



Universiteit
Leiden
The Netherlands

**De liquidatiewaarde gezien vanuit een economisch perspectief:
Naschrift [bij P. Neijt, De liquidatiewaarde onder de loep]**
Broekema, M.J.R.

Citation

Broekema, M. J. R. (2024). De liquidatiewaarde gezien vanuit een economisch perspectief: Naschrift [bij P. Neijt, De liquidatiewaarde onder de loep]. *Herstructurering & Recovery Online*, 2024. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/4171661>

Version: Not Applicable (or Unknown)
License: [Leiden University Non-exclusive license](#)
Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/4171661>

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

De liquidatiewaarde onder de loep

HERO 2024 / P-028

2 september 2024

De liquidatiewaarde speelt een cruciale rol bij de homologatie van akkoorden. In de praktijk lijkt de bepaling ervan eenvoudig. Dit heeft geresulteerd in weinig discussie in de rechtspraak over de liquidatiewaarde tot nu toe. In de Evaluatie WHOA wordt gesignaleerd dat de liquidatiewaarde in de praktijk vaak weinig wordt onderbouwd (zie WODC-rapport [Evaluatie Wet homologatie onderhands akkoord](#), p. 61): *“Een onderbelicht aspect in de WHOA-praktijk betreft de ‘liquidatiewaarde’. Deze wordt vaak als een ‘tick-the-box’ beschouwd door partijen en de rechter en lijkt niet vaak te worden onderbouwd. In complexe WHOA-situaties – met bijvoorbeeld hele specifieke activa – kan dit ook controverse opleveren. Ook hier zou meer aandacht voor moeten bestaan in de praktijk, aldus enkele deelnemers. Bijvoorbeeld door ook hier nadere richtlijnen voor te ontwikkelen.”*

Een te lage liquidatiewaarde schaadt echter de minimale bescherming van schuldeisers. De ondergrens van elk akkoord en de rechtvaardiging voor de inbreuk op hun rechten ligt immers in de verwachting dat zij bij een faillissement niet meer zullen ontvangen. Het is daarom belangrijk de liquidatiewaarde goed vast te stellen. Tegelijk geldt dat een diepgravend onderzoek daarnaar kostbaar is. Dit artikel beoogt daarom de liquidatiewaarde nader te belichten. Ik zal de waarde hoofdzakelijk vanuit juridisch perspectief benaderen en probeer het kostenaspect in perspectief te plaatsen.

Inleiding

De liquidatiewaarde speelt op drie plaatsen in de WHOA een rol, namelijk als in het kader van de no-creditor-worse-off, als toegangsvereiste en in het kader van de informatieplicht. De rol en daarmee de berekening van de liquidatiewaarde is telkens subtiel anders. Vervolgens wordt ingegaan op de wijze waarop de verschillende liquidatiewaardes moeten worden berekend en welke onderdelen daarbij wel of niet van belangrijke betekenis zijn.

Wat is de rol van de liquidatiewaarde in de WHOA?

De liquidatiewaarde komt op verschillende plaatsen in de WHOA terug. Steeds heeft die liquidatiewaarde een subtiel andere betekenis. Soms is het nodig een analyse te doen van de verhaalsmogelijkheden vanuit een faillissementsperspectief, soms kan worden volstaan met de waarde van losse activa, soms speelt de rangorde een rol. Wat er precies moet worden gewaardeerd, is afhankelijk van het belang van de liquidatiewaarde voor de desbetreffende juridische toets.

De liquidatiewaarde als minimumdrempel (no-creditor-worse-off)

De liquidatiewaarde fungeert als een minimumdrempel voor de acceptatie van een WHOA-akkoord door schuldeisers. Schuldeisers stemmen in met het akkoord indien zij verwachten meer te ontvangen dan bij liquidatie. De liquidatiewaarde vormt daarmee een referentiepunt om de redelijkheid van het akkoord te beoordelen. Uitgangspunt en rechtvaardiging voor elk akkoord is dat schuldeisers nooit minder mogen ontvangen op basis van het akkoord dan zij zouden ontvangen in het meest waarschijnlijke alternatieve scenario (zie A.M. Mennens, *Het dwangakkoord buiten surseance en faillissement (Onderneming en recht nr. 118)*, Deventer: Wolters Kluwer 2020, par 126). Dit uitgangspunt is bijvoorbeeld vastgelegd in de Herstructureringsrichtlijn (Richtlijn betreffende herstructurering en insolventie (EU) 2017/1132). In de WHOA is een beperkter uitgangspunt opgenomen vastgelegd. De homologatie van een akkoord moet volgens de WHOA worden geweigerd als blijkt dat schuldeisers op basis van het akkoord slechter af zijn dan bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement (zie art. 384 lid 3 Fw). Met een ander scenario dan een faillissement hoeft volgens de wet dus geen rekening te worden gehouden. Het is alleen nodig om te kijken naar de meest waarschijnlijke wijze van afwikkeling van het faillissement.

