



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Schuldwaardering en renteaanpassing in de WHOA: nut of noodzaak?

Broekema, M.J.R.; Bregonje, A.; Adriaanse, J.A.A.

Citation

Broekema, M. J. R., Bregonje, A., & Adriaanse, J. A. A. (2023). Schuldwaardering en renteaanpassing in de WHOA: nut of noodzaak? *Financiering, Zekerheden En Insolventierechtpraktijk*, 2023(6), 30-35. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/3725149>

Version: Publisher's Version

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/3725149>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

207. Schuldwaardering en renteaanpassing in de WHOA: nut of noodzaak?

DR. M.J.R. BROEKEMA RV, A. BREGONJE MSC CFA EN PROF. DR. J.A.A. ADRIAANSE¹

Waar in de wetenschappelijke literatuur en vooral de praktijk veel aandacht bestaat voor de reorganisatiewaarde en liquidatiewaarde van de onderneming, is er nauwelijks aandacht voor de waardering van schulden en rentevergoedingen. Het voorbijgaan hieraan kan echter vergaande gevolgen hebben voor met name aandeelhouders. Sterker, het kan ertoe leiden dat zij hierdoor onterecht 'out-of-the-money' geraken of juist 'in-the-money' blijven. De vraag is dan ook of de nominale waarde van schulden en nominale rentepercentages economisch gezien als uitgangspunt mogen worden genomen bij een WHOA-akkoord.

1. Inleiding

Rondom de invoering van de Wet Homologatie Onderhands Akkoord (WHOA) op 1 januari 2021 zijn diverse (wetenschappelijke) publicaties verschenen over waarderingsvraagstukken binnen deze procedure.² In het kort komt het erop neer dat voor een reorganisatieakkoord de onderneming dient aan te tonen dat ze in beginsel levensvatbaar is ondanks de financiële problemen waarin zij verkeert, ofwel dat haar reorganisatiewaarde hoger is dan haar liquidatiewaarde. In economische zin kan de reorganisatiewaarde worden beschreven als de waarde van de ('going concern') ondernemingsactiviteiten direct ná het WHOA-akkoord en derhalve de implementatie van het herstructureringsplan. Indien deze *hypothetische* waarde hoger is dan de waarde van de materiële en immateriële activa van de onderneming in een liquidatiescenario, een gedwongen verkoop in een faillissementssituatie, dan wordt aangenomen dat de onderneming daadwerkelijk levensvatbaar is. Populair gezegd, het alternatief voor een WHOA in de vorm van een faillissement levert op dat moment voor de stakeholders minder op, als gevolg waarvan het economisch gezien niet rationeel is de onderneming te liquideren.

Kennelijk zit er, althans dat is de (theoretische) aanname, op basis van het reorganisatieplan meer waarde in voortgang van de onderneming binnen de bestaande juridische entiteit dan in het laten failleren ervan.

De relatief jonge WHOA-praktijk laat zien dat veel discussies plaatsvinden over de reorganisatiewaarden, en in mindere mate over de liquidatiewaarden. Zoals in een eerdere bijdrage in *FIP* door twee van ons beschreven,³ op basis van een interviewonderzoek onder praktijkprofessionals, komen de discussies veelal neer op verschillen van inzicht over de gehanteerde assumpties bij en de berekening van de reorganisatiewaarden, in het bijzonder ten aanzien van de subjectieve elementen die hiervan onderdeel uitmaken. Gedacht kan hierbij onder meer worden aan:

- de geprojecteerde resultaten (opbrengsten minus kosten) en kasstromen (ontvangsten minus uitgaven) van de onderneming in de nabije en verre toekomst;
- het onderliggende business (turnaround) plan van de onderneming, op basis waarvan de toekomstige omzet en ontwikkeling van operationele kosten worden ingeschat;
- de benodigde investeringen in vaste activa en werkkapitaal om de toekomstige kasstromen te realiseren;
- marktrisico's maar ook interne risico's die al dan niet worden meegenomen; en
- de gewogen gemiddelde kosten van het eigen en vreemd vermogen van een bedrijf, ook wel aangeduid als WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

1 Voor volledige overzichten van (neven)werkzaamheden van de auteurs wordt verwezen naar de website van de Universiteit Leiden (www.leiden-univ.nl) en Kroll (www.kroll.com).

2 Zie bijv. S.W. Holterman & S. van den Berg, 'Waardebepaling bij financiële herstructurering en de nieuwe WHOA', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* (2019), p. 159-170; S. van den Berg, W. Holterman & H.T. Haanappel, 'De reorganisatiewaarde onder de WHOA', *Tijdschrift voor Insolventierecht* (2019), p. 81-90; M.J.R. Broekema & J.A.A. Adriaanse, 'Valuation ambiguities under the European Directive on Preventive Restructuring Frameworks: insights from the Netherlands', *The European Business Valuation Magazine* (2022), p. 4-10; M.J.R. Broekema & J.A.A. Adriaanse, 'Restructuring Valuation – Towards a Framework of Principles to Mitigate Multi-Party Valuation Fights in Workouts', *The European Business Valuation Magazine* (2023), p. 22-28.

3 Zie J.A.A. Adriaanse, M.J.R. Broekema, L.R. Bunk & J.M.W. Pool, 'WHOA in de praktijk: eerste ervaringen en inzichten in beeld', *FIP* 2023/81 (afl. 3).

In een aantal gerechtelijke WHOA-uitspraken – zie bijvoorbeeld de casussen *Steinhoff*, *IHC* en *Vroon*⁴ – komen deze tegengestelde visies zichtbaar terug. Sterker, een groot deel van deze procedures draaide om de waardering. In het bijzonder speelde dan de vraag in hoeverre aandeelhouders ‘*out-of-the-money*’ waren en als gevolg daarvan hun economische rechten zouden verliezen ten gunste van schuldeisers die wel ‘*in-the-money*’ waren. Voor de helderheid: hoe groter het (positieve) verschil tussen de vastgestelde reorganisatiewaarde en de uitstaande schuldpositie, hoe groter de kans dat stakeholders met een claim op de (rest)waarde (*residual value*) – in het algemeen aandeelhouders en schuldeisers zonder zekerheidsrechten – niet *out-of-the-money* zijn en blijven meedelen in de (theoretische c.q. hypothetische) waarde van de onderneming. Het is dan ook van belang dat de marktwaarde van de schuld goed is vastgesteld, in het bijzonder bij een ‘*debt-for-equity swap*’, waarbij een (veelal) gesecuritiseerde schuldeiser via een ruil (deels) transformeert naar aandeelhouder, en daarmee zicht houdt op mogelijke toekomstige waardecreatie (middels een claim op de toekomstige kasstromen) van de onderneming ná homologatie van het WHOA-akkoord. Dit alles ten koste van de rechten van zittende aandeelhouders hierop. Deze feitelijke ‘onteigening’ die het gevolg kan zijn van een WHOA-akkoord behoeft als vanzelfsprekend behoedzaamheid, en dus ook als het gaat om het vaststellen van de reorganisatiewaarde. In de praktijk bestaat dan ook een groeiende behoefte, zo kwam ook naar voren uit het genoemde interviewonderzoek, om meer handvatten en richtlijnen te ontwikkelen om het gat tussen uiteenlopende visies op ‘de waarde’ te verkleinen.

Economische schuldwaarde en renteaanpassing dienen belangrijke begrippen in de WHOA te worden

Een tot nu toe onderbelicht waarderingsvraagstuk, zowel in de literatuur als in de praktijk, bevindt zich echter aan de ‘andere kant’ (creditzijde) van de balans van de onderneming. Dit betreft de hiervoor al genoemde *marktwaarde* van de schulden in een WHOA-situatie (derhalve niet de nominale waarde), evenals de te hanteren rentevoet *ex post* en het *ex ante*-effect op het WHOA-akkoord. In deze bijdrage lichten wij deze ogenschijnlijk vreemde, zo niet paradoxale situatie toe aan de hand van een voorbeeld, waarbij een eenvoudige basisregel uit de bedrijfseconomie steeds in het achterhoofd moet worden gehouden. Namelijk, dat ‘risico’ en ‘rendement’ altijd samengaan. Hoe hoger het risico dat een rationele verschaffer van vreemd vermogen loopt, des te meer rentevergoeding hij wenst (ter

dekking van mogelijke toekomstige verliezen vanwege het risico op non-betaling). Daarbij, hoe meer onderpand een kredietnemer kan geven, hoe lager het risico, hoe lager de gewenste vergoeding. En vice versa.

De onderstaand beschreven problematiek speelt in de praktijk vooral bij meerdere klassen van gesecuritiseerde leningverschaffers. Omwille van leesbaarheid en om de focus te houden op het onderwerp waar het hier om draait, wordt in het voorbeeld echter uitgegaan van slechts één klasse van leningverschaffers.

2. De problematiek van rente en schulden in de WHOA nader geduid

De problematiek rondom schulden in de WHOA, en de mogelijke gevolgen ervan voor het akkoord, laat zich in onze ogen het best uitleggen aan de hand van een vereenvoudigd voorbeeld. Stel, een onderneming heeft in goede tijden een bankfinanciering van € 1 miljard verkregen waarmee een overname door middel van een activa-passivatransactie is gefinancierd. De rente is 5% per jaar en gebaseerd op een destijds gangbaar tarief, rekening houdend met het risicoprofiel van de onderneming. De aflossingstermijn is 20 jaar, waarbij jaarlijks een deel wordt afgelost. Voor deze financiering heeft de onderneming (senior) zekerheden verstrekt op al haar activa (na de overname). De dekking bedroeg op dat moment € 1,5 miljard (150%). In een vereenvoudigde (conceptuele) balans⁵ ziet dit er als volgt uit (figuur 1).

Balans onderneming direct na overname (x € 1 miljoen)			
Activa		Passiva	
Activa vóór overname	500	Eigen vermogen	250
Overgenomen activa	1.000	Lening in verband met overname (senior; 5%; looptijd nominaal 20 jaar)	1.000
		Handelsschulden	250
Totaal	1.500		1.500

Figuur 1. Balans onderneming direct na overname

Helaas blijkt de overname na enkele jaren een mislukking, dit alles in combinatie met algehele verslechterde omstandigheden voor deze onderneming in de markten waarin ze actief is. Het resultaat is een zwaar verliesgevende situatie en een negatief eigen vermogen. De onderneming besluit een WHOA-procedure te starten om tot een gezondere financieringsstructuur te komen. Het ingezette operationele turnaround-plan blijkt in de tussentijd haar (eerste) vruchten af te werpen. Echter, deze positieve ontwikkeling zal de komende jaren tot onvoldoende kasstromen leiden

4 Auteurs verwijzen hierbij respectievelijk naar de volgende uitspraken hieromtrent: ECLI:NL:RBAMS:2023:4152, ECLI:NL:RBROT:2023:2800 en ECLI:NL:RBZWB:2023:5306. Auteurs waren direct of indirect (via BFI dan wel Kroll) betrokken bij deze casussen als waarderingsdeskundige(n) voor een of meer betrokken partijen.

5 De in dit artikel opgestelde balansen zijn conceptueel van aard en ter illustratie bedoeld. Deze zijn daarmee niet vergelijkbaar met balansen die in de praktijk in het kader van externe verslaggevingsdoelinden worden opgesteld.

om daarmee aan de rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen, laat staan dat er voldoende ruimte is voor noodzakelijke investeringen. Kortom, de schuld ‘hangt als een molensteen om de nek van de onderneming’.

Het vaststellen van de marktwaarde van de schuld binnen een WHOA-waardering is niet alleen nuttig maar ook noodzaak

Een onafhankelijke business valuator heeft de reorganisatiewaarde van de onderneming in het kader van de WHOA-procedure bepaald op € 750 miljoen, en de liquidatiewaarde van de activa op € 350 miljoen. Uitgaande van de positieve ontwikkeling van de operationele turnaround kan derhalve worden gesteld dat de onderneming in beginsel levensvatbaar is. In een vereenvoudigde en op de reorganisatiewaarde gebaseerde (conceptuele) balans ziet de situatie er in de WHOA-procedure (net vóór homologatie van het akkoord) als volgt uit (figuur 2). Nota bene, er is sinds de overname € 100 miljoen afgelost, waardoor de nominale waarde van de schuld nog € 900 miljoen bedraagt.

Balans onderneming in de WHOA-procedure vóór het akkoord (x € 1 miljoen)			
Activa		Passiva	
Reorganisatiewaarde onderneming	750	Eigen vermogen	-/- 250
		Lening in verband met overname (senior; 5%; looptijd nominaal 20 jaar)	900
		Handelsschulden	75
		Belastingenschuld	25
Totaal	750		750

Figuur 2. Balans onderneming in de WHOA-procedure vóór het akkoord

Om de schuld weer draagbaar te maken, wordt een WHOA-akkoord voorbereid met betrekking tot de overnamelening en de openstaande schuld bij de Belastingdienst. De handelsschulden blijven buiten beschouwing, om geen onrust en *race tot collect* onder de leveranciers te creëren. Doel is om de rente- en aflossingsverplichtingen dusdanig te verlagen dat deze door de onderneming in de nieuwe situatie kunnen worden gedragen, en dat er voldoende ruimte is om te investeren. Daarnaast wordt beoogd om de solvabiliteit enigszins te herstellen naar een positief en acceptabel niveau voor leveranciers, financiers en kredietverzekeraars. Aangezien de aandeelhouders op basis van de analyse van

de business valuator out-of-the-money zijn, zowel in het reorganisatie- als het liquidatiescenario⁶, en om toekomstig waardeverlies voor de gesecuritiseerde kredietverschaffers te beperken (en wellicht op termijn enige waardecreatie te realiseren) wordt gedeeltelijk een *debt-for-equity swap* voorgesteld, ofwel een omruil van schuld naar aandelen voor deze ‘klasse’. Concreet zal € 250 miljoen van de bank-schuld in aandelen worden omgezet, waarmee de aandeelhouders al hun rechten kwijtraken en de verschaffers van de overnamefinanciering de facto eigenaar worden. De Belastingdienst, als afzonderlijke klasse, blijkt daarnaast bereid om € 10 miljoen kwijt te schelden. In een vereenvoudigde (conceptuele) balans ziet de situatie er ná de WHOA-procedure als volgt uit (figuur 3).

Balans onderneming in de WHOA-procedure ná het akkoord (x € 1 miljoen)			
Activa		Passiva	
Reorganisatiewaarde onderneming	750	Eigen vermogen	10
		Lening in verband met overname (senior; 5%; looptijd nominaal 20 jaar)	650
		Handelsschulden	75
		Belastingenschuld	15
Totaal	750		750

Figuur 3. Balans onderneming in de WHOA-procedure ná het akkoord.

Zoals in de balans is te zien, is het eigen vermogen weer (nipt) positief en is de onderneming ‘verlost’ van een behoorlijk deel van haar schulden, als gevolg waarvan rente- en aflossingsverplichtingen substantieel dalen en er weer ruimte ontstaat om te investeren. *So far so good*, zou men kunnen zeggen, en hier eindigt het dan ook vaak in de praktijk.

2.1 Wel of geen renteaanpassing bij een WHOA?

Echter, wanneer met een economische bril naar de dekking van de zekerheidsrechten wordt gekeken, dan ontstaat alsnog een negatief beeld voor de leningverschaffers. Immers, tegenover een senior lening van € 650 miljoen staat nog maar een dekking van € 750 miljoen (115% versus 150% bij aanvang). Anders gezegd: er is (nog steeds) sprake van een hoog risico voor deze financier. En stel dat de lening niet lang na het WHOA-akkoord geherfinancierd moet worden, dan ontstaat naar verwachting de situatie dat de financierende partijen het hoge risico als gevolg van de lage dekking gecompenseerd willen zien in een fors hogere rentevergoeding. Denk hierbij bijvoorbeeld aan opslagen van enkele procenten op de reguliere rentetarieven.

6 In het gebruikte voorbeeld is verondersteld dat de reorganisatiewaarde hoger is dan de liquidatiewaarde, waardoor homologatie van het akkoord mogelijk zou zijn. Het vraagstuk rondom liquidatiewaarde versus (economische) reorganisatiewaarde van de schuld is in deze casus dan ook verder niet relevant.

Hieruit volgt de bijna principiële vraag in hoeverre partijen, om aan te sluiten bij de dan bestaande nominale schuld, een hogere rente in ogenschouw moeten nemen direct na het WHOA-akkoord, dan wel als onderdeel van het akkoord. Indien deze hogere rente in ogenschouw moet worden genomen, wat betekent dit dan voor de marktwaarde (of economische waarde) van deze schuld, de renten afloscapaciteit van de onderneming, en daarmee de (economische) levensvatbaarheid c.q. reorganisatiewaarde van de onderneming? Ter illustratie: 5% méér rente op € 650 miljoen, betekent een extra (bruto) uitgave per jaar van € 33,5 miljoen. Heeft de onderneming in haar business plan – dat de basis vormt voor de reorganisatiewaardeberekening – hierin voorzien? En zo nee, in hoeverre leidt een negatieve aanpassing van de kasstroomprognoses tot een andere visie op het reorganisatieplan, de levensvatbaarheid van de onderneming en het bijbehorende risicoprofiel? Anders gezegd: er kunnen situaties ontstaan waarbij zonder renteaanpassing aandeelhouders mogelijk in-the-money blijven, met daarmee een (te grote) claim op de kasstromen voor de aandeelhouders na de reorganisatie, terwijl deze er economisch gezien feitelijk niet meer is. Maar, het kan ook andersom, wanneer de rente in het akkoord te hoog wordt vastgesteld. Dit roept dan ook uiteindelijk de vraag op of in alle WHOA-trajecten hier niet expliciet aandacht aan moet worden besteed. Te meer omdat de schuldpositie ná het WHOA-akkoord anders geen enkele reflectie behelst van hoe in het economisch verkeer naar schuldfinanciering wordt gekeken.⁷ Ergo, geen enkele rationele investeerder zal in de praktijk zomaar genoeg nemen met een (te) lage rente als sprake is van relatief weinig zekerheidsrechten. Dit geldt evenzeer op het moment dat een financiering ná het WHOA-akkoord nog enkele jaren doorloopt. In feite ‘ijlt’ het hoge risico van financiers op een alsnog mislukte reorganisatie (met mogelijk hoge kredietverliezen als gevolg) daarmee nog jaren door en daar willen rationele financiers voor worden gecompenseerd.

2.2 Nominale schuld of economische waarde van de schuld als uitgangspunt in de WHOA?

Een bijkomend probleem betreft de waarde van de schuld in het economisch verkeer. Ook dit probleem laat zich het meest eenvoudig uitleggen met een voorbeeld. Stel dat de in ons eerdere voorbeeld gebruikte lening een obligatieleening is, die vrij kan worden verhandeld op een obligatiebeurs. De koers van de obligatie kan dan worden gezien als de marktwaarde van de schuld op een bepaald moment, ofwel de ‘fair market value’. Eenvoudig geredeneerd, hoe meer vertrouwen er op de markt in het bedrijf bestaat, hoe groter de (perceptie van de) kans dat de onderneming aan haar rente- en aflossingsverplichtingen voldoet. Dit zal onder normale omstandigheden leiden tot een *fair market value* die dicht bij de nominale waarde ligt. Andersom, als er weinig vertrouwen op terugbetaling is – zoals in ons voorbeeld, waarin de onderneming in een zwaarweersitu-

atie verkeert – dan zal zich dat uiten in een lagere koers (*fair market value*) ten opzichte van de nominale waarde. De economische waarde van de schuld neemt hierdoor dus af. Hypothetisch zou de onderneming dan nieuwe financiering kunnen aantrekken om daarmee de bestaande obligatiehouders uit te kopen tegen de lagere marktwaarde. Hiermee reorganiseert zij haar (creditzijde van de) balans.

De schuldpositie ná het WHOA-akkoord behelst zonder aanpassing geen enkele reflectie van hoe in het economisch verkeer naar schuldfinanciering wordt gekeken

In een WHOA-context kan dit in theorie vervolgens tot de volgende situatie leiden, namelijk dat de economische waarde van de schuld beduidend lager is door het gebrek aan vertrouwen van beleggers in schuldposities. Stel dat de eerdergenoemde overnamelening van € 900 miljoen (er was reeds € 100 miljoen afgelost; zie hiervoor) ‘op de markt’ nog maar € 600 miljoen waard is (of, wanneer deze door de schuldverstrekker op de markt zou worden gebracht, tegen deze prijs zou worden overgenomen). Dan ontstaat het volgende beeld, mede ook in het licht van de berekende reorganisatiewaarde van € 750 miljoen (figuur 4).

Balans onderneming in de WHOA-procedure vóór het akkoord, rekening houdend met de marktwaarde van de lening in verband met overname (x € 1 miljoen)			
Activa		Passiva	
Reorganisatiewaarde onderneming	750	Eigen vermogen	50
		Economische waarde lening in verband met overname (senior; 5%; looptijd nominaal 20 jaar)	600
		Handelsschulden	75
		Belastingenschuld	25
Totaal	750		750

Figuur 4. Balans onderneming in de WHOA-procedure vóór het akkoord.

Het bovenstaande laat ten opzichte van de eerdere balansen een situatie zien waarin zowel de activa als passiva op marktwaarden zijn gewaardeerd. Dit betekent vervolgens dat de aandeelhouders in economische zin bij voorbaat *niet* out-of-the-money zijn. Natuurlijk realiseren we ons dat de schuld nominaal nog steeds € 900 miljoen is, en dat een kwijtschelding van rente- en aflossingsverplichtingen in juridische zin over dat bedrag gaat. Wat we echter willen laten zien is, dat het vanuit economisch-theoretisch perspectief niet zomaar vanzelfsprekend is dat de nominale waarde van de schuld simpelweg als uitgangspunt kan worden genomen in een WHOA-traject, althans als beoogd wordt een schuldsanering door te voeren zuiver op basis

⁷ In o.m. het WHOA-traject in ECLI:NL:RBAMS:2021:6522 heeft dit vraagstuk overigens wel gespeeld.

van economische uitgangspunten, zoals de reorganisatiewaarde in de WHOA ook is bedoeld. Ten overvloede, deze discussie raakt direct de rechten van aandeelhouders omdat zij in situaties waarin geen rekening wordt gehouden met de *fair market value* van schulden en rentevergoedingen hun rechten volledig kunnen kwijtraken, of soms onrecht behouden. Kortom, dit is een belangrijk en principieel discussiepunt voor de praktijk.

Aanzienlijk minder aandacht lijkt er in de praktijk te zijn voor het bepalen van daadwerkelijk marktconforme rentevergoedingen en van de marktwaarde van de schuld na homologatie van het akkoord

Het bovenstaande roept wel vragen op over de waardebepaling van de schuld in een imperfecte marktsituatie, waarin op dat moment niet (in het openbaar) wordt gehandeld in de schuld, bijvoorbeeld omdat sprake is van een onderhandse lening of een bancaire krediet (zoals in het MKB gebruikelijk is). Het is dan lastiger om de *fair market value* te bepalen, omdat geen sprake is van vraag en aanbod. Deze zogenaamde *pricing* van de lening is echter niet onmogelijk en in de praktijk worden ook regelmatig als zodanig marktwaarden van schulden en rentepercentages berekend. In de volgende paragraaf worden enkele elementen in kaart gebracht, die in de WHOA-praktijk als startpunt kunnen dienen voor een meer economische kijk op de schuldwaarde en het rentevraagstuk.

3. Schuldwaardering en renteaanpassing in de WHOA-praktijk: waar te beginnen?

Wanneer het schuldwaarde- en rentevraagstuk wél wordt meegenomen – in onze beleving niet slechts nut maar noodzaak – dan moeten de volgende (niet-limitatieve) elementen in elk geval in ogenschouw worden genomen voor de bepaling van de rente en de *fair market value* van de schuld:

- De (synthetische) ‘*credit rating*’ van de onderneming (en als deze niet bestaat, bijvoorbeeld vanwege de beperkte omvang van de onderneming, dan dient een ‘*peer group analysis*’ te worden gedaan). Bekende bronnen voor credit ratings betreffen: Standard & Poor’s, Moody’s en FitchRatings.
- Relevante credit rating ratio’s, waaronder de Debt / Equity ratio, en Interest Coverage Ratio’s.
- De zogenoemde ‘*debt hierarchy*’, ofwel de samenstelling van de schulden op de balans, en de zogeheten ‘*debt credit ratings*’, ofwel toekomstgerichte opinies over de kans dat een onderneming de schuld zal aflossen. Ook deze ratings zijn te vinden bij bovengenoemde bronnen.

- De mate waarin de onderneming ná het WHOA-akkoord zekerheden kan afgeven c.q. zekerheid kan bieden op bestaande activa.
- De looptijd van de diverse leningen.
- De WACC, en dan in het bijzonder in hoeverre de daarbinnen gehanteerde kostenvoet van het vreemd vermogen als representatief kan worden beschouwd voor het bepalen van de marktwaarde van het aanwezige vreemd vermogen. Immers, de WACC is gebaseerd op marktwaarden en derhalve dient ook de kostenvoet voor het vreemd vermogen op deze wijze te worden meegenomen in de bepaling van de WACC.

Met behulp van bovenstaande analyses kan tot (meer) adequate rentevergoedingen worden gekomen, die recht doen aan de economische positie van de onderneming, evenals een betere inschatting van de *fair market value* van de in de WHOA betrokken schulden. Samenvattend: de berekende rente dient een reflectie te zijn van de rente die een hypothetische nieuwe financier in rekening zou brengen voor de schuld zoals die na het WHOA-akkoord bestaat, rekening houdend met de resterende zekerheden en het nieuwe risicoprofiel.

4. Conclusies en aanbevelingen voor de praktijk

Het bovenstaande brengt ons tot de volgende conclusies en aanbevelingen. De ervaringen in de WHOA-praktijk tot zover leren dat bij het bepalen van de reorganisatiewaarde voornamelijk aandacht uitgaat naar het bepalen van de operationele kasstromen die middels het plan kunnen worden gerealiseerd, de daarmee samenhangende disconteringsvoet, en de hieruit volgende reorganisatiewaarde. Aanzienlijk minder aandacht lijkt er te zijn voor het bepalen van daadwerkelijk marktconforme rentevergoedingen en van de marktwaarde van de schuld na homologatie van het akkoord. Veelal wordt de nominale waarde van de schuld afgezet tegen de reorganisatiewaarde om te bepalen welke schuldeiser in-the-money of out-of-the-money is. Echter, de marktwaarde van de schuld is in de meeste gevallen niet gelijk aan de nominale waarde van de schuld, zoals hiervoor is toegelicht middels het voorbeeld.

Dit vraagstuk speelt te meer bij schuldposities die niet in de vorm van beursgenoteerde obligaties worden verhandeld en derhalve als zodanig geen bepaalde marktwaarde hebben. In plaats daarvan bezitten veel bedrijven juist schulden die niet worden verhandeld, zoals bankleningen. Het vaststellen van de marktwaarde van de schuld binnen een WHOA-waardering is echter ook in deze situaties niet alleen nuttig, maar ook noodzaak, want het zegt iets over de economische waarde en het voorkomt dat partijen anders mogelijk onterecht waarde verliezen dan wel waarde winnen (wij realiseren ons uiteraard en andermaal dat juridisch gezien de nominale waarde van de schuld wel degelijk de onderliggende ‘*liability*’ is). Concluderend, naast de ‘liquidatiewaarde’ en ‘reorganisatiewaarde’ dienen ook ‘economische schuldwaarde’ en ‘renteaanpassing’ belangrijke begrippen

in de WHOA te worden. En alhoewel het voorbeeld in dit artikel is toegespitst op grote ondernemingen, is dit economisch gezien ook de situatie in het MKB, waardoor ook in die situaties hier rekening mee moet worden gehouden.

Als laatste, wij hopen met dit artikel een ‘waardevolle’ bijdrage te leveren aan de meer economisch-gedreven vraagstukken binnen de WHOA en vooral een noodzakelijke discussie op gang te brengen omtrent dit tot nu toe onderbelichte vraagstuk.

Dit artikel is afgesloten op 23 augustus 2023.

Over de auteurs

Dr. M.J.R. (Marc) Broekema RV

Verbonden aan de afdeling Bedrijfswetenschappen van de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de Universiteit Leiden. Hij is daarnaast managing director bij Kroll te Amsterdam. Hij is ook Raad (plv.) in de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam.

A. (Alexander) Bregonje MSc CFA

Managing director bij Kroll te Amsterdam en gastdocent aan de Erasmus School of Economics, Erasmus Universiteit, Rotterdam.

Prof. dr. J.A.A. (Jan) Adriaanse

Als hoogleraar verbonden aan de afdeling Bedrijfswetenschappen van de Leiden Law School, Universiteit Leiden. Lid van het faculteitsbestuur (Interim Vice-Decaan Onderwijs) en tevens director bij Kroll, te Amsterdam.