere waarderingen zijn ingebracht, 70% van de respondenten[1] gaf aan dat dit het geval was. Zie ter illustratie onderstaande figuur 8.

Bent u weleens betrokken geweest in een juridische procedure waarbij een of meerdere waarderingen zijn ingebracht?



Figuur 8

1 In totaal werd deze vraag door 138 respondenten beantwoord.

2 Belangrijkste bevindingen proces van waarderen

2.1 Stellingen

In het eerste deel van de survey is een aantal stellingen (tabel 1) aan de respondenten voorgelegd met als doel te bezien hoe zij aankijken tegen de oorzaken van het ontstaan of toenemen van waarderingsconflicten. Respondenten kregen ook de mogelijkheid om hun antwoorden toe te lichten.

Tabel 1: Waarderingsconflicten ontstaan of nemen toe omdat:

Stelling	*Helemaal oneens*	*Oneens*	*Eens*	*Helemaal eens*	*Weet ik niet/ geen mening*
De waardering te veel vanuit een partijperspectief is opgesteld.	2% (*n* = 2)	19% (*n* = 24)	43% (*n* = 56)	32% (*n* = 41)	5% (*n* = 6)
Er informatie van na de peildatum is meegenomen bij de waardebepaling.	5% (*n* = 6)	26% (*n* = 34)	42% (*n* = 54)	17% (*n* = 22)	9% (*n* = 12)
Er sprake is van informatie-asymmetrie tussen betrokken partijen.	3% (*n* = 2)	11% (*n* = 14)	43% (*n* = 55)	43% (*n* = 56)	1% (*n* = 2)
Niet duidelijk is of de waarderingsdeskundige zelfstandig onderzoek heeft gedaan of vooral vertrouwd heeft op de informatie van de opdrachtgever.	1% (*n* = 1)	24% (*n* = 31)	53% (*n* = 68)	15% (*n* = 19)	8% (*n* = 10)
Niet duidelijk is wat de reikwijdte van de opdracht is (bv. waarderingscalculatie, indicatieve benadering of opinie).	7% (*n* = 9)	32% (*n* = 41)	37% (*n* = 48)	17% (*n* = 22)	7% (*n* = 9)
Niet duidelijk is welke werkzaamheden de waarderingsdeskundige heeft verricht om tot de uitkomst te komen.	5% (*n* = 6)	38% (*n* = 49)	39% (*n* =50)	13% (*n* = 17)	5% (*n* = 6)
Voor partijen en hun adviseurs/ advocaten op voorhand onvoldoende duidelijk is hoe de procedure van de totstandkoming van de waardering zal gaan verlopen.	3% (*n* = 4)	19% (*n* = 24)	42% (*n* = 54)	25% (*n* = 32)	12% (*n* = 15)

* De percentages tellen niet precies op tot 100%, omdat ze zijn afgerond. De *n* voor de stellingen is 129.

2.1.1 Proces van de waarderingsopdracht

De voorgelegde stellingen zien op het proces van de waarderingsopdracht zelf en nog niet op de inhoudelijke behandeling van een waarderingsvraagstuk. Uit de antwoorden blijkt dat informatie-asymmetrie tussen partijen

het vaakst naar voren komt als een (gepercipieerde) verstorende factor in de praktijk, echter alle stellingen worden ruimschoots positief beantwoord, dat wil zeggen dat respondenten het veelal 'eens' of 'helemaal eens' waren met de stellingen. Samengevat stelden de respondenten dan ook dat conflicten ontstaan of toenemen wanneer:

- De waardering te veel vanuit een partijperspectief is opgesteld (75%)[2].
- Er informatie van na de peildatum is meegenomen (59%).
- Er sprake is van informatie-asymmetrie tussen partijen (86%).
- Niet duidelijk is of de waarderingsdeskundige zelfstandig onderzoek heeft gedaan of vooral vertrouwd heeft op informatie van de opdrachtgever (68%).
- Niet duidelijk is wat de reikwijdte van de opdracht was (54%).
- Niet duidelijk was welke werkzaamheden zijn verricht door de waarderingsdeskundige om tot de uitkomst te komen (52%).
- Voor partijen en hun adviseurs/advocaten op voorhand onvoldoende duidelijk was hoe de procedure van totstandkoming van de waardering zal gaan verlopen (67%).

Uit de toelichting op de stellingen komt het volgende beeld naar voren, waarbij het feit dat een waardering in zijn aard subjectief is een belangrijke rol speelt. Zo is het de praktijk dat waarderingsdeskundigen veelal in opdracht werken van een van de conflicterende partijen en dit er als vanzelf toe leidt dat de opdrachtgevende partij in het algemeen meer informatie ontvangt over de (uitgangspunten van de) waardering dan de wederpartij. En ook als dit niet het geval is, dan ervaren wederpartijen sneller dat sprake is van een informatieachterstand als de waarderingsdeskundige in opdracht van de andere partij werkt. Uit de toelichtingen blijkt verder dat partijen die ervaren dat zij een informatieachterstand hebben, sneller dwars zullen liggen en aansturen op (escalerend) conflict tijdens de procedure. Daarnaast worden conflicten vanwege informatie-asymmetrie in grote mate aangestuurd door "achterdocht" en "wantrouwen" jegens de wederpartij.

2.1.2 Partijdigheid en vooringenomenheid

Naast informatie-asymmetrie, blijkt ook dat partijdigheid en vooringenomenheid van waarderingsdeskundigen een verstorende werking kan hebben. Het grootste struikelpunt met betrekking tot partijdigheid van waarderingsdeskundigen lijkt gelegen in het feit dat waarderingsdeskundigen in de meeste gevallen werken in opdracht van een van de partijen. Dit leidt ertoe, zo blijkt uit de toelichtingen, dat de waardering sneller vanuit een (volledig) partijperspectief zal worden opgesteld, wat tot verdere conflictescalatie kan leiden. Een ander aspect (wat veelal samenvalt met informatie-asymmetrie) is de gebruikte informatie, en in het bijzonder

2 De genoemde percentages betreffen de optelsom van 'eens + helemaal eens' of 'oneens + helemaal oneens'.

de betrouwbaarheid daarvan voor de waardering. Indien procespartijen onvoldoende inzicht hebben verkregen in de gebruikte informatie voor de waardering, zal dit als vanzelf sneller tot conflicten leiden, doordat gebruikte informatie bij voorbaat in twijfel wordt getrokken. Een voldoende transparante waardering is, zo gaven enkele respondenten mee, hiervoor zeer belangrijk. Voor alle betrokken partijen dient duidelijk te zijn waar de waarderingen op zijn gebaseerd, door wie de gebruikte informatie is aangeleverd, en of deze correct is.

2.1.3 Verwachtingen van partijen

Verwachtingen van betrokken partijen bij een procedure, zoals procespartijen en advocaten, lijken ook met regelmaat een verstorende werking te hebben. Uit de toelichtingen op de stellingen blijkt bijvoorbeeld dat gebrek aan concrete communicatie over de totstandkoming van de waardering en wat hiervan te verwachten valt, regelmatig tot conflicten leidt. Als van tevoren onvoldoende procesafspraken zijn uitgewerkt, leidt dit tot onzekerheid en eventuele verwarring bij betrokken partijen. Deze conflicten zijn te voorkomen, zo geven enkele respondenten aan, door op voorhand heldere en concrete afspraken te maken over de totstandkoming van de waardering en de te doorlopen procedure voor alle betrokken partijen.

Iets minder maar desondanks nog veel voorkomende knelpunten zien op het betrekken van informatie voor de waardering na de afgesproken peildatum, de emoties van partijen, en het gebrek aan expertise over het vakgebied van andere betrokken partijen. Uit de toelichtingen blijkt dat met enige regelmaat conflicten bestaan tussen waarderingsdeskundigen, advocaten en procespartijen, omdat zij geen kennis en begrip hebben van de werkzaamheden van de ander. Daarnaast spelen soms emoties van procespartijen een rol. Als de emoties van partijen hoog oplopen, dan leidt dit tot meer (onnodige) conflicten binnen de waardering, zo wordt in de toelichtingen gesteld. Ten slotte is met enige regelmaat in de toelichtingen genoemd dat bij waarderingen nog wel eens informatie van na de peildatum wordt meegenomen.

3 Belangrijkste bevindingen inhoud waarderingen

3.1 Stellingen

Aan de respondenten is in aansluiting op het bovenstaande een aantal stellingen voorgelegd met betrekking tot de inhoud van waarderingen, met de vraag in hoeverre zij knelpunten herkennen die tot conflicten kunnen leiden c.q. conflicten kunnen vergroten. Daarbij is ook gevraagd welke knelpunten in de praktijk het meest relevant zijn c.q. het meest verstorend werken. Zie onderstaande tabel 2.

Tabel 2: Waarderingsconflicten ontstaan of nemen toe omdat:

Stelling	*Helemaal oneens*	*Oneens*	*Eens*	*Helemaal eens*	*Weet ik niet/ geen mening*
Er geen gevoeligheidsanalyse is toegepast waardoor niet inzichtelijk is op welke wijze veranderingen in bepaalde aannames de uitkomst beïnvloeden.	6% (n = 8)	44% (n = 56)	39% (n = 50)	6% (n = 8)	3% (n = 4)
Geen duidelijk inzicht bestaat in de investeringen die dienen te worden gedaan om de verwachte kasstromen te realiseren.	4% (n = 5)	37% (n = 47)	48% (n = 61)	8% (n = 10)	3% (n = 4)
Het rapport geen duidelijkheid geeft over de oorzaken van groei of afname van de kasstromen in de prognoseperiode.	4% (n = 5)	39% (n = 49)	44% (n = 56)	13% (n = 16)	0% (n = 0)
Niet duidelijk is waarop de forecast (bij gebruik van de DCF-methode) is gebaseerd.	5% (n = 6)	33% (n = 42)	46% (n = 59)	13% (n = 16)	2% (n = 3)

* De percentages tellen niet precies op tot 100%, omdat ze zijn afgerond. De n voor de stellingen is 127.

3.1.1 Subjectieve prognoses

Samengevat ontstaat het volgende beeld. Op basis van de gegeven antwoorden blijkt dat de stelling *"niet duidelijk is waarop de forecast (bij gebruik van de DCF-methode) is gebaseerd"* door het grootste deel van de respondenten als het meest verstorende knelpunt wordt ervaren in de praktijk (59% eens of helemaal eens). Respondenten geven daarbij in de toelichting aan dat de opgestelde prognoses vaak te subjectief zijn, onvoldoende onderbouwd of simpelweg onduidelijk. Hierdoor ontstaat wantrouwen bij betrokken partijen en wordt de waardering ter discussie gesteld. Volgens respondenten is er met regelmaat onduidelijkheid over de herkomst en onderbouwing van de prognoses; specifiek gaat het dan om de forecast bij de DCF-methode, met bijbehorende aannames. Dit wordt als (zeer) verstorend gezien. Ter illustratie, een van de respondenten stelt: *"De prognoses zijn van nature subjectief en leiden tot discussie."* Een andere zegt: *"Niet duidelijk is waarop de forecast is gebaseerd."* Volgens veruit de meeste respondenten worden de opgestelde prognoses als te subjectief ervaren, te onduidelijk, of te weinig onderbouwd. Slecht of beperkt onderbouwde prognoses leiden dan vervolgens tot wantrouwen en discussies bij betrokken partijen, wat een verstorend effect heeft. Een meer fundamenteel knelpunt dat hieruit valt af te leiden is dat prognoses in hun aard subjectief zijn, en zich daarom ook sneller lenen voor discussie of wantrouwen.

3.1.2 *Ontbreken van inzicht in kasstromen*

Een andere stelling die door veel respondenten (56% eens of helemaal eens) als ruim verstorend werd aangemerkt, ziet op het ontbreken van inzicht in investeringen die nodig zijn om de verwachte kasstromen te realiseren. Het voornaamste knelpunt dat door respondenten in de toelichtingen hieromtrent naar voren werd gebracht ziet toe op (gebrek aan) duidelijkheid. Zo zegt een van de respondenten: *"Investeringen kunnen lastig getoetst worden in hoeverre ze daadwerkelijk noodzakelijk zijn en wanneer ze worden gedaan."* Verder wordt met betrekking tot knelpunten vaak verwezen naar het ontbreken van duidelijkheid over de oorzaken van groei of afname van kasstromen in de prognoseperiode (57% eens of helemaal eens). Door meerdere respondenten wordt tevens benoemd dat rapporten vaak geen verklarend narratief bevatten over waarom bepaalde kasstroomontwikkelingen worden verwacht. Hierbij wordt toegelicht dat de uitleg in rapporten met regelmaat ontbreekt, bijvoorbeeld over waarom bepaalde aannames zijn gedaan en welke oorzaken/redenen deze hebben. Dit alles kan tot wantrouwen leiden bij betrokken partijen, aldus respondenten. Het gebrek aan een heldere en duidelijke toelichting bemoeilijkt daarnaast het doorgronden, begrijpen en beoordelen van het waarderingsrapport. Deze problematiek wordt aan de hand van de volgende uitspraken van respondenten geïllustreerd: *"Aan de tekstuele toelichting wordt vaak te weinig aandacht gegeven."*, *"Een verklarende toelichting op de prognose ontbreekt."*, en *"Het zit niet zozeer in het model maar in de uitleg van het model, de invoervariabelen en de relevantie van die variabelen."* De verstorende werking van het ontbreken van een gevoeligheidsanalyse wordt minder benadrukt door respondenten, maar desondanks nog bijna de helft (45% eens of helemaal eens). Sommige respondenten gaven aan bewust geen gevoeligheidsanalyse te delen in hun waarderingsrapport, terwijl anderen een gevoeligheidsanalyse juist belangrijk vinden ten behoeve van de inzichtelijkheid.

Onderstaande stellingen zijn in aansluiting op het bovenstaande ook aan respondenten voorgelegd (tabel 3). Hierin wordt verder ingezoomd op de techniek van waarderen.

Tabel 3: Waarderingsconflicten ontstaan of nemen toe omdat:

Stelling	*Helemaal oneens*	*Oneens*	*Eens*	*Helemaal eens*	*Weet ik niet/ geen mening*
De gehanteerde waarderingsmethode of -aanpak niet aansluit bij het te waarderen object.	5% (*n* = 6)	50% (*n* = 62)	28% (*n* = 35)	11% (*n* = 14)	5% (*n* = 6)
Er geen duidelijk inzicht is in de relatie tussen de groei of afname van investeringen en verwachte groei of afname van kasstromen.	3% (*n* = 4)	27% (*n* = 33)	52% (*n* = 64)	15% (*n* = 19)	3% (*n* = 4)
Er geen duidelijk inzicht is in de relatie tussen de historische resultaten en geldstromen van de onderneming, de (macro-, meso- en micro- economische) vooruitzichten voor de onderneming op het waarderingsmoment en de gehanteerde prognoses.	0% (*n* = 0)	30% (*n* = 37)	45% (*n* = 56)	22% (*n* = 27)	3% (*n* = 4)
Geen duidelijkheid bestaat over de opbouw van de disconteringsvoet (bv. WACC).	3% (*n* = 4)	38% (*n* = 47)	43% (*n* = 53)	14% (*n* = 17)	2% (*n* = 2)
Geen of beperkte duidelijkheid is gegeven over de uitgangspunten van de restwaarde en de wijze van berekenen.	5% (*n* = 6)	40% (*n* = 50)	44% (*n* = 54)	10% (*n* = 12)	2% (*n* = 2)
Het waarderingsrapport geen duidelijk narratief heeft als onderbouwing van de cijfers.	2% (*n* = 3)	20% (*n* = 25)	53% (*n* = 66)	21% (*n* = 26)	3% (*n* = 4)

* De percentages tellen niet precies op tot 100%, omdat ze zijn afgerond. De *n* voor de stellingen is 124.

3.1.3 Ontbreken van een duidelijk narratief

Uit de toelichtingen bij deze stellingen komt naar voren dat het ontbreken van een duidelijk narratief als onderbouwing van de waardering als (zeer) verstorend c.q. belangrijk knelpunt wordt gezien (74% eens of helemaal eens). Veel respondenten benoemen hierbij gebrek aan context, toelichting of visie achter de cijfers uit het waarderingsrapport. Betrokken partijen bij de waardering, zo wordt gesteld, hebben hierdoor moeite om de waardering te begrijpen en/of te vertrouwen. Respondenten geven verder aan dat een waardering niet alleen een cijfermatige uiteenzetting moet zijn, maar (juist) ook een onderbouwd verhaal behoeft, dat de aannames, context en gemaakte keuzes uitlegt. Een duidelijke tekstuele toelichting bij een waarderingsrapport ontbreekt met regelmaat. Zo stelt een respondent: *"De waardeerder is te veel bezig met de cijfermatige kant van de waardering en neemt*

de lezers onvoldoende mee in het verhaal." Een ander merkt op: *"Een waardering is cijfers én verhaal."* Een heldere en transparante uitleg lijkt dus cruciaal. Een ander veel geconstateerd knelpunt ziet op het (gebrek aan) inzicht in de relatie tussen historische resultaten en prognoses (67% eens of helemaal eens). Respondenten benadrukken herhaaldelijk het belang van een heldere aansluiting tussen de prestaties van de onderneming in het verleden en de verwachtingen voor de toekomst. Zonder een dergelijke koppeling worden prognoses als "willekeurig" ervaren. Zo stelt een van de respondenten: *"De ontwikkeling in de prognoseperiode t.o.v. het verleden wordt vaak vergeten."* Een ander stelt: *"Relatie met historie vind ik het belangrijkst."* Een andere stelling die door meerdere respondenten als relevant en potentieel verstorend wordt aangeduid, ziet op het ontbreken van duidelijke uitleg over de disconteringsvoet (57% eens of helemaal eens). Door meerdere respondenten wordt de WACC ervaren als een voor meerdere interpretaties vatbaar begrip. Zo merkt een respondent op: *"De WACC is een abstract concept met een sterk subjectieve aard."* Andere respondenten wijzen op het ontbreken van transparantie over de risicopremies en aannames in de WACC-berekening.

3.1.4 Onduidelijkheid over uitgangspunten

Ook onduidelijkheid over uitgangspunten voor de restwaarde wordt met enige regelmaat benoemd (54% eens of helemaal eens). Respondenten merken op dat juist de restwaarde vaak een significant deel van de totale waarde vertegenwoordigt, maar desondanks regelmatig slechts beperkt wordt toegelicht in het rapport. Enkele respondenten benoemen dat vaak onvoldoende checks en gevoeligheidsanalyses worden toegepast op deze waarde ten opzichte van andere waarderingen. Het ontbreken van inzicht in de relatie tussen groei of afname in investeringen en verwachte kasstromen wordt ook als knelpunt ervaren (67% eens of helemaal eens). Dat de waarderingsmethode niet zou aansluiten bij het object werd als het minst verstorend ervaren (39% eens of helemaal eens).

Onderstaande stellingen zijn in aansluiting op het bovenstaande ook aan respondenten voorgelegd (tabel 4). Hierin wordt nader ingegaan op de gehanteerde aannames, structuur van het waarderingsrapport, toetsbaarheid en herleidbaarheid, evenals beschikbaarheid van informatie.

Tabel 4: Waarderingsconflicten ontstaan of nemen toe omdat:

Stelling	*Helemaal oneens*	*Oneens*	*Eens*	*Helemaal eens*	*Weet ik niet/ geen mening*
De gehanteerde aannames niet duidelijk zijn omschreven, onderbouwd en gedocumenteerd.	2% (*n* = 2)	20% (*n* = 24)	47% (*n* = 57)	31% (*n* = 38)	1% (*n* = 1)
De structuur van het waarderingsrapport niet helder en logisch is.	10% (*n* = 12)	65% (*n* = 79)	18% (*n* = 22)	4% (*n* = 5)	3% (*n* = 4)
De waarderingsconclusie niet voldoende toetsbaar en herleidbaar is.	4% (n = 5)	35% (*n* = 43)	48% (*n* = 58)	12% (*n* = 15)	1% (*n* = 1)
Partijen niet over dezelfde informatie hebben kunnen beschikken.	2% (*n* = 3)	22% (*n* = 27)	44% (*n* = 54)	29% (*n* = 35)	2% (*n* = 3)

* De percentages tellen niet precies op tot 100%, omdat ze zijn afgerond. De *n* voor de stellingen is 122.

3.1.5 Onduidelijke aannames en informatie-asymmetrie

Het volgende beeld komt uit het bovenstaande naar voren: 78% van de respondenten is het eens met de stelling dat waarderingsconflicten toenemen of ontstaan doordat aannames niet duidelijk zijn omschreven, onderbouwd en gedocumenteerd. Een ruime meerderheid van 75% is het echter niet eens met de stelling dat conflicten ontstaan dan wel toenemen omdat de structuur van het waarderingsrapport niet helder en logisch is. 60% geeft aan het eens te zijn met de stelling dat conflicten ontstaan of toenemen als de waarderingsconclusies niet voldoende toetsbaar en herleidbaar zijn, terwijl 73% het eens is met de stelling dat conflicten toenemen of ontstaan doordat partijen niet over dezelfde informatie kunnen beschikken.

In de mondelinge toelichtingen bij de antwoorden benadrukt een groot aantal respondenten het probleem van "*informatieongelijkheid*" tussen partijen. Wanneer niet alle betrokkenen toegang hebben tot dezelfde informatie, ontstaat er vanzelf een gevoel van ongelijkheid. Dat leidt tot wantrouwen, twijfel over de onafhankelijkheid van de deskundige en uiteindelijk tot inhoudelijke discussies over de betrouwbaarheid van de waardering. Meerdere respondenten stellen ook dat het rapport daardoor niet wordt ervaren als een "*neutraal*" of "*objectief*" product, maar als een interpretatie van (mogelijk incomplete) informatie, die vaak afkomstig is van slechts één van de partijen. Sommige respondenten stellen dat soms sprake is van het doelbewust achterhouden van informatie, of het schermen met vertrouwelijkheid, wat de transparantie en controleerbaarheid verder belemmert.