De weigeringsgrond van artikel 384 lid 3 Fw wordt alleen getoetst als daarop een beroep wordt gedaan. Dit betekent dus dat het aan een (tegenstemmende) individuele schuldeiser is om zich te beroepen op de bescherming die deze liquidatiewaarde biedt. Is het denkbaar dat deze liquidatiewaarde per schuldeiser verschilt? Ik denk van wel. Enkele voorbeelden maken dit direct duidelijk: een verhuurder krijgt in faillissement de positie van boedelschuldeiser (zie art. 39 Fw); de pandhouder is separatist; de Belastingdienst kan zich verhalen op bodemzaken. Voor ieder van hen geldt dat zij in het akkoord meer moeten ontvangen dan in het geval van een faillissement. Er bestaat op dit punt nog geen rechtspraak, maar uitgaande van de beschermingsgedachte die van artikel 384 lid 3 Fw uitgaat, is wel aannemelijk dat de individuele positie van schuldeisers in een faillissement een rol kan spelen bij het beoordelen of aan de no-creditor-worse-off-toets is voldaan.

In de rechtspraak is wel uitgemaakt dat met de individuele positie van schuldeisers geen rekening moet worden gehouden als het gaat om hun verhaalsmogelijkheden buiten het vermogen van de schuldenaar om (zie Rechtbank Limburg 8 oktober 2021, [ECLI:NL:RBLIM:2021:8851](#)):

“Naar het oordeel van de rechtbank wordt onder andere met de regel in artikel 384 lid 3 Fw beoogd dat de betreffende schuldeiser (of aandeelhouder) het deel van de waarde van de onderneming ontvangt waar hij - rekening houdend met zijn positie ten opzichte van de andere schuldeisers en aandeelhouders - ten minste recht op heeft. In dit artikel wordt dat gewaarborgd met de daarin vervatte hoofdregel dat een schuldeiser niet kan worden gedwongen om middels het akkoord genoeg te nemen met een kleiner aandeel in de waarde dan hij in faillissement zou ontvangen. Bij het maken van die afweging hoort dat daarbij alleen wordt gekeken naar de waarde van de onderneming, in faillissement bestaande uit het te vereffenen vermogen van (enkel) de schuldenaar. Het is immers slechts die waarde waar de gezamenlijkheid van schuldeisers en aandeelhouders aanspraak op heeft. En slechts de eerlijke verdeling van die waarde is waar deze bepaling op ziet.”

In deze uitspraak is de op dit moment geldende lijn vastgelegd, namelijk dat voor de beoordeling van de no-creditor-worse-off-toets niet van belang is of een bepaalde verhaalsmogelijkheid (in dit geval een garantie) op een derde vervalt door het akkoord, terwijl de schuldeiser daarop wel een aanspraak kan maken in faillissement.

De toets in het kader van artikel 384 lid 3 Fw moet dus volgens de volgende stappen worden vastgesteld. De schuldeiser moet beginnen met vast te stellen wat de waarde is van het vermogen van de schuldenaar bij vereffening in faillissement. Daarbij is van belang wat het meest waarschijnlijke scenario van afwikkeling van het faillissement zal zijn. Daarna zal de schuldeiser moeten vaststellen wat zijn aanspraak op die waarde is in geval van een faillissement. Aanspraken die de schuldeiser op derden heeft, spelen in beginsel geen rol.

De liquidatiewaarde als toegangsvereiste

Om toegang te krijgen tot de middelen die de WHOA biedt, is nodig dat een schuldenaar verkeert in een toestand waarin het aannemelijk is dat hij met het betalen van zijn schulden niet zal kunnen voortgaan (zie art. 370 Fw). Het uitgangspunt bij deze toets is dat de schuldenaar nog wel in staat is om haar lopende verplichtingen te voldoen. Maar, als sprake is van een liquidatieakkoord of om een andere reden sprake is van een negatieve exploitatie, dan wordt gekeken naar de meerwaarde van een akkoord boven de liquidatiewaarde. Dezelfde toets wordt gebruikt bij beoordeling van de vraag of het afkondigen van een afkoelingsperiode in het belang van de gezamenlijke schuldeisers is (zie Rb. Oost-Brabant 12 juni 2023, [ECLI:NL:RBOBR:2023:2900](#) en Rb. Rotterdam 8 maart 2021, [ECLI:NL:RBROT:2021:1887](#); wanneer sprake is van een negatieve exploitatie van belang wat de meerwaarde van het akkoord is ten opzichte van een afwikkeling in faillissement). Een mogelijke tweede liquidatiewaarde dus.

In de rechtspraak wordt deze liquidatiewaarde ook wel aangeduid als de belangrijke ‘plus’ (zie Rb. Gelderland 25 april 2024, [ECLI:NL:RBGEL:2024:2465](#)). In de rechtspraak is nog geen antwoord gegeven op de vraag of voor het vaststellen van deze plus een vergelijking moet worden gemaakt met het meest waarschijnlijke faillissementsscenario, of dat daarvoor naar een andere wijze van liquidatie moet worden gekeken. Het niet kunnen voortgaan met het betalen van schulden, hoeft niet noodzakelijk te betekenen dat een schuldenaar failliet zal gaan. Het is ook mogelijk dat deze toestand erin bestaat dat zekerheden zullen worden uitgewonnen of dat wordt gekozen voor een liquidatie van het vermogen van de schuldenaar buiten faillissement. Het zou in het kader van artikel 370 Fw daarom minder logisch zijn om alleen maar te kijken

wat er in een faillissement gaat gebeuren. Daarbij is het niet gerechtvaardigd een schuldenaar toegang te geven tot de middelen die de WHOA biedt, als een andere wijze van afwikkeling beter past. Er is dus een duidelijk verschil met de hiervoor genoemde liquidatiewaarde, die uitgaat van ‘vereffening in faillissement’.

In de praktijk wordt bij het vaststellen van de hiervoor genoemde ‘plus’, regelmatig een beroep gedaan op de bijzondere positie van de Belastingdienst. Die neemt namelijk in de regel genoeg met het dubbele percentage van de concurrente schuldeisers, waarmee elk akkoord beter is dan een afwikkeling in faillissement. Een belangrijk voordeel voor de concurrente schuldeisers. Maar, dit vormt niet ‘de plus’ waar het hier om gaat. Het gaat namelijk om de vraag welke meerwaarde met een akkoord wordt gerealiseerd. De voor het collectief beschikbare meerwaarde van een akkoord ten opzichte van de liquidatiewaarde rechtvaardigt dat door middel van het akkoord wordt ingegrepen in de rechten van schuldeisers. De wijze van verdeling van die meerwaarde speelt geen rol (zie Rechtbank Den Haag, 16 december 2021, [ECLI:NL:RBDHA:2021:13888](#), r.o. 4.13).

Ik meen dat de kosten van een faillissement ook geen rol zouden mogen spelen bij bepaling van deze liquidatiewaarde. Als de plus moet worden vastgesteld aan het begin van een herstructurering, bijvoorbeeld in het kader van een afkoeling, spelen naast de kosten van een faillissement evenzeer de kosten van de herstructurering. Dit zou betekenen dat de berekening van de plus moet uitgaan van de waarde in het meest waarschijnlijke liquidatiescenario, verminderd met de kosten van dit scenario en vermeerderd met de kosten van een herstructurering. Een dergelijke berekening zal in het begin van een WHOA-traject onnodig of zelfs onmogelijk zijn.

De liquidatiewaarde als informatieplicht

In de WHOA speelt de liquidatiewaarde ook een rol bij de informatieverplichting. Bij de aanbieding van een akkoord moet informatie worden gegeven over de opbrengst die naar verwachting gerealiseerd kan worden bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement (zie art. 375 lid 1 sub f Fw). Hier gaat het opnieuw om de waarde van het vermogen van de schuldenaar bij vereffening in faillissement. Maar hier kan niet worden volstaan met het geven van inzicht in het vermogen van de schuldenaar. Bij de liquidatiewaarde die wordt gebruikt voor de no-creditor-worse-off geldt dat eventuele verhaalsmogelijkheden jegens derden geen rol spelen. Bij de informatieverplichting is dit een beetje anders. Het doel van artikel 375 Fw is dat de schuldeisers zodanig worden geïnformeerd, dat zij een beslissing kunnen nemen over de vraag of zij voor of tegen het akkoord stemmen. Hierbij kan het weldegelijk van belang zijn of schuldeisers bij de schuldenaar bekende verhaalsmogelijