

University of Groningen

De reorganisatiewaarde onder de WHOA

van den Berg, S.W.; Holterman, W.G.M.; Haanappel, H.T.

Published in:
 Tijdschrift voor Insolventierecht

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version
 Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:
 2019

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):

van den Berg, S. W., Holterman, W. G. M., & Haanappel, H. T. (2019). De reorganisatiewaarde onder de WHOA. *Tijdschrift voor Insolventierecht*, 25(2), 81-90. [Tvl 2019/10].

Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

De reorganisatiewaarde onder de WHOA

TvI 2019/10

Waardering vormt een cruciaal onderdeel onder de beoogde WHOA. Zowel de begrippen “liquidatiewaarde” als “reorganisatiewaarde” kunnen van belang zijn. Bij een *cross-class cram down* is het nodig de “reorganisatiewaarde” vast te stellen, een begrip afgeleid van het in de Amerikaanse literatuur en rechtspraak bekende begrip *total distributable value* of *reorganization value*. In Nederland is het begrip nieuw en behoeft het toelichting. Het wijkt namelijk af van de in de M&A-praktijk gehanteerde *enterprise value* (ondernemingswaarde). De reorganisatiewaarde is de waarde die bij totstandkoming van het akkoord voor verdeling beschikbaar is onder alle ten tijde van de homologatie bestaande aandeelhouders en (naar analogie) toegelaten vermogensverschaffers. In dit artikel lichten wij de reorganisatiewaarde conceptueel en aan de hand van een praktijkvoorbeeld toe.

1. Inleiding

Om het dak te repareren zolang de zon nog schijnt, wordt door het Ministerie van Justitie en Veiligheid hard gewerkt aan het programma herijking faillissementsrecht.² Ten aanzien van het voorontwerp voor het wetsvoorstel voor de Wet homologatie onderhands akkoord (“WHA”) heeft eind 2017 een internetconsultatie plaatsgevonden.³ Het wetsvoorstel is inmiddels voorgelegd aan de Ministerraad en in oktober 2018 aan de Afdeling advisering van de Raad van State doorgeleid.⁴

De WHOA beoogt een regeling voor een dwangakkoord buiten faillissement te introduceren, een zogenoemd “pre-insolventieakkoord”. Hierdoor kan de herstructurering van problematische schulden vroegtijdig plaatsvinden op basis van een akkoord tussen de onderneming en enkele of alle vermogensverschaffers. Voor de stemming worden vermogensverschaffers met gelijke rechten in een klasse ingedeeld. Per klasse vermogensverschaffers, waarvan de rechten worden gewijzigd, wordt vervolgens

gestemd. Als het akkoord door twee derde meerderheid van de betreffende klasse wordt gesteund, kunnen ook tegen het akkoord stemmende vermogensverschaffers tot medewerking worden gedwongen. Daarnaast kan een pre-insolventieakkoord zelfs in het geval dat de binnen een klasse vereiste twee derde meerderheid niet wordt gehaald door de rechter worden gehomologeerd. De rechter zal dan onder andere moeten vaststellen dat de vermogensverschaffers in de niet-instemmende klasse (conform hun juridische rang) aanspraak maken op de met een pre-insolventieakkoord te realiseren waarde: de zogenoemde “reorganisatiewaarde”.

Wij doen in dit artikel een aanzet voor een conceptuele uiteenzetting van de reorganisatiewaarde. Dit is nodig omdat de reorganisatiewaarde een nieuw begrip is en bijvoorbeeld afwijkt van het in de M&A-praktijk bekende begrip ondernemingswaarde (de “*enterprise value*”). Wij gaan eerst in op de voor dit artikel relevante onderdelen uit de WHOA (paragraaf 2), waarna wij in paragraaf 3 het begrip de reorganisatiewaarde toelichten. Daarna volgt een cijfermatig voorbeeld van de ondernemingswaarde (paragraaf 4) en de reorganisatiewaarde (paragraaf 5). In paragraaf 6 ronden wij af met onze conclusies.

2. De WHOA en de rol van een waarderingsrapport

Het hoofddoel van een pre-insolventieakkoord is om de vermogensstructuur van een onderneming weer gezond te maken, zodat een financiële deconfiture wordt voorkomen.⁵ Een pre-insolventieakkoord kan aan de schuldeisers en de aandeelhouders van de vennootschap, of een aantal van hen, worden aangeboden. Vervolgens vindt over het aangeboden pre-insolventieakkoord een stemming plaats. Slechts de vermogensverschaffers van wie de rechten op grond van het pre-insolventieakkoord worden gewijzigd hebben stemrecht. Voor de stemming worden de schuldeisers en aandeelhouders die verschillende rechten hebben in verschillende klassen ingedeeld. Voor het aannemen van een pre-insolventieakkoord door een klasse is vereist dat ten minste twee derde van het totale bedrag aan vorderingen (in geval van een klasse schuldeisers) of het aantal uitgebrachte stemmen (in geval van een klasse aandeelhouders) voor het akkoord heeft gestemd.

Afgezien van het feit dat diverse procedurele waarborgen van toepassing zijn,⁶ kan een pre-insolventieakkoord waarbij alle klassen hebben ingestemd in beginsel snel worden gehomologeerd. In deze situatie kunnen individuele ver-

1 Gelieve dit artikel aan te halen als: S.W. van den Berg, W.G.M. Holterman en H.T. Haanappel, ‘De reorganisatiewaarde onder de WHOA’, *TvI* 2019/10. S.W. van den Berg is advocaat bij RESOR N.V. en op 31 januari 2019 aan de Radboud Universiteit gepromoveerd op het onderwerp “Warderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht”. W.G.M. Holterman is hoogleraar *Business Valuation* aan de Rijksuniversiteit Groningen en net als H.T. Haanappel partner bij Value Insights te Amsterdam.

2 Voortgangsbrief Minister voor Rechtsbescherming t.a.v. het programma herijking faillissementsrecht d.d. 11 september 2018.

3 Voluit: wet tot wijziging van de Faillissementswet in verband met de invoering van de mogelijkheid tot homologatie van een onderhands akkoord.

4 Zie: www.raadvanstate.nl/adviezen/actuele-adviezen/aanhangige-adviezen.html en <https://wetgevingskalender.overheid.nl/Regeling/WGK005179>. Omdat het bij de Raad van State ingediende wetsvoorstel niet openbaar wordt gemaakt, is dit artikel gebaseerd op het voorontwerp en de concept memorie van toelichting. Zie: www.internetconsultatie.nl/wethomologatie.

5 P. 1, concept MvT.

6 Wij verwijzen kortheidshalve naar art. 381 lid 3 WHOA.

mogensverschaffers, die zich dus bevinden in een voor het pre-insolventieakkoord stemmende klasse, desalniettemin aan de rechtbank verzoeken de homologatie van het pre-insolventieakkoord te weigeren omdat zij op grond van het pre-insolventieakkoord rechten zouden krijgen die een aanmerkelijk lagere waarde hebben dan de betaling die zij naar verwachting ontvangen bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement.⁷ De verwachte opbrengst bij vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement noemen wij de “liquidatiewaarde”.⁸ In dat geval maakt de curator het vermogen liquide. Dit proces kan bestaan uit een verkoop van het actief op een *going concern* basis of een *piecemeal* basis. De verkoop op *piecemeal* basis zal veelal resulteren in een lagere opbrengst dan bij de verkoop op *going concern* basis. Als blijkt dat de uitkering op grond van het pre-insolventieakkoord aanmerkelijk lager is dan de verwachte betaling op grond van de liquidatiewaarde, kan de rechtbank de homologatie dus weigeren. Als geen vermogensverschaffer zich verzet, of als de toe te kennen rechten onder het pre-insolventieakkoord geen aanmerkelijk lagere waarde hebben dan de verwachte uitkering in faillissement, kan het pre-insolventieakkoord worden gehomologeerd.

Bij een tegenstemmende klasse vermogensverschaffers ligt dit anders.⁹ Binnen die klasse bestaat dan geen of onvoldoende draagvlak voor het pre-insolventieakkoord. In die situatie gelden aanvullende hieronder samengevatte homologatievoorwaarden. De homologatie van een pre-insolventieakkoord dat niet aan één of meer van die voorwaarden voldoet kan op verzoek van één of meer schuldeisers of aandeelhouders die zelf tegen het akkoord hebben gestemd en zijn ingedeeld in een klasse die niet met het akkoord heeft ingestemd, worden geweigerd. De homologatievoorwaarden houden in dat de rechtbank de homologatie van het akkoord zal moeten weigeren indien het pre-insolventieakkoord een plan omvat dat ertoe leidt dat de beschikbare waarde niet eerlijk onder de klassen van schuldeisers en aandeelhouders wordt verdeeld.¹⁰ De ‘beschikbare waarde’ die als gevolg van een pre-insolventieakkoord beschikbaar komt voor alle ten tijde van de homologatie bestaande aandeelhouders en schuldeisers, noemen wij de “reorganisatiewaarde”. In de Amerikaanse literatuur en rechtspraak over Chapter 11 wordt dit de *total distributable value* of de

organization value genoemd: ‘the value of the reorganized debtor’.¹¹

De aanvullende homologatievoorwaarden die zien op de verdeling van de reorganisatiewaarde vatten wij als volgt samen:

- (a) Er is of zijn lager gerangschikte klassen vermogensverschaffers die op basis van het pre-insolventieakkoord een uitkering ontvangen (hetzij in de vorm van een vermogenstitel, hetzij via een uitdeling in contanten) terwijl de leden van de hoger gerangschikte tegenstemmende klasse minder dan 100% van het (verifieerbare)¹² bedrag van hun vordering ontvangen (eveneens hetzij in de vorm van een vermogenstitel, hetzij via een uitdeling in contanten).¹³
- (b) Er is of zijn hoger gerangschikte klassen vermogensverschaffers die op basis van het pre-insolventieakkoord meer dan 100% ontvangen.¹⁴
- (c) Een tegenstemmende klasse vermogensverschaffers krijgt – zonder redelijke grond – rechten met een lagere waarde dan een andere klasse van gelijk gerangschikte vermogensverschaffers.¹⁵
- (d) Er is of zijn andere klassen vermogensverschaffers met een gelijke of lagere rang die – zonder redelijke grond – buiten het akkoord worden gelaten (en dus 100% voldaan worden).¹⁶

Om te kunnen toetsen of vermogensverschaffers eerlijk (lees: conform juridische rang) delen in de reorganisatiewaarde moet deze reorganisatiewaarde eerst worden vastgesteld. Een eenvoudig voorbeeld illustreert de noodzaak hiervan. Stel dat een vennootschap voor 100 miljoen met vreemd vermogen is gefinancierd: 50 door senior schuldeisers en 50 door junior schuldeisers. Het voorgestelde pre-insolventieakkoord houdt een *debt for equity swap* in: de schuld wordt omgezet in aandelen.¹⁷ Op grond van het pre-insolventieakkoord worden de klassen van senior en junior schuldeisers

7 Art. 381 lid 3 onder d WHOA.

8 Vgl. S.W. van den Berg, *Waardingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht (Onderneming en recht nr. 107) (diss. Nijmegen)*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, paragraaf 3.3.1.2.

9 De term “tegenstemmende klasse” is niet helemaal accuraat. Wij bedoelen ermee aan te geven dat de vereiste meerderheid binnen de klasse niet is behaald om het akkoord als door die klasse aangenomen te beschouwen. Dit betekent echter niet noodzakelijkerwijs dat de klasse of een meerderheid binnen de klasse daadwerkelijk tegen heeft gestemd. Het is best mogelijk dat een meerderheid vóór heeft gestemd, zij het niet met de vereiste gekwalificeerde meerderheid om instemming met het akkoord aan die klasse toe te dichten. Deze nuance brengen wij verder niet aan. Vgl. N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 5.

10 P. 4, 11, 29 en 40 concept MvT.

11 Vgl. S.C. Gilson, *Creating Value through Corporate Restructuring*, 2e druk, 2010, p. 216; P.V. Pantaleo and B.W. Ridings, ‘Reorganization value’, *The Business Lawyer*, 1996, volume 51/2, p. 419–420; *In Re Spansion, Inc.*, 426 B.R. 114 (Bankr. D. Del. 2010).

12 Hoewel de verificatieregels in faillissement niet van toepassing zijn, moeten deze ons inziens waar nodig analoog worden toegepast. Vgl. N.W.A. Tollenaar, ‘De akkoordprocedure onder het Voorontwerp WHOA’, in: A.C.P. Bobeldijk e.a., *Preadvis van de Vereeniging ‘Handelsrecht’, Het dwangakkoord buiten faillissement*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, paragraaf 2.11.1.

13 Art. 381 lid 4 onder a WHOA.

14 Art. 381 lid 4 onder b WHOA.

15 Art. 381 lid 4 onder c WHOA.

16 Art. 381 lid 4 onder d WHOA. Hiernaast is in art. 381 lid 4 onder e opgenomen dat de vermogensverschaffers in een tegenstemmende klasse naar keuze het recht hebben op een onder het reorganisatieplan aangeboden vermogenstitel of een uitkering in contanten gelijk aan de opbrengst die de betreffende vermogensverschaffer naar verwachting zou ontvangen bij vereffening in faillissement, maar dit is een losstaande grond en ziet niet op de toets dat vermogensverschaffers conform hun rang in de reorganisatiewaarde moeten delen.

17 Om dit te realiseren kunnen de aandelen van de bestaande aandeelhouder worden ingetrokken. Vgl. M.W. Josephus Jitta, ‘Een aantal niet primair faillissementsrechtelijke aspecten van het Voorontwerp’, in: A.C.P. Bobeldijk e.a., *Preadvis van de Vereeniging ‘Handelsrecht’, Het dwangakkoord buiten faillissement*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, paragraaf 4.2.5.1.

allebei 50% aandeelhouder.¹⁸ De rechten van de bestaande aandeelhouder worden onder het akkoord geëlimineerd.

- Als de reorganisatiewaarde hoger is dan 100, houdt dit in dat zowel de senior als de junior schuldeiser voor meer dan 100% worden voldaan. Dan ontvangen zij immers meer dan hun vordering van 50. Oftewel, de bestaande vermogensverschaffers – de aandeelhouder, de senior en junior schuldeiser – delen dan niet conform hun rang in de reorganisatiewaarde. De senior en junior schuldeisers ontvangen te veel en de aandeelhouder ontvangt ten onrechte niets onder het plan.
- Als de reorganisatiewaarde lager is dan 100, houdt dit in dat de junior schuldeiser waarde ontvangt terwijl de senior schuldeiser nog niet voor 100% is voldaan. Immers, de waarde van het aandelenbelang van de voormalige senior schuldeisers is dan minder dan de voormalige vordering van 50. Ook in dit geval delen de bestaande vermogensverschaffers – de aandeelhouder, de senior en junior schuldeiser – niet conform hun rang in de reorganisatiewaarde. De senior en junior schuldeisers ontvangen evenveel terwijl de senior klasse een hogere rang heeft en nog niet volledig is voldaan.

3. Van enterprise value naar reorganisatiewaarde

Zoals weergegeven, bestaat de reorganisatiewaarde uit de waarde die als gevolg van een pre-insolventieakkoord beschikbaar komt voor alle ten tijde van de homologatie bestaande aandeelhouders en schuldeisers.¹⁹ Om de reorganisatiewaarde conceptueel toe te lichten, introduceren wij eerst een ander begrip: de ondernemingswaarde. De ondernemingswaarde staat in de waarderingsspraktijk ook bekend als de “*enterprise value*”.

3.1 Ondernemingswaarde

In beginsel is de ondernemingswaarde gelijk aan de waarde van de bedrijfsactiviteiten van een onderneming die beschikbaar is voor de verschaffers van eigen en vreemd ver-

mogen.²⁰ Er zijn meerdere waarderingmethoden om de ondernemingswaarde te berekenen. De voornaamste methode is de *Discounted Cash Flow (DCF)* methode.²¹ De meest gehanteerde variant daarvan is de *enterprise DCF*-methode. Met de DCF-methode wordt de contante waarde van de verwachte vrije kasstromen berekend die worden gegenereerd door de operationele activiteiten van een onderneming. Om de contante waarde te berekenen, worden de geprognosticeerde vrije kasstromen contant gemaakt tegen een bepaalde disconteringsvoet. Ten aanzien van de prognose kan onderscheid worden gemaakt tussen de komende paar jaar (waarin de kasstromen nog fluctueren) en de verdere toekomst (waarin verondersteld wordt dat de kasstromen groeien met een constante factor). In waarderingsspraktijk wordt de waarde voor de verdere toekomst de “*continuïteitswaarde*” genoemd.

Hoewel in sommige internationale waarderingsspraktijk de uitkomst van de DCF-methode gelijk wordt gesteld aan de ondernemingswaarde, gaan wij voor het doel van dit artikel uit van een andere, bredere definitie van de ondernemingswaarde: de totale ondernemingswaarde (*total enterprise value*).²² Om de totale ondernemingswaarde te berekenen wordt bij de uitkomst van de waarde van de operationele activiteiten (die dus gebaseerd is op de DCF-methode):

- (a) opgeteld: de waarde van de niet-operationele activa (zoals overtollige kasmiddelen en niet-operationele financiële vaste activa (zoals niet-meegeconsolideerde deelnemingen)); en
- (b) afgetrokken: de langlopende operationele voorzieningen (die niet zijn verwerkt in de geprognosticeerde verwachte vrije kasstromen van het DCF-model, zoals hierna wordt toegelicht).

Uit het bovenstaande volgt dat voor de berekening van de totale ondernemingswaarde op grond van de DCF-methode de geprognosticeerde vrije kasstromen een centrale rol spelen. De vrije kasstroom wordt – beknopt weergegeven – als volgt berekend.²³

18 In het voorgestelde art. 370 lid 3 WHOA wordt onder meer titel 5.3 van Boek 2 van het BW buiten toepassing verklaard voor het aanbieden van een akkoord. Dit betekent dat bij een B.V. een besluit van de algemene vergadering tot aandelenemissie (art. 2:206 BW) of tot uitsluiting van het voorkeursrecht (art. 2:206a BW), niet is vereist. Het is echter onduidelijk hoe, bijvoorbeeld, moet worden omgegaan met besluiten tot statutenwijziging (die niet onder titel 5.3 vallen). Een vereiste statutenwijziging in verband met de aandelenemissie in het kader van de debt for equity swap lijkt een besluit dat ziet op de uitvoering van een pre-insolventieakkoord. Hiervoor kan, op grond van art. 381 lid 5, in de beschikking tot homologatie van het pre-insolventieakkoord worden bepaald dat deze beschikking, nadat zij in kracht van gewijsde is gegaan, in de plaats treedt van een voor de uitvoering van het akkoord vereist besluit van de algemene vergadering van de schuldenaar. Vgl. S.C.E.F. Moulens Janssen en G.J.C. Rensen, ‘Notariële overpeinzingen bij de WHOA’, *WPNR* 7178, p. 21-22.

19 Vgl. S.W. van den Berg, *Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht (Onderneming en recht nr. 107) (diss. Nijmegen)*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, paragraaf 3.4, p. 268; S.W. van den Berg, ‘WHOA: de cram down beschouwd vanuit waarderingsspectief’, *Tvl* 2017/41 (p. 25); N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord (diss.)*, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 137.

20 Bijv. E.R. Arzac, *Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring*, John Wiley & Sons Inc. 2011, p. 14-17: “The value of the enterprise is the present value of the free cash flows available to all security holders computed at the weighted average cost of capital (WACC) of the firm.”

21 Naast de enterprise DCF-methode wordt de multiples-analyse vaak toegepast. Hierbij wordt de waarde ontleend aan verhoudingsgetallen. Als verondersteld wordt dat marktprijzen, bijvoorbeeld beurskoersen of prijzen die bij overnames tot stand komen, in economische zin efficiënt zijn, dan geven deze prijzen de economische waarde weer. Deze prijzen bieden daarmee aanknopingspunten voor de waardering van aandelen. Bij toepassing van de multiples gaan deskundigen voor het berekenen van de ondernemingswaarde mede af op de prijs (beurskoers), of bepaalde verhoudingsgetallen (bijvoorbeeld Enterprise Value/EBIT(D)A), van vergelijkbare ondernemingen of transacties. Het probleem bij veel waarderingen is echter dat vergelijkbare (faire) markten of transacties ontbreken.

22 Vgl. T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6^e druk, pag. 139 en 317. Zie ook: S.W. van den Berg, *Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht (Onderneming en recht nr. 107) (diss. Nijmegen)*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 7.

23 Voor een uitgebreidere uitleg verwijzen wij bijvoorbeeld naar: P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen, In de juridische praktijk*, Zutphen: uitgeverij Paris 2017, 3^e druk, paragraaf 6.3.

Omzet
 -/- kostprijs verkopen^{24, 25}
 Brutowinst
 -/- operationele kosten²⁵
 EBITDA²⁶
 -/- afschrijvingen
 EBIT
 -/- operationele belastingen
 NOPLAT²⁷
 + afschrijvingen²⁸
 -/- investeringen in materiële vaste activa²⁹
 +/- mutatie werkkapitaal
 +/- mutatie kortlopende operationele voorzieningen
Vrije kasstroom³⁰

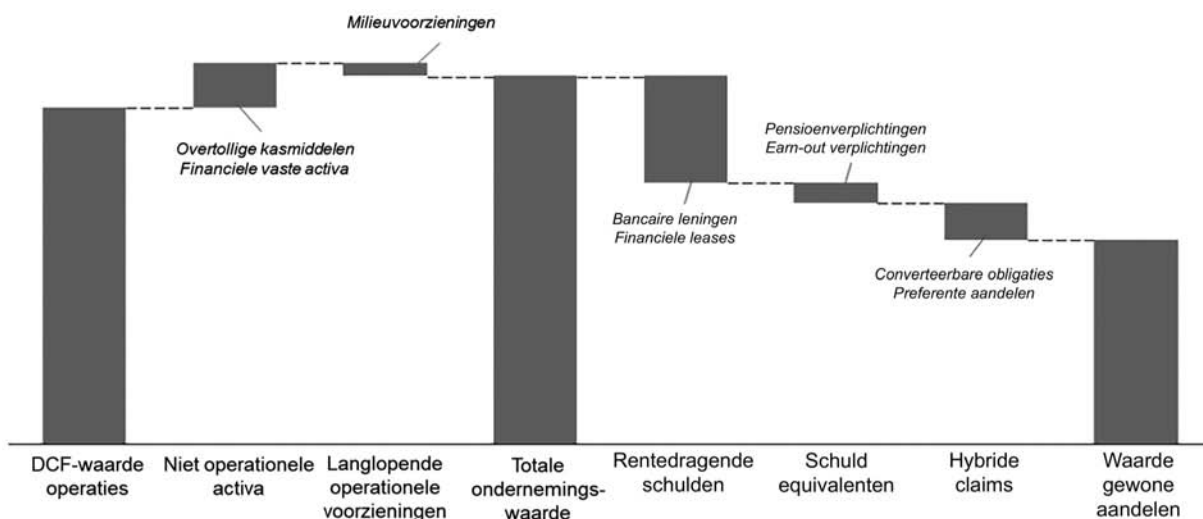
Ter toelichting op de behandeling van de mutatie in het werkkapitaal merken wij het volgende op. Het werkkapitaal is gelijk aan het verschil tussen de vlottende activa en de kortlopende operationele schulden. Als het werkkapitaal toeneemt leidt dit tot een afname van de vrije kasstromen, hetgeen de ondernemingswaarde drukt. Investerings in het werkkapitaal, bijvoorbeeld het aankopen van meer voorraad, kunnen worden gedaan omdat verwacht wordt dat de vraag naar de betreffende goederen toeneemt. Als het werkkapitaal daalt (omdat bijvoorbeeld de voorraad afneemt) leidt dit tot een toename van de vrije kasstromen, hetgeen een waarde genererend effect kan hebben. Omdat kortlopende operationele schulden onderdeel uitmaken van het werkkapitaal worden deze schulden reeds verwerkt in de berekening van de vrije kasstromen.

Ter toelichting op de behandeling van de kortlopende operationele voorzieningen merken wij het volgende op. Het creëren

van kortlopende operationele voorzieningen zijn kosten die impliciet in de operationele kosten zijn verwerkt. Het daadwerkelijke effect op de voorziening is zichtbaar op de jaarlijkse balans. Deze kosten zijn net zoals afschrijvingen non-cash items en zouden in beginsel weer moeten worden opgeteld bij de NOPLAT om de vrije kasstroom te berekenen. Echter, omdat gedurende het jaar een beroep kan worden gedaan op de voorziening, dient slechts het verschil tussen de dotatie en het gebruik (de trekking onder de voorziening die resulteert in een daadwerkelijk uitgaande kasstroom) weer opgeteld te worden bij de NOPLAT voor de berekening van de vrije kasstroom.

Als gezegd komt de totale ondernemingswaarde toe aan de verschaffers van eigen en vreemd vermogen. Wat betreft het vreemd vermogen kan onderscheid worden gemaakt naar rentedragende schulden en schuldequivalenten ('*debt and debt equivalents*').³¹ Kortlopende operationele voorzieningen (zoals een garantievoorziening), langlopende operationele voorzieningen (zoals een milieuvoorziening) en de operationele schulden van een onderneming, zoals schulden aan handelscrediteuren, werknemers, de belastingdienst of schuld uit vooruit ontvangen aanbatalingen, kwalificeren nadrukkelijk niet als vreemd vermogen. Het zijn daarom ook slechts de rentedragende schulden, de schuldequivalenten (zoals pensioen- of earn-out verplichtingen) en de hybride claims (zoals converteerbare obligaties of preferente aandelen), die van de ondernemingswaarde worden afgetrokken om de (residuele) waarde van de gewone aandelen te berekenen. In waarderingsjargon wordt dit de "*enterprise value to equity value bridge*" genoemd.

Het voorgaande vatten wij als volgt samen:



24 Dit worden *cost of goods sold (COGS)* genoemd.

25 Exclusief eventuele afschrijvingen, die worden als aparte post in het overzicht verwerkt.

26 EBITDA staat voor *Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*.

27 NOPLAT staat voor *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*.

28 Bij de NOPLAT worden afschrijvingen weer opgeteld. Dat zijn namelijk wel kosten maar geen uitgaven.

29 Dit wordt CAPEX genoemd: de *Capital Expenditures*.

30 De kasstromen uit financieringslasten, zoals rentelasten of dividenden, worden voor vaststelling van de vrije kasstromen dus buiten beschouwing gelaten.

3.2 Reorganisatiewaarde

Hierboven hebben wij weergegeven dat de totale ondernemingswaarde de waarde vertegenwoordigt die beschikbaar is voor de verschaffers van eigen vermogen en rentedragende schulden (en schuldequivalenten) – en niet voor

31 T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6^e druk, p. 139 e.v.

de operationele schuldeisers en de schuldeisers ten behoeve van wie de kortlopende en langlopende operationele voorzieningen worden getroffen.

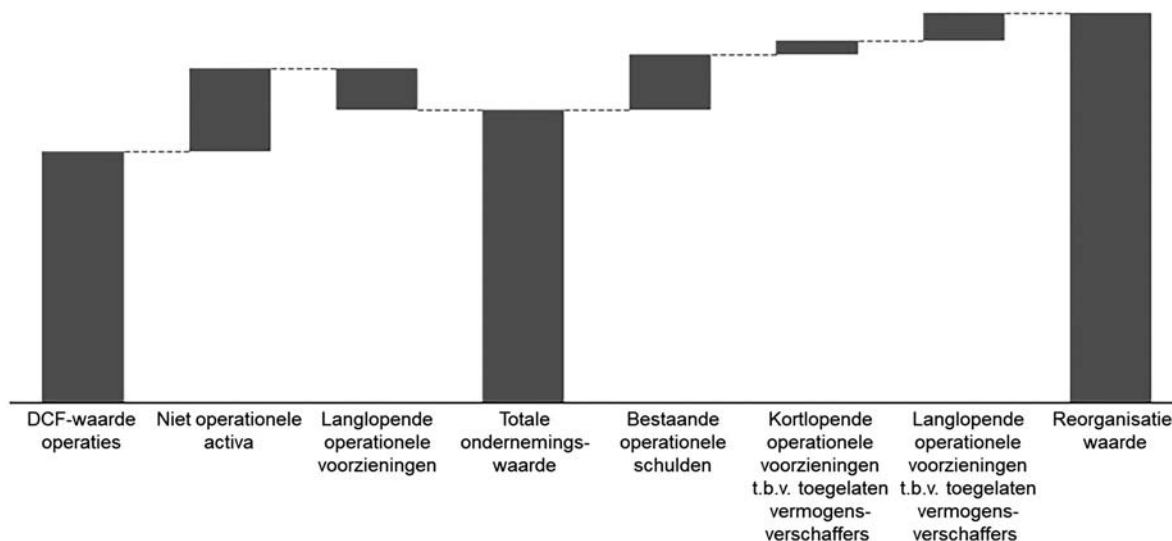
De reorganisatiewaarde is de waarde die beschikbaar komt voor *alle* ten tijde van de homologatie bestaande aandeelhouders en (naar analogie) “verifieerbare” schuldeisers, hierna kortheidshalve aangeduid als **“toegelaten vermogensverschaffers”**.³²

Uit het bovenstaande volgt dat ten aanzien van de totale ondernemingswaarde (rekenkundige) correcties moeten worden aangebracht om de reorganisatiewaarde te berekenen. Die correcties zien op de operationele schulden en – afhankelijk van de vraag of de voorziening is getroffen ten behoeve van toegelaten vermogensverschaffers – de kortlopende en/of langlopende operationele voorzieningen.

voor in de toekomst te maken kosten waarbij een potentiële of voorwaardelijke schuldeiser nog niet valt aan te wijzen.

Een voorbeeld van een langlopende operationele voorziening die wordt getroffen ten behoeve van een toegelaten vermogensverschaffer is een voorziening voor een potentiële schadeclaim. Daarentegen zijn er ook langlopende operationele voorzieningen die kunnen worden getroffen voor toekomstige voorziene uitgaven waarbij een tegenoverstaande “schuldeiser” nog niet bestaat. Een voorbeeld hiervan is een milieuvoorziening voor de toekomstige kosten voor de mogelijke inschakeling van partijen om een grondsanering uit te voeren. De potentiële toekomstige uitgaven drukken de waarde die beschikbaar is voor de (bestaande) toegelaten vermogensverschaffers.

Het voorgaande vatten wij als volgt samen:



Het uitgangspunt is dat slechts de kortlopende en/of langlopende operationele voorzieningen die zijn getroffen ten behoeve van toegelaten vermogensverschaffers, moeten worden opgeteld bij de totale ondernemingswaarde om tot de reorganisatiewaarde te komen. Daarentegen dienen de kortlopende en/of langlopende operationele voorzieningen die zijn getroffen voor potentiële toekomstige uitgaven aan ten tijde van de homologatie nog niet bestaande partijen niet bij de totale ondernemingswaarde te worden opgeteld om tot de reorganisatiewaarde te komen.

Een voorbeeld van een kortlopende operationele voorziening die wordt getroffen ten behoeve van een toegelaten vermogensverschaffer is een garantievoorziening: een voorziening die wordt getroffen voor aan klanten verkochte gebrekkige producten. Daarentegen zijn er ook kortlopende operationele voorzieningen die kunnen worden getroffen

Wij lichten deze abstracte uiteenzetting hieronder met een illustratief praktijkvoorbeeld van een onderneming die in financiële moeilijkheden verkeert, nader toe. Hiervoor onderscheiden wij de huidige situatie (paragraaf 4) en die waarin een pre-insolventieakkoord wordt doorgevoerd (paragraaf 5).

In de huidige situatie geldt een zogenoemde *distressed* ondernemingswaarde: de huidige ondernemingswaarde wordt negatief beïnvloed doordat onder andere de verwachte omzet en kasstromen negatief worden beïnvloed door de situatie van distress. Vanwege de financiële moeilijkheden geldt er daarnaast een *distress premium* op de vermogenskostenvoet, waarmee de vrije kasstromen gediscoonteerd worden. De distress premium ziet zowel op verhoging van de kosten van eigen als van vreemd vermogen.³³ Hierdoor wordt de ondernemingswaarde lager.

32 Deze term is afgeleid van art. 376 lid 2 WHOA: “Bij een geschil over de toelating van een schuldeiser of aandeelhouder tot de stemming (...) bepaalt de rechtbank of en tot welk bedrag, deze schuldeiser of aandeelhouder tot de stemming over het akkoord wordt toegelaten.”

33 Zie bijv. A. Damodaran, ‘Valuing Distressed and Declining Companies’, *New York University – Stern School of Business*, June 2009, p. 36-37; A. Damodaran, *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Inc., 2006, 2^e druk, hoofdstuk 17 (*The cost of distress*); A. Damodaran, *The dark side of valuation*, 2010, 2^e druk, hoofdstuk 12 (*Winding Down: Declining Companies*).

In de situatie waarin een pre-insolventieakkoord wordt doorgevoerd geldt dat de door de vermogensverschaffers gepercipieerde ondernemingswaarde hoger is dan de opbrengst bij verkoop.³⁴ Rationeel handelende partijen zouden immers anders voor de verkoop kiezen. In de situatie van een pre-insolventieakkoord geldt dat de ondernemingswaarde hoger is vanwege onder andere een verbeterde onderhandelingspositie (zowel voor inkoop als verkoop) en de genormaliseerde vermogenskostenvoet zonder distress premium.

4. Praktijkvoorbeeld: (distressed) ondernemingswaarde

Uit de onderstaande balans van deze in financiële moeilijkheden verkerende onderneming volgt dat de liquiditeits- en solvabiliteitspositie zwak zijn. Het eigen vermogen is negatief.

Balans	
Activa	
Materiele vaste activa	1.250
Financiële vaste activa	140
Voorraden	300
Handelsdebiteuren	250
Overige overlopende activa	75
Overtollige kas middelen	0
Totaal	2.015
Passiva	
Eigen vermogen	-1.515
Pensioenverplichting	450
Milieuvoorziening	160
Garantievoorziening	100
Achtereestelde schuld (langlopend)	500
Senior schuld (langlopend)	1.750
Rekening courant faciliteit	50
Handelscrediteuren	125
Te betalen belastingen	125
Te betalen personeel	150
Vooruitontvangen omzet	75
Overige kortlopende schulden	45
Totaal	2.015

In dit scenario zou het DCF-model met daarin prognoses voor de toekomstige vrije kasstromen van de onderneming zonder doorvoering van een pre-insolventieakkoord, er als volgt uit kunnen zien:

Vrije kasstromen	Jaar 1	Jaar 2	Jaar 3	Jaar 4	Jaar 5	Continuïteitswaarde
Omzet	1.400	1.372	1.345	1.318	1.291	
Kostprijs omzet	910	892	874	856	839	
Bruto winst	490	480	471	461	452	
Brutowinst-marge	35%	35%	35%	35%	35%	
Personeelskosten	150	137	134	132	129	
Huurkosten	70	70	70	70	70	
Overige operationele kosten	70	68	65	66	68	
EBITDA	200	205	201	193	185	
Afschrijvingen	100	98	95	90	91	
EBIT	100	107	106	103	94	
Operationele belastingen	25	27	27	26	24	
NOPLAT	75	80	80	77	71	72
Afchrijvingen (+)	100	98	95	90	91	
Mutatie operationeel werkkapitaal (-)	-15	-6	-6	-6	-6	
Mutatie garantievoorziening (+)	-2	-2	-2	-2	-2	
Investerings materieel vaste activa (-)	75	80	85	90	95	
Vrije kasstroom	113	102	94	81	71	598

De mutatie werkkapitaal komt als volgt tot stand:

Operationeel werkkapitaal	Start	Jaar 1	Jaar 2	Jaar 3	Jaar 4	Jaar 5
Voorraden	300	300	300	300	300	300
Handelsdebiteuren	250	230	226	221	217	212
Overige overlopende activa	75	77	78	80	81	83
Handelscrediteuren	-125	-112	-110	-108	-106	-103
Te betalen belastingen	-125	-128	-130	-133	-135	-138
Te betalen personeel	-150	-153	-156	-159	-162	-166
Vooruitontvangen omzet	-75	-78	-76	-75	-73	-72
Overige kortlopende schulden	-45	-46	-47	-48	-49	-50
Operationeel werkkapitaal	105	90	84	79	73	67

De omzetten, kosten en balansposities in de bovenstaande prognoses worden gehaald uit balans- en verlies- en winstprojecties die omwille van de eenvoud in dit artikel niet zijn weergegeven.

Uit het DCF-model volgt, op basis van de discontering van de verwachte vrije kasstromen en continuïteitswaarde van de onderneming aan het einde van jaar 5 tegen een vermogenskostenvoet van 12%,³⁵ een waarde voor de operationele activiteiten van de onderneming van 719.

DCF-waarde	Jaar 1	Jaar 2	Jaar 3	Jaar 4	Jaar 5	Continuïteitswaarde
Vrije kasstroom	113	102	94	81	71	598
Contantmakingsfactor gebaseerd op discount rate	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	0,60
Contante waarde	107	86	70	55	43	359
DCF-waarde operaties	719					

Zoals weergegeven in paragraaf 3 moet bij deze DCF-waarde van de operationele activiteiten worden opgeteld de waarde van de niet-operationele activa (bijvoorbeeld overtollige kasgelden en niet-operationele financiële vaste activa, zoals minderheidsbelangen) en de langlopende operationele voorzieningen worden afgetrokken om de totale ondernemingswaarde (699) te berekenen.

Vanwege de financiële moeilijkheden is de onderhandelingspositie van de onderneming zwak, is de omzet en brutowinst-marge onder druk komen te staan en is de vermogenskostenvoet (12%) relatief hoog. In de prognoses valt op dat de vrije kasstroom komende jaren naar verwachting laag is.

Ook volgt uit het DCF-model dat reeds rekening wordt gehouden met zogenoemde operationele *off balance* verplichtingen. In dit voorbeeld is de onderneming een huurovereenkomst aangegaan, hetgeen resulteert in toekomstige huurkosten. Het DCF-model veronderstelt – net zoals ten

34 T.H. Jackson, *The Logics and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge MA: Harvard University Press 1986, p. 214: "The underlying justification for a re-organisation process, seen in terms of bankruptcy as a debt collection device, must be that the assets are worth more to the claimants themselves than they would be to third parties." Zie ook: N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, paragraaf 3.4.3.3.

35 Wij hebben de disconteringsfactor gecorrigeerd voor de ontvangst van kasstromen halverwege het jaar. 0,94 komt dus als volgt tot stand: $0,94 = 1 / (1 + 0,12)^{0,5}$. Hierbij staat 0,12 voor de rendementseis (discount rate) van 12%.

aanzien van de overige operationele schulden – dat ook deze operationele huurlasten de komende jaren worden voldaan (wij verwijzen hiervoor naar de DCF-prognose).

De onderneming moet in het komende jaar de senior schuld van 1.750 aflossen. Deze aflossing kan niet uit de vrije kasstromen worden voldaan. Omdat de totale ondernemingswaarde (699) aanzienlijk lager is dan de totale rentedragende schuld (2.250 exclusief voorzieningen), is onaannemelijk dat de onderneming de senior schuld zal kunnen herfinancieren. Het is derhalve redelijkerwijs aannemelijk dat de onderneming op termijn niet met het betalen van haar schulden zal kunnen voortgaan. In dit scenario is – zonder herstructurering – een faillissement onafwendbaar.

5. **Praktijkvoorbeeld: het pre-insolventieakkoord en de reorganisatiewaarde**

Zoals hierboven toegelicht zal de onderneming naar verwachting op korte termijn niet meer aan de betalingsverplichtingen kunnen voldoen. De WHOA zou voor deze onderneming een uitkomst kunnen bieden.

Het DCF-model met daarin bepaalde prognoses voor de toekomstige vrije kasstromen van de onderneming zou er, ná doorvoering van een pre-insolventieakkoord, als volgt uit kunnen zien:

Vrije kasstromen	Jaar 1	Jaar 2	Jaar 3	Jaar 4	Jaar 5
Post akkoord					
Omzet	1.550	1.581	1.613	1.645	1.678
Kostprijs omzet	930	949	968	987	1.007
Bruto winst	620	632	645	658	671
Brutowinst-marge	40%	40%	40%	40%	40%
Personeelskosten	150	126	129	132	134
Huurkosten	30	30	30	30	30
Overige operationele kosten	70	68	65	66	68
EBITDA	370	408	421	430	439
Afschrijvingen	100	110	112	114	117
EBIT	270	298	309	316	323
Operationele belastingen	68	74	77	79	81
NOPLAT	203	223	232	237	242
Afschrijvingen (+)	100	110	112	114	117
Mutatie operationeel werkkapitaal (-)	115	4	4	5	5
Mutatie garantievoorziening (+)	9	2	2	2	2
Investeringsmaterieel vaste activa (-)	100	125	150	153	156
Vrije kasstroom	96	206	192	196	200

De mutatie werkkapitaal komt als volgt tot stand:

Operationeel werkkapitaal	Start	Jaar 1	Jaar 2	Jaar 3	Jaar 4	Jaar 5
Voorraden	300	408	416	424	433	441
Handelsdebiteuren	250	255	260	265	270	276
Overige overlopende activa	75	77	78	80	81	83
Handelscrediteuren	-125	-115	-117	-119	-122	-124
Te betalen belastingen	-125	-128	-130	-133	-135	-138
Te betalen personeel	-150	-153	-156	-159	-162	-166
Vooruitontvangen omzet	-75	-78	-79	-81	-82	-84
Overige kortlopende schulden	-45	-46	-47	-48	-49	-50
Operationeel werkkapitaal	105	220	225	229	234	239
Mutatie operationeel werkkapitaal		115	4	4	5	5

In de eerste kolom onder “start” zijn de operationele schulden opgenomen zoals deze bestaan voor de eventuele totstandkoming van een akkoord. Het model gaat ervan uit dat deze bedragen in de loop van de jaren worden voldaan. Het zijn onder andere deze bedragen (grijs gearceerd) die bij totale ondernemingswaarde moeten worden opgeteld om tot de reorganisatiewaarde te komen (zie hierna).

Uit het DCF-model volgt, op basis van de discontering van de verwachte vrije kasstromen en continuïteitswaarde van de onderneming aan het einde van jaar 5 tegen een vermogenskostenvoet van 9%, de waarde van de operationele activiteiten van de geherstructureerde onderneming van 2.559.

DCF waarde	Jaar 1	Jaar 2	Jaar 3	Jaar 4	Jaar 5	Continuïteitswaarde
Vrije kasstroom	96	206	192	196	200	2.728
Contantmakingsfactor gebaseerd op discount rate	0,96	0,88	0,81	0,74	0,68	0,68
Constante waarde	92	181	154	145	136	1.851
DCF-waarde operaties	2.559					

Ten opzichte van de situatie zonder herstructurering is de vermogenskostenvoet genormaliseerd (van 12% naar 9%) en wordt een hogere omzet, lagere kosten en hogere bruto-winst-marge verwacht ten opzichte van de situatie in distress. Deze verbeterde uitgangspositie kan zich laten verklaren door een verbeterde onderhandelingspositie (zowel ten aanzien van bestaande crediteuren als nieuwe klanten), mogelijke investeringen in vaste activa en een daarmee samenhangend verbeterd toekomstperspectief. Daarnaast valt het hoge bedrag van de investeringen in het werkkapitaal en de daling van de huurlasten op. De mutatie in het operationele werkkapitaal is bijvoorbeeld tot stand gekomen vanwege de toegenomen investeringen in de voorraadpositie (dit met het oog op de implementatie van een operationele *turnaround* en een verwachte stijgende omzet).

Verder valt de daling van de huurkosten op. Wij gaan ervan uit dat de huurkosten 30 in plaats van 70 worden. Dit houdt bijvoorbeeld in dat de huurovereenkomsten van een paar ongebruikte opslagmagazijnen worden beëindigd. De lagere huur heeft een positief effect op de omvang van de vrije kasstromen en door de hogere kasstromen stijgt ook de ondernemingswaarde.³⁶ Na de beëindiging van de huurovereenkomsten heeft de wederpartij, de verhuurder, een vordering tot schadevergoeding jegens de schuldenaar. Het pre-insolventieakkoord kan voorzien in een wijziging van dit recht op schadevergoeding.³⁷

Bij de DCF-waarde van de vrije operationele kasstromen van 2.559 moet weer de waarde van de niet-operationele activa worden opgeteld (bijvoorbeeld overtollige kasgelden en niet-operationele financiële vaste activa, zoals minderheidsbelangen) en de langlopende operationele voorzieningen (bijvoorbeeld een milieuvoorziening) worden afgetrokken om de totale ondernemingswaarde vast te stellen.

Vervolgens moet allereerst het bedrag van de kortlopende operationele schulden (520) worden opgeteld bij de totale ondernemingswaarde. Daarnaast moet in dit geval de kortlopende operationele garantievoorziening (100) die gereserveerd is voor bestaande klanten worden opgeteld bij de to-

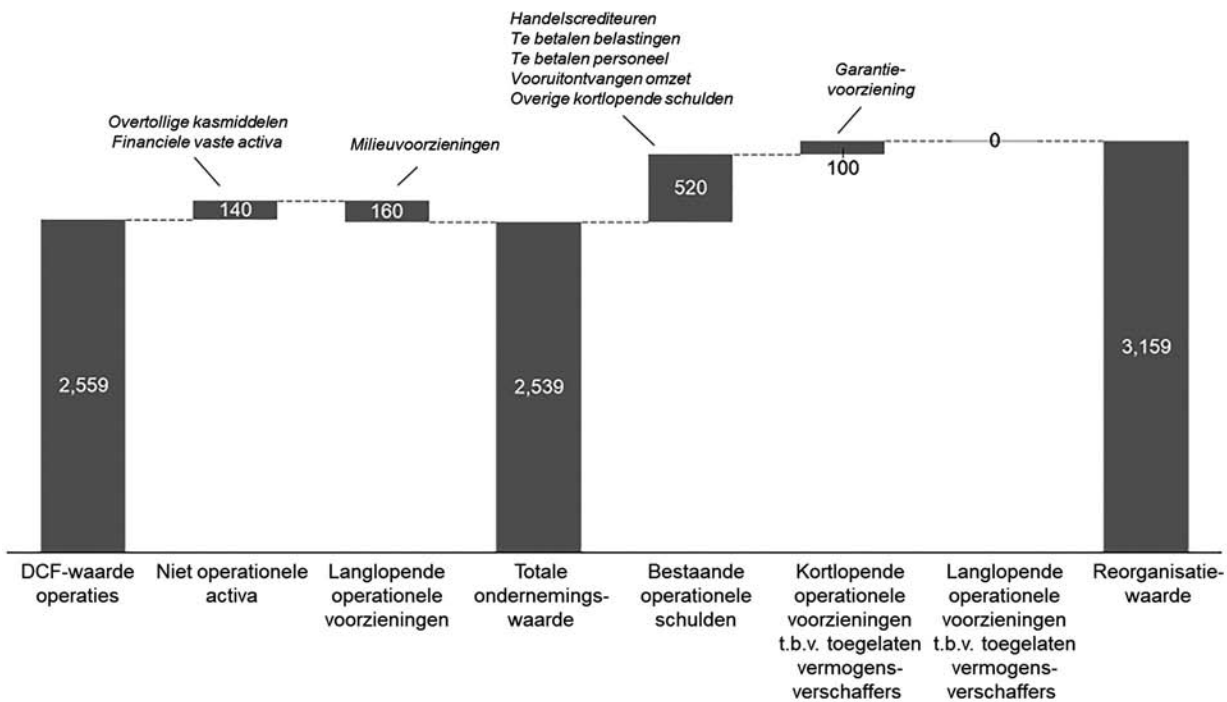
36 Als gevolg van de aanpassing van deze huurovereenkomst wordt de huur weliswaar lager, ook de *tax shield* (aftrekbaarheid van de operationele winst) neemt af. Daar tegenover ontstaat in het kader van het pre-insolventieakkoord een schuld aan de verhuurder (welke schuld onder het akkoord ook kan worden gewijzigd). De mogelijke fiscale implicaties hiervan vallen buiten het bestek van dit artikel.

37 Art. 372 lid 2.

tale ondernemingswaarde. Deze exercitie resulteert in een **reorganisatiewaarde** van 3.159.

Omdat wij in dit voorbeeld veronderstellen dat de langlopende operationele milieuvoorziening (160) is getroffen voor verwachte toekomstige uitgaven zonder dat daarvoor ten tijde van de homologatie een potentiële schuldeiser valt aan te wijzen, dient geen correctie plaats te vinden ten aanzien van dit bedrag.

Het voorgaande vatten wij als volgt samen:



In gevallen waarbij de reorganisatiewaarde aan de toegelaten vermogensverschaffers wordt uitgekeerd in de vorm van vermogenstitels die geen controle verschaffen en die niet op een liquide markt verhandelbaar zijn, is de reorganisatiewaarde de optelsom van de waarde van deze afzonderlijke vermogenstitels waarbij afslagen voor gebrek aan zeggenschap en illiquiditeit moeten worden toegepast. Dit wordt omwille van de eenvoud in het kader van dit artikel verder buiten beschouwing gelaten.

Voor zover het DCF-model veronderstelt dat de bestaande operationele schulden en schulden uit hoofde van de operationele voorzieningen ten behoeve van toegelaten vermogensverschaffers worden voldaan, en deze derhalve bij de totale ondernemingswaarde moeten worden opgeteld om tot de reorganisatiewaarde te komen, betekent dit niet dat de operationele schuldeisers of de potentiële of voorwaardelijke schuldeisers uit hoofde van de betreffende voorzieningen daadwerkelijk integraal worden voldaan. Dat is immers afhankelijk van de inhoud van het pre-insolventieakkoord. Zonder deze correctie wordt echter niet inzichtelijk wat de omvang van de reorganisatiewaarde is die voor verdeling onder de toegelaten vermogensverschaffers beschikbaar is.

De reorganisatiewaarde is dus de waarde die bij totstandkoming van het akkoord beschikbaar is voor verdeling onder de toegelaten vermogensverschaffers, dat zijn de aandeelhouders en de (naar analogie) “verifieerbare” schuldeisers met (potentiële of voorwaardelijke) vorderingen zoals die bestaan onmiddellijk **voor** de totstandkoming van een pre-insolventieakkoord.³⁸

Het totaalbedrag aan bestaande operationele schulden bedraagt 520. Daarbij komt een schadevergoedingsvordering van de verhuurder van de huurovereenkomst (die eenzijdig

wordt beëindigd). Het totaalbedrag aan bestaande financiële schulden bedraagt 2.300. Toegelaten vermogensverschaffers hebben potentiële vorderingen uit hoofde van de kortlopende operationele voorzieningen voor in totaal 100. Deze moeten ofwel voorwaardelijk worden meegenomen ofwel contant worden gemaakt met analoge toepassing van de verificatieregels van art. 128 e.v. Fw. Omdat wij veronderstellen dat de langlopende operationele milieuvoorziening (160) is getroffen voor voorziene toekomstige uitgaven zonder ten tijde van de homologatie aanwijsbare schuldeiser en deze derhalve geen, naar analogie, “verifieerbare” vordering vertegenwoordigt, dient hier bij de verdeling onder het akkoord verder geen rekening mee te worden gehouden. Tot slot is er een pensioenverplichting van 450.

De totale reorganisatiewaarde van 3.159 is derhalve onvoldoende om alle toegelaten schuldeisers te voldoen. Er is daarom ook onvoldoende waarde om de bestaande aandeelhouders enig belang toe te kennen of te laten behouden

³⁸ Hoewel de rechten van werknemers niet kunnen worden gewijzigd op grond van de WHOA (art. 369 lid 9) maken de bestaande vorderingen uit hoofde van arbeidsovereenkomsten wel onderdeel uit van de totale schuldenlast.

(tenzij met instemming van alle betrokken klassen). De toegelaten vermogensverschaffers met een vordering op de onderneming die op grond van hun juridische rang aanspraak maken op de reorganisatiewaarde zijn “in the money” en toegelaten vermogensverschaffers met een vordering op de onderneming die geen aanspraak maken op de reorganisatiewaarde zijn “out of the money”.

Stel dat de onderneming in het kader van een insolventieprocedure als *going concern* zou kunnen worden verkocht aan een derde tegen betaling van een bedrag van 500 in contanten. Dit is dan de liquidatiewaarde. In het kader van vereffening van het vermogen van de schuldenaar is de liquidatiewaarde van 500 in contanten voor verdeling onder de toegelaten vermogensverschaffers beschikbaar. Bij de totstandkoming van het akkoord is de reorganisatiewaarde van 3.159 voor verdeling onder de groep van toegelaten vermogensverschaffers beschikbaar. De liquidatiewaarde en de reorganisatiewaarde zijn dan ook twee belangrijke grootheden die tegen elkaar worden afgezet om de merites van het akkoord te beoordelen. Merk op dat de reorganisatiewaarde niet wordt uitgekeerd in contanten, maar in beginsel of voornamelijk wordt uitgekeerd in de vorm van verschillende vermogenstitels. Het gaat derhalve in essentie om een keuze tussen 500 in contanten bij vereffening tegenover een waarde van 3.159 uit te keren in een andere vorm dan contanten bij totstandkoming van het akkoord.

Gegeven de reorganisatiewaarde van 3.159 kan het pre-insolventieakkoord diverse wijzigingen van de bestaande vermogensstructuur inhouden. Dat moeten de vermogensverschaffers zelf uitonderhandelen. In het geval dat alle klassen vermogensverschaffers (waarvan de rechten worden gewijzigd) met de uitkomst van die onderhandelingen instemmen, moeten de individuele tegenstemmende vermogensverschaffers minimaal aanspraak kunnen maken op hun aandeel in de *liquidatiewaarde* (500). Als een klasse tegenstemt (en tenminste één andere klasse voor) zal het pre-insolventieakkoord, op verzoek van vermogensverschaffers in de tegenstemmende klasse, worden getoetst aan aanvullende homologatievoorwaarden (zoals besproken in paragraaf 2). Een belangrijke voorwaarde daarbij is dat de leden in de tegenstemmende klasse aanspraak kunnen maken op hun aandeel in de *reorganisatiewaarde* (3.159).

Indien in het kader van het pre-insolventieakkoord aan nieuwe vermogensverschaffers nieuwe vermogenstitels worden toegekend om nieuw geld aan te trekken, dient de inbreng op deze nieuwe vermogenstitels van de ondernemingswaarde van de geherstructureerde onderneming (inclusief het nieuwe geld) te worden afgetrokken om de reorganisatiewaarde te bepalen. Deze inbreng kan weliswaar noodzakelijk zijn om het pre-insolventieakkoord te implementeren maar deze inbreng komt niet toe aan de toegelaten vermogensverschaffers (maar aan de verschaffers van nieuw geld in die hoedanigheid). Hetzelfde geldt in de situatie dat in het kader van het pre-insolventieakkoord aan

de ondernemer-aandeelhouder een aandelenbelang wordt toegekend om van diens voortgezette betrokkenheid verzekerd te zijn. Voor zover de toekenning van dit belang noodzakelijk is om het pre-insolventieakkoord te kunnen implementeren, wordt dat niet toegekend aan de ondernemer-aandeelhouder ten titel van uitkering op zijn oude aandelen maar in ruil voor diens toekomstige betrokkenheid. Dit toegekende belang is dan ook evenmin beschikbaar voor de toegelaten vermogensverschaffers als zodanig en maakt daarmee evenmin onderdeel uit van de reorganisatiewaarde.³⁹

6. Samenvatting en afronding

Waardering vormt een cruciaal onderdeel van een financiële herstructurering onder de WHOA. Een pre-insolventieakkoord waarbij alle klassen hebben ingestemd kan in beginsel snel worden gehomologeerd. In deze situatie kunnen individuele vermogensverschaffers desalniettemin aan de rechtbank verzoeken de homologatie van het pre-insolventieakkoord te weigeren omdat zij op grond van het pre-insolventieakkoord rechten zouden krijgen die een aanmerkelijk lagere waarde hebben dan de “liquidatiewaarde”. In de situatie van een tegenstemmende klasse vermogensverschaffers dient de rechtbank de homologatie van het akkoord te weigeren indien de als gevolg van een pre-insolventieakkoord voor alle ten tijde van de homologatie bestaande aandeelhouders en (naar analogie) “verifieerbare” schuldeisers – in dit artikel gedefinieerd als de “toegelaten vermogensverschaffers” – beschikbaar te komen waarde, niet eerlijk onder de klassen van schuldeisers en aandeelhouders wordt verdeeld. Deze ‘beschikbare waarde’ is de “reorganisatiewaarde”.

In dit artikel hebben wij een aanzet gedaan om de reorganisatiewaarde conceptueel en aan de hand van een praktijkvoorbeeld toe te lichten. Hiervoor hebben wij eerst een toelichting gegeven op de te berekenen “totale ondernemingswaarde”. De totale ondernemingswaarde is de waarde die resteert voor de financiers, dat wil zeggen de verschaffers van eigen en rentedragend vreemd vermogen na voldoening van alle operationele schuldeisers en inachtneming van de kortlopende en langlopende operationele voorzieningen. De reorganisatiewaarde is de waarde die beschikbaar is voor alle toegelaten vermogensverschaffers, inclusief de operationele schuldeisers en de schuldeisers die ten tijde van de homologatie met potentiële of voorwaardelijke vorderingen kunnen opkomen uit hoofde van getroffen voorzieningen.

Om de reorganisatiewaarde te berekenen, dient derhalve, voor zover in de berekening van de totale ondernemingswaarde de bestaande operationele schulden (in het DCF-model) worden voldaan, het bedrag hiervan bij de totale ondernemingswaarde te worden opgeteld. Afhankelijk van het

39 Vgl. N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 137.

antwoord op de vraag of de operationele voorzieningen zijn getroffen ten behoeve van toegelaten vermogensverschaffers, dient het bedrag hiervan ook aan de ondernemingswaarde te worden toegevoegd om tot de reorganisatiewaarde te komen.

De berekening van de reorganisatiewaarde zal vatbaar zijn voor discussie, onder andere vanwege de onzekerheden waarmee ondernemingen in distress te maken hebben en de tijdsdruk waaronder deze waarderungen worden opgesteld. Met onze toelichting op de reorganisatiewaarde hopen wij een aanzet te hebben gegeven voor de ontwikkeling van richtlijnen die de herstructureringspraktijk (ondernemingen, adviseurs, financiers, rechters en waardeerders) houvast geeft bij het uitvoeren en beoordelen van waarderungen in het kader van de WHOA. Gelet op het multidisciplinaire karakter van dit herstructureringsinstrument is het onmogelijk dat slechts één beroepsgroep die handschoen zou oppakken. Wij moedigen een samenwerking tussen de verschillende disciplines van harte aan en hopen met dit artikel een eerste aanzet tot een praktische waarderingsgids te hebben gegeven.