3.1.6 Gebrek aan transparantie

Naast informatieongelijkheid vormt ook een onvoldoende transparante onderbouwing van aannames een belangrijk knelpunt. Veel respondenten geven aan dat aannames in waarderingsrapporten "*niet helder*", "*niet navolgbaar*" of "*niet goed gedocumenteerd*" zijn. Dat geldt in het bijzonder voor inschattingen over toekomstige kasstromen, marktrisico's of groeiverwachtingen. Kortom, aspecten van de waardering die vaak een sterk subjectief karakter hebben. In de praktijk leidt dit regelmatig tot een rapport waarin de waarderingsconclusie als onduidelijk wordt ervaren. Wanneer de redenering achter de uitkomst niet begrijpelijk is, vooral voor niet-financieel onderlegde partijen, kan dit het conflict eerder aanwakkeren dan helpen oplossen, zo stellen meerdere respondenten. Wat verder opvalt in de toelichtingen op de antwoorden is dat de verschillende knelpunten sterk met elkaar verweven zijn. Onduidelijke aannames worden vaak niet los gezien van het feit dat partijen over verschillende informatie beschikken. Daarnaast zorgt een onduidelijke structuur of gebrek aan toelichting ervoor dat partijen de gebruikte uitgangspunten niet goed kunnen volgen of toetsen. Het probleem is daarmee niet uitsluitend technisch van aard, maar ook communicatief: het rapport slaagt er onvoldoende in om bruggen te slaan tussen partijen met verschillende belangen en voorkennis. Samengevat lezen de toelichtingen als een vraag naar een helder gestructureerd, goed onderbouwd en transparant waarderingsrapport, waarbij:

- Partijen toegang hebben tot dezelfde (relevante) informatie;
- Elke aanname controleerbaar en herleidbaar is; en
- De waarderingsconclusie begrijpelijk wordt gepresenteerd, ook voor niet-deskundige betrokkenen.

Een rapport dat niet aan deze voorwaarden voldoet, verliest het gezag als "*neutraal instrument*" en wordt daarmee eerder onderdeel van het conflict dan een middel tot oplossing.

4 Rol van de waarderingsdeskundige in het algemeen

4.1 Stellingen

Aan respondenten zijn ook enkele stellingen voorgelegd met betrekking tot de rol van de waarderingsdeskundige. Onderstaand zijn deze weergegeven.

Tabel 5: Waarderingsconflicten ontstaan of nemen toe omdat:

Stelling	*Helemaal oneens*	*Oneens*	*Eens*	*Helemaal eens*	*Weet ik niet/ geen mening*
De waarderingsdeskundige een belangenconflict heeft.	13% (*n* = 16)	35% (*n* = 43)	19% (*n* = 23)	25% (*n* = 31)	7% (*n* = 9)
Er sprake is van vooringenomenheid van de waarderingsdeskundige.	7% (*n* = 8)	38% (*n* = 46)	32% (*n* = 39)	20% (*n* = 25)	3% (*n* = 4)
Geen vierogen-principe is toegepast bij de totstandkoming van de waardering.	7% (*n* = 8)	47% (*n* = 57)	35% (*n* =43)	7% (*n* = 8)	5% (*n* = 6)
Niet duidelijk is wat de deskundigheid van de waarderingsdeskundige is.	7% (*n* = 8)	50% (*n* = 61)	28% (*n* =34)	10% (*n* = 12)	6% (*n* = 7)

* De percentages tellen niet precies op tot 100%, omdat ze zijn afgerond. De *n* voor de stellingen is 122.

Bijna de helft (48%) van de respondenten was het niet eens met de stelling dat conflicten ontstaan of toenemen omdat de waarderingsdeskundige in een voorkomend geval een belangenconflict heeft. 52% van de respondenten was het wel eens met de stelling dat conflicten ontstaan of toenemen wanneer sprake is van vooringenomenheid van de waarderingsdeskundige, 45% zag dit niet als een probleem in dit kader. 54% gaf daarnaast aan dat conflicten niet ontstaan of toenemen wanneer géén vier-ogen-principe is toegepast bij de totstandkoming van de waardering. 57% stelde daarnaast vast dat knelpunten niet ontstaan doordat niet duidelijk is wat de deskundigheid van de waarderingsdeskundige is, 38% vond van wel.

4.1.1 Gebrek aan onpartijdigheid

Aan respondenten is vervolgens gevraagd toe te lichten welke van bovenstaande knelpunten zij in de praktijk het meest relevant c.q. verstorend vinden. Uit de analyse van de antwoorden komt een duidelijk beeld naar voren: het overgrote deel van de respondenten benoemt een gebrek aan onpartijdigheid van de waarderingsdeskundige als dé belangrijkste oorzaak van waarderingsconflicten. Dit wordt zichtbaar in de herhaalde verwijzingen naar zowel "*vooringenomenheid*" als "*belangenconflicten*". Hoewel respondenten soms een onderscheid maken tussen vooringenomenheid (het bewust of onbewust volgen van de belangen van één partij) en een belangenconflict (een direct belang hebben bij de uitkomst van de waardering), wordt in veel reacties duidelijk dat de grens tussen beide in de praktijk vaag is. Een belangrijk patroon dat verder naar voren komt in de kwalitatieve reacties is dat waarderingsdeskundigen in de praktijk vaak optreden als partijdeskundige. Daarbij worden zij – al dan niet impliciet – geacht het

standpunt van hun cliënt te onderbouwen. Sommige respondenten geven aan dat deskundigen zich hierin zelfs "*gedwongen*" voelen, omdat ook de tegenpartij iemand inschakelt (althans dat is dan de perceptie) die uitsluitend in diens belang redeneert. Dit creëert een dynamiek waarin de rol van de waarderingsdeskundige minder is gebaseerd op objectiviteit en meer op strategisch partijbelang. Een van de respondenten suggereert zelfs dat ware onafhankelijkheid zelden voorkomt, tenzij de deskundige expliciet door de rechter wordt benoemd.

Gebrek aan onpartijdigheid leidt volgens meerdere respondenten niet alleen tot wantrouwen tussen partijen, maar vergroot ook de kans op escalatie. Wanneer beide partijen elk een eigen deskundige aanstellen die sterk van elkaar afwijkende waarderingen presenteren, wordt het oplossen van het conflict complexer. De cijfers "*gaan dan een eigen leven leiden*", zoals een respondent het omschreef. De inhoud van het waarderingsrapport verliest zo zijn verbindende waarde en wordt in plaats daarvan een bron van discussie. Bovendien wordt regelmatig genoemd dat onpartijdigheid niet alleen gaat over intenties, maar ook over hoe zichtbaar en navolgbaar het waarderingsproces is. Een gebrek aan transparantie over de gekozen uitgangspunten, methoden en achterliggende belangen voedt het wantrouwen.

Bovenstaande antwoorden lijken een belangrijk probleem aan te stippen: de positie van de waarderingsdeskundige als (vermeend) onpartijdige derde staat onder druk. In de praktijk blijkt ware neutraliteit moeilijk haalbaar, en misschien zelfs zeldzaam. Daarmee wordt een fundamentele spanning in het waarderingsproces in het recht zichtbaar: tussen de wens om deskundigen in te zetten als (onafhankelijke) brug tussen partijen, en de realiteit dat zij vaak eerder lijken te functioneren als verlengstuk van eenzijdige belangen.

Onderstaande antwoorden op stellingen bevestigen deels dit beeld en geven ook (deels) verklaringen voor fricties in de praktijk.

Tabel 6: Stellingen

Stelling	*Helemaal oneens*	*Oneens*	*Eens*	*Helemaal eens*	*Weet ik niet/ geen mening*
Een onafhankelijke, onpartijdige waarderingsdeskundige is de beste manier om een geschil rondom de waardering te voorkomen.	3% (*n* = 4)	12% (*n* = 14)	45% (*n* =55)	37% (*n* = 45)	2% (*n* = 3)
Het ontwikkelen van niet-dwingende richtlijnen ('best practices') voor waarderingen in rechte heeft geen toegevoegde waarde voor de praktijk.	21% (*n* = 25)	42% (*n* = 51)	18% (n=22)	9% (*n* = 11)	10% (*n* = 12)
Juristen spreken een andere "taal" dan waarderingsdeskundigen waardoor verschillen van inzicht over waarderingen als vanzelf ontstaan c.q. toenemen.	2% (*n* = 3)	16% (*n* = 19)	48% (n=58)	26% (*n* = 32)	7% (*n* = 9)
Rechters hebben in Nederland in het algemeen voldoende kennis van waarderen om een waardering te kunnen beoordelen.	19% (*n* = 23)	38% (*n* = 46)	21% (*n* =25)	5% (*n* = 6)	17% (*n* = 21)
Waarderingsdeskundigen laten zich in geschilsituaties vaak te veel leiden door het (economische) belang van hun cliënt.	2% (*n* = 3)	53% (*n* = 64)	26% (n =32)	6% (*n* = 7)	12% (*n* = 15)
Waarderingsgeschillen ontstaan vaak door gebrek aan onderbouwing van de aannames door de waarderingsdeskundige.	1% (*n* = 1)	32% (*n* = 39)	50% (*n* =60)	14% (*n* = 17)	3% (*n* = 4)
Waarderingsgeschillen ontstaan vaak door te weinig transparantie over informatie die wel/niet is meegenomen door de waarderingsdeskundige.	0% (*n* = 0)	36% (*n* = 44)	51% (n=62)	8% (*n* = 10)	4% (*n* = 5)

* De percentages tellen niet precies op tot 100%, omdat ze zijn afgerond. De *n* voor de stellingen is 121.

Van de respondenten gaf 82% aan het eens te zijn met de stelling dat een onafhankelijke, onpartijdige waarderingsdeskundige de beste manier is om een geschil rondom een waardering te voorkomen. Ook bevestigde 32% van de respondenten dat waarderingsdeskundigen zich in een geschil vaak te veel laten leiden door het (economische) belang van hun cliënt. Ook werd nogmaals bevestigd (64%) dat conflicten vaak ontstaan door gebrek aan onderbouwing en weinig transparantie met betrekking tot de vraag welke informatie wel/niet is meegenomen door de waarderingsdeskundige (59%).

4.1.2 *Een 'andere taal' spreken*

Verder wordt door 74% van de respondenten bevestigd dat juristen een andere "taal" spreken dan waarderingsdeskundigen en dat verschil van inzicht over waarderingen als gevolg daarvan ontstaat c.q. toeneemt. 63% geeft daarnaast aan dat het ontwikkelen van niet-dwingende richtlijnen voor waarderingen in rechte toegevoegde waarde heeft voor de praktijk, 27% vindt van niet.

Opvallend is dat 57% bevestigde het niet eens te zijn met de stelling dat rechters in Nederland in het algemeen voldoende kennis hebben van waarderen om een waardering te kunnen beoordelen, 26% vond van wel.

5 Rol van de onpartijdige waarderingsdeskundige

5.1 Stellingen

Aan respondenten die desgevraagd hebben aangegeven wel eens als onpartijdig waarderingsdeskundige te zijn benoemd (n=46) is een open vraag gesteld om knelpunten c.q. uitdagingen te benoemen in een dergelijke rol.

5.1.1 *Wantrouwen en emoties*

Uit de thematische analyse van de antwoorden komt naar voren dat de acceptatie van waarderingsuitkomsten door partijen om uiteenlopende redenen onder druk kan komen te staan. Het meest genoemde knelpunt ziet op "*emotionele factoren*" en "*wantrouwen*". Verschillende deskundigen signaleren dat langdurige conflicten, emoties, en een diepgeworteld wantrouwen tegenover de andere partij, het rechtssysteem of de deskundige zelf, acceptatie bemoeilijken. Partijen bevinden zich soms in een staat van "*tunnelvisie*", waardoor afwijkende uitkomsten moeilijk te accepteren zijn. Daarnaast is "*informatie-asymmetrie*" een regelmatig genoemd knelpunt en "*terughoudendheid* [van partijen] *in de informatieverstrekking*". Een veelvuldig genoemd en gerelateerd ander obstakel is het verschil in toegang tot en openheid over "*relevante informatie*" tussen partijen. Dit belemmert een transparante en gebalanceerde waardering. Ook wordt door enkele respondenten aangegeven dat de formulering van de opdracht door de rechtbank soms te vaag of onvolledig is, wat leidt tot interpretatieverschillen en discussie over de reikwijdte van het onderzoek.

5.1.2 *Handelen vanuit partijbelang*

Verder wordt in diverse reacties benoemd dat sommige advocaten en/of partijdeskundigen proberen invloed uit te oefenen op het waarderingsproces, bijvoorbeeld door inhoudelijke kritiek te leveren op oneigenlijke

gronden, of strategisch te opereren in de richting van hun cliëntbelang. Daarnaast worden ook andere knelpunten genoemd, zoals het "*gebrek aan kennis*" of "*realiteitszin*" bij partijen ten aanzien van de waardering van technische uitgangspunten, strategisch procesgedrag wanneer partijen nadeel ondervinden van de uitkomst, en de uitdaging om hoor- en wederhoor gedurende het proces op transparante wijze te blijven borgen.

5.1.3 Mitigeren van knelpunten en best practices/richtlijnen

Aan alle respondenten is gevraagd welke mogelijkheden zij zien om knelpunten te mitigeren rondom waarderingen die zijn opgesteld door onpartijdige deskundigen. In totaal zijn hierop 84 inhoudelijke antwoorden ontvangen. Deze antwoorden zijn gecategoriseerd in thema's op basis van inhoudelijke overlap. Daarbij is ook gekeken naar eventuele dubbele of sterk vergelijkbare suggesties. Uit deze analyse komen hoofdthema's naar voren die door een meerderheid van de respondenten als belangrijk worden beschouwd. Allereerst, een groot deel van de respondenten pleit voor het opstellen van duidelijke, bij voorkeur niet-bindende richtlijnen of best practices om het waarderingsproces meer houvast te geven. Deze richtlijnen zouden betrekking kunnen hebben op verschillende aspecten van het werk van een onpartijdige deskundige, waaronder de opbouw en structuur van het rapport, de informatie die minimaal verstrekt dient te worden, procesmatige stappen die gevolgd moeten worden, en het gebruik van bepaalde waarderingsmethoden of het onderbouwen van gemaakte keuzes. Het "*comply or explain*"-principe wordt hierbij regelmatig genoemd: deskundigen zouden de ruimte moeten krijgen om gemotiveerd af te wijken van richtlijnen, mits dit goed wordt toegelicht. Dit biedt enerzijds een vorm van standaardisering, maar laat tegelijkertijd ruimte voor maatwerk in complexe of uitzonderlijke situaties.

5.1.4 Duidelijke procesafspraken

Daarnaast wordt veel belang gehecht aan duidelijke procesafspraken en zorgvuldige communicatie tussen de deskundige en de betrokken partijen. Respondenten benadrukken dat het creëren van draagvlak begint bij transparantie in het proces. Zij geven aan dat het zou helpen om bijvoorbeeld een intakegesprek met beide partijen voorafgaand aan het onderzoek te houden, te werken met concept-rapportages of tussenproducten om partijen tussentijds te betrekken, en het expliciet benoemen van uitgangspunten en beperkingen in het rapport. Dergelijke procesmatige waarborgen dragen volgens respondenten bij aan de acceptatie van het deskundigenrapport en verminderen het risico op escalatie of verzet tegen de uitkomst.

5.1.5 *Informatie-asymmetrie*

Een veel genoemd ander knelpunt in waarderingskwesties betreft de ongelijke toegang tot informatie door partijen. Deze informatie-asymmetrie kan de onafhankelijkheid en effectiviteit van de onpartijdige deskundige onder druk zetten. Respondenten noemen verschillende manieren om hiermee om te gaan, waaronder het waarborgen dat beide partijen gelijke toegang hebben tot relevante informatie, het expliciet vermelden van alle bronnen en stukken waarop het oordeel is gebaseerd, en het helder toelichten van de gekozen uitgangspunten, bijvoorbeeld waarom bepaalde data of veronderstellingen zijn gehanteerd. Door transparanter te zijn over de informatiebasis van het rapport, ontstaat meer inzicht in het waarderingsproces en worden mogelijke misverstanden of discussies over de objectiviteit eerder voorkomen, aldus respondenten.

5.1.6 *Opdrachtformulering vanuit de rechtbank*

Tot slot uiten meerdere respondenten zorgen over de kwaliteit, duidelijkheid en consistentie van de opdrachten die zij ontvangen vanuit de rechtbank. Zij signaleren dat onduidelijke of te algemene opdrachtformuleringen kunnen leiden tot interpretatieverschillen of onrealistische verwachtingen. Als oplossingsrichtingen worden onder meer genoemd het eerder betrekken van de deskundige bij het formuleren van de opdracht (bijvoorbeeld via een intake of technische zitting), het bevorderen van specialisatie van rechters op het gebied van waarderingsvraagstukken, en het hanteren van meer uniforme benoemingsprocedures en standaardvragenlijsten. Samenvattend, deze maatregelen zouden kunnen bijdragen aan een betere afbakening van de opdracht, een realistischer verwachtingspatroon bij partijen, en een efficiënter verloop van het waarderingsproces.

6 Belangrijkste knelpunten in de praktijk

6.1 Stellingen

Aan het eind van de survey is aan respondenten specifiek gevraagd welke knelpunten met betrekking tot waarderen in het recht zij het meest tegenkomen c.q. relevant achten.

6.1.1 *Informatie-asymmetrie*

Het meest genoemde en als meest relevante ervaren knelpunt betrof “informatie-asymmetrie” tussen partijen. In een groot aantal gevallen, zo werd toegelicht, beschikt een van de partijen (meestal de partij die operationeel betrokken is bij de onderneming) over aanzienlijk meer of betere informatie dan de andere partij. Deze asymmetrie tast de basis voor een

evenwichtige en objectieve waardering aan. Deskundigen worden hierdoor in een afhankelijke positie geplaatst, waarin zij moeten oordelen op basis van onvolledige of mogelijk gekleurde gegevens.

6.1.2 Handelen vanuit partijbelang

Een tweede vaak genoemd knelpunt betreft de pogingen van partijen en hun adviseurs om het waarderingsproces te beïnvloeden. Respondenten signaleren druk op deskundigen om uitkomsten te sturen, vertragingstactieken, en ook pogingen tot directe beïnvloeding van de uitkomst. Dit leidt tot een verslechtering van het vertrouwen in het proces en ondermijnt de onafhankelijkheid van de deskundige, zo concludeerden diverse respondenten.

6.1.3 Betrouwbaarheid en onafhankelijkheid prognoses

Een derde veel genoemd knelpunt betreft de betrouwbaarheid en onafhankelijkheid van prognoses. Prognoses worden vaak opgesteld met een bepaald partijbelang, waardoor het risico bestaat dat deze niet objectief of realistisch zijn. Waarderingsdeskundigen worden daardoor gedwongen om zelfstandig aannames te herijken, zonder dat hierover altijd consensus is met partijen. Dit leidt niet alleen tot discussies over uitgangspunten (zoals groeipercentages, disconteringsvoet of restwaarde) maar het versterkt ook het wantrouwen tussen partijen, en richting de waarderingsdeskundige.

6.1.4 Gebrek aan transparantie en kennis

Verder komt in de antwoorden naar voren dat regelmatig sprake is van gebrek aan kennis en transparantie bij verschillende actoren in het proces. Zowel de waarderingsmethodiek als de juridische context waarin de waardering plaatsvindt, worden niet altijd goed begrepen door partijen en/of hun advocaten. Dit leidt vervolgens tot onrealistische verwachtingen, misverstanden over de rol van de waarderingsdeskundige, en soms tot conflicten over ogenschijnlijk technische keuzes.

6.1.5 Versterkende knelpunten

Naast bovengenoemde factoren worden in de praktijk ook andere knelpunten benoemd, zoals een onduidelijke opdrachtformulering (waardoor de deskundige onvoldoende houvast heeft), discussies over de gehanteerde vermogenskostenvoet, en procesmatige knelpunten. Al deze knelpunten staan niet op zichzelf, maar versterken elkaar regelmatig, zo valt uit de antwoorden op te maken. In veel gevallen leidt bijvoorbeeld informatieasymmetrie tot een onbetrouwbare prognose, die op zijn beurt wantrouwen en beïnvloedingspogingen oproept.

7 Belangrijke thema's ten behoeve van een set van richtlijnen voor de praktijk

Als laatste is aan respondenten gevraagd wat belangrijke thema's zijn om mee te nemen in een eventuele set van richtlijnen ("best practices") voor waarderen in het recht.

7.1.1 Houvast binnen het waarderingsproces

Allereerst, in het algemeen komt naar voren dat onder respondenten een duidelijke behoefte bestaat aan meer houvast binnen het waarderingsproces in het recht. Een veelgenoemde wens is de ontwikkeling van een richtlijn die het gehele proces structureert: van de start van de waardering tot aan de uiteindelijke beoordeling en rapportage. Deze richtlijn zou idealiter per stap van het proces helder maken wat van verschillende betrokken partijen wordt verwacht. Respondenten geven verder aan dat een dergelijke richtlijn kan bijdragen aan een transparanter, consistenter en (meer) reproduceerbaar proces. Een concreet voorstel dat vaak werd genoemd is het ontwikkelen van een checklist of stappenplan per procesonderdeel, waarin expliciet staat wat per fase moet worden gedaan en door wie.

7.1.2 Voorkomen verlies van beoordelingsvrijheid

Tegelijkertijd wordt ook een kritische noot gekraakt. Een aantal respondenten benadrukt hierbij dat het opstellen van vaste checklists en richtlijnen risico's met zich meebrengt, met name het verlies van beoordelingsvrijheid. Elke waarderingssituatie kent immers zijn eigen context, belangen en bijzonderheden, zo wordt gesteld. Een te starre aanpak zou volgens hen onvoldoende recht doen aan die variatie en daarmee juist het professionele beoordelingsvermogen van de waarderingsdeskundige ondermijnen.

Desondanks lijkt sprake van een breed draagvlak voor het bieden van een vorm van structuur of handvatten. Het merendeel van de respondenten geeft aan dat enige mate van standaardisering niet alleen helpt bij het uitvoeren van het werk, maar ook bij de verantwoording ervan. Wanneer een waarderingsprofessional bijvoorbeeld een proces doorloopt op basis van gedeelde richtlijnen, kan dat richting andere partijen of de rechtbank aantonen c.q. het signaal geven dat zorgvuldig en transparant te werk is gegaan. De richtlijn fungeert in dat geval als een referentiekader.

7.1.3 Cruciale richtlijnen

Binnen het idee van beoogde richtlijnen worden vooral twee onderdelen van het waarderingsproces als cruciaal gezien om nader uit te werken.

(1) Hoor en wederhoor. Veel respondenten noemen dit als een essentieel maar vaak lastig onderdeel van het proces. Er is behoefte aan concrete handvatten over hoe hoor en wederhoor zorgvuldig ingericht kan worden. Dit betreft onder andere vragen zoals:

- Hoe waarborg je transparantie in de communicatie?
- Hoe ga je om met reacties van partijen op de waardering?
- Wat doe je met het inbrengen van alternatieve scenario's of nieuwe stukken tijdens het proces?
- Hoe leg je goed vast welke input van welke partij komt en hoe deze is meegewogen?

Samengevat, een gestructureerde aanpak van hoor en wederhoor wordt belangrijk geacht om de objectiviteit van de waardering te kunnen onderbouwen.

(2) Inhoudelijke richtlijnen voor de waardering zelf. Veel respondenten geven aan behoefte te hebben aan inhoudelijke standaarden of "best practices" voor de waardering zelf. Daarbij worden vooral de volgende onderwerpen genoemd:

- Toepassing en onderbouwing van de Discounted Cash Flow (DCF)-methode.
- Bepaling van de Weighted Average Cost of Capital (WACC).
- Omgang met prognoses, inclusief beoordeling van aannames en betrouwbaarheid.
- Bepaling van de restwaarde en de gehanteerde groeiveronderstellingen.

Diverse respondenten geven aan dat er veel verschillen zijn in hoe waarderingsprofessionals hiermee omgaan, wat de voorspelbaarheid en transparantie van waarderingen bemoeilijkt. Richtlijnen op deze onderdelen kunnen zorgen voor meer uniformiteit en vertrouwen in het proces, mits ze ruimte blijven bieden voor onderbouwde afwijkingen waar nodig.

Samengevat blijkt uit de survey dat een duidelijke behoefte bestaat aan meer structuur en consistentie in het waarderingsproces in het recht, met tegelijkertijd voldoende ruimte voor professionele oordeelsvorming. Een richtlijn of handreiking waarin zowel het proces als de inhoudelijke keuzes op transparante wijze worden toegelicht, wordt dan ook breed als waardevol beschouwd.

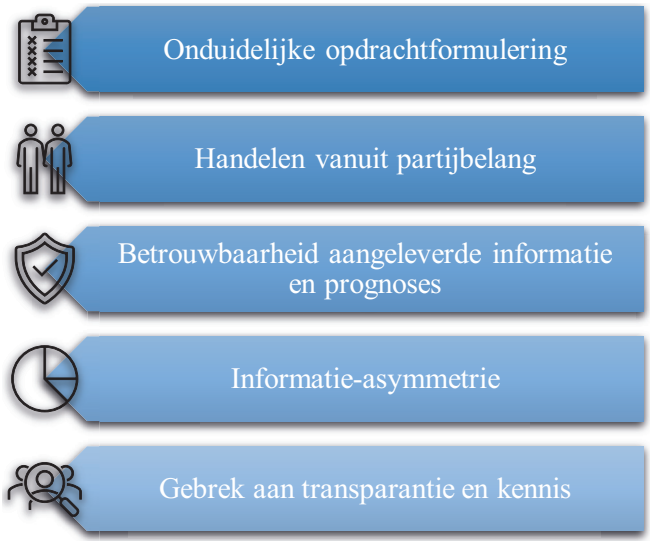
7.2 Samenvatting bevindingen survey

Uit de analyse van de survey komt naar voren dat informatie-asymmetrie, partijbelang, betrouwbaarheid van de prognoses, gebrek aan kennis en transparantie, en onduidelijke opdrachtformulering belangrijke knelpunten vormen. Betrokken partijen verlangen bij een waarderingsproces in principe volledige transparantie en inzichtelijkheid, ook als dit niet altijd mogelijk

is. Gebrek aan transparantie en inzichtelijkheid leidt tot informatie-asymmetrie, wat vertrouwen in het waarderingsproces vervolgens niet ten goede komt. Een ander belangrijk knelpunt betreft die van het partijbelang. Waarderingsdeskundigen werken veelal in opdracht van één partij, wat er als vanzelf toe leidt dat andere betrokken partijen de waardering bij voorbaat als onvoldoende objectief en onafhankelijk beschouwen, en waarbij de (percipieerde) betrouwbaarheid van prognoses en gebruikte informatie ook twistpunten kunnen opleveren. Als partijen van mening zijn dat een waarderingsdeskundige te veel handelt in het belang van één partij, dan zullen de prognoses in het waarderingsrapport sneller in twijfel worden getrokken door de wederpartij(en).

Ten slotte kwam ook onduidelijkheid in de opdrachtformulering, met name bij rechtbankbenoemingen, naar voren als knelpunt. Respondenten gaven aan dat partijen vaak onvoldoende weten waar ze aan toe zijn en wat ze moeten verwachten tijdens een waarderingsproces. Dit leidt tot wantrouwen, onzekerheid en resulteert uiteindelijk in het ontstaan of vergroten van een waarderingsgeschil. Te formuleren best practices c.q. richtlijnen zouden in die zin moeten bijdragen aan het wegnemen van zoveel mogelijk van de benoemde knelpunten.

Zie figuur 9 voor een samenvatting van belangrijke bevindingen ten aanzien van knelpunten in de praktijk.



Figuur 9

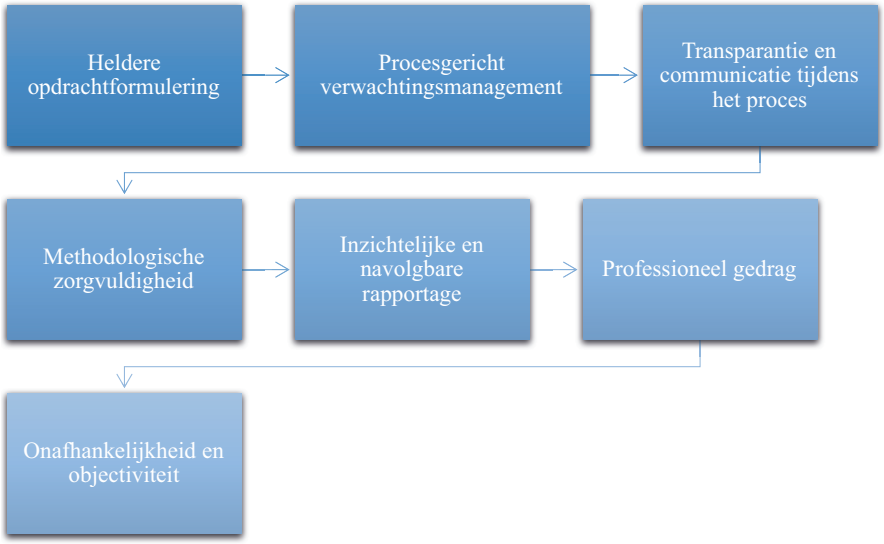
5 Aanzet Best Practices voor Waarderingen in het Recht

1 Introductie

In dit afsluitende hoofdstuk wordt een aanzet tot best practices voor waarderingen in het recht geïntroduceerd op basis van de inzichten uit het hiervoor gerapporteerde empirische onderzoek. Onderzoekers hebben ervoor gekozen om algemene uitgangspunten te formuleren die enerzijds bruikbaar zijn voor partijdeskundigen in een juridisch vraagstuk en anderzijds voor door de rechter aangestelde onafhankelijke, onpartijdige waarderingsdeskundigen.

2 Aanzet best practices waarderingen in het recht

Onderstaand wordt de aanzet gepresenteerd aan de hand van een aantal thema's, zoals in onderstaand schema (Figuur 10) weergegeven. Bepaalde best practices hebben enige overlap. Onderzoekers hebben er bewust voor gekozen dit als zodanig te doen omwille van helderheid en vanwege het belang van een dergelijke best practice. De best practices zijn zoveel mogelijk activerend geformuleerd (in "to do" vorm).



Figuur 10

A. Heldere opdrachtformulering

- Leg de reikwijdte van de opdracht expliciet vast: bepaal of het gaat om een waarderingscalculatie, een indicatieve benadering of een waarderingsopinie.
- Definieer duidelijke waardebegrippen en peildatum (fair value, economische waarde, marktwaarde, etc.) en leg vast welke context en doelstelling gelden.
- Bespreek en documenteer de te hanteren methode(n) en de rationale voor de keuze daarvan.
- Zorg voor een gezamenlijk begrip bij partijen van het proces, de rol van de deskundige en de verwachte uitkomsten.
- Bevestig alle afspraken schriftelijk en verifieer dat partijen deze begrijpen en onderschrijven.

B. Procesgericht verwachtingsmanagement

- Start elk waarderingsproces met een gesprek waarin het doel, de aanpak en het communicatietraject worden besproken.
- Maak vooraf afspraken over concept- en eindrapportage, reacties en termijnen.
- Leg uit wat de beperkingen en interpretatiegrenzen van de waardering zijn.
- Gebruik een vast sjabloon voor opdrachtbevestiging en rapportage ter bevordering van consistentie en transparantie.

C. Transparantie en communicatie tijdens het proces

- Informeer betrokken partijen tussentijds over de voortgang, aanpak en eventuele wijzigingen in uitgangspunten.
- Documenteer beslissingen en aannames systematisch, zodat herleidbaarheid en controleerbaarheid worden gewaarborgd.
- Leg vast welke informatie is gebruikt, van wie deze afkomstig is en hoe betrouwbaarheid is beoordeeld.
- Pas hoor en wederhoor toe: geef partijen gelegenheid om informatie aan te leveren en te reageren op aangeleverde informatie, deelanalyses en (concept)rapporten.
- Beperk informatie-asymmetrie door zoveel mogelijk te werken met gedeelde informatiepakketten en een voor alle partijen toegankelijke (virtuele) dataroom.

D. Methodologische zorgvuldigheid

- Licht de keuze van de waarderingsmethode toe, inclusief de geschiktheid voor het te waarderen object.
- Onderbouw prognoses en aannames expliciet en benoem de value drivers, met verwijzing naar historische value drivers en resultaten, marktdata en realistische verwachtingen.

- Voer een gevoeligheidsanalyse uit en rapporteer hierover, zodat duidelijk wordt hoe variaties in aannames de uitkomst beïnvloeden.
- Geef transparantie over de berekening van de disconteringsvoet (bijvoorbeeld WACC of Cost of Equity), inclusief risicopremies en onderliggende aannames en datasets.
- Beschrijf en motiveer de uitgangspunten en berekening van de restwaarde en toets deze op redelijkheid.

E. Inzichtelijke en navolgbare rapportage

- Zorg voor een toegankelijke omgeving (zoals een dataroom), waar alle partijen toegang hebben tot de gebruikte informatie voor het waarderingsrapport.
- Licht de waarderingsberekeningen en onderbouwingen ervan tekstueel voldoende toe in heldere en (voor niet-waarderingsdeskundigen) begrijpelijke taal.
- Verwijs in het rapport naar de vooraf vastgestelde en of overeengekomen definities, begrippen en methoden.
- Bied te allen tijde voor de betrokken partijen zo veel mogelijk inzicht in de geraadpleegde stukken.

F. Professioneel gedrag

- Zorg voor duidelijkheid en overeenstemming over de betekenis van de vooraf afgesproken definities, begrippen en methoden.
- Zorg voor begrijpelijk taalgebruik voor niet-deskundige partijen die zijn betrokken bij het waarderingsproces.
- Communiceer volledig transparant naar partijen zodat geen informatieasymmetrie ontstaat tijdens het waarderingsproces.

G. Onafhankelijkheid en objectiviteit

- Neem de belangen van betrokken partijen mee in het waarderingsproces, ook wanneer in opdracht van een partij wordt gewerkt.
- Laat het partijbelang van een cliënt niet prevaleren boven onafhankelijke oordeelsvorming, ook als hierop wordt aangedrongen.
- Besef dat onbewuste denkfouten (*biases*) kunnen optreden in het waarderingsproces en dat waarderingen in de kern een mate van subjectiviteit bevatten. Beschrijf in het waarderingsrapport hoe risico's met betrekking tot (gebrek aan) onafhankelijkheid en objectiviteit zijn gemitigeerd.
- Pas een intern proces van kwaliteitscontrole toe en rapporteer hierover in het waarderingsrapport.

3 Afsluitende opmerking

Onderzoekers hebben in dit hoofdstuk een aanzet gegeven voor best practices voor waarderingen in het recht, op basis van de inzichten uit het empirische onderzoek. Vanzelfsprekend is het aan de beroepsgroep zelf (i.e. het NiRV) om uiteindelijk te beslissen tot een definitieve lijst best practices c.q. een richtlijnenprotocol te komen, en op welke wijze. Wij vertrouwen er in elk geval op dat de inzichten uit het onderzoek een waardevolle bijdrage leveren aan de gedachtevorming hieromtrent.

Annex

Lijst deelnemers interviewonderzoek

Onderstaand is een lijst te vinden met deelnemers aan het interviewonderzoek. De hieronder genoemde deelnemers hebben nadrukkelijk toestemming gegeven om in deze lijst met naam en toenaam genoemd te worden. Afgesproken is verder dat specifieke uitspraken van deelnemers nergens in het onderzoeksverslag direct tot hen herleidbaar zijn.

Interviews advocaten (in willekeurige volgorde)
- Sebastiaan van den Berg (RESOR)
- Richard de Haan (A&O Shearman)
- Marc Molhuysen (DLA Piper)
- Jan Willem de Groot (Houthoff)
- Robert Woudenberg (NautaDutilh)
- Noor Zetteler (Wijn & Stael)
- Yvette Borrius (Florent)
- Vincent Vroom (Loyens & Loeff)
- Philippe Hezer (Loyens & Loeff, thans Linklaters)
- Marcel Evers (Evers Soerjatin)

Interviews waarderingsdeskundigen (in willekeurige volgorde)
- Wim Holterman (Value Insights en hoogleraar Business Valuation, Rijksuniversiteit Groningen)
- Bert Schaareman (Aeternus)
- Guido Rooijackers (Sman)
- Frank Mulders (KPMG)
- Menno Booij (Alvarez & Marsal)
- Hans Haanappel (Vantage Valuation)

Interviews rechterlijke macht
- Aernout Vink (raadsheer Ondernemingskamer)
- Mincke Melissen (raadsheer Ondernemingskamer)
- Matthijs de Jongh (co-voorzitter Ondernemingskamer en hoogleraar Ondernemingsrecht, Erasmus Universiteit)
- Floor Wijffels (secretaris Ondernemingskamer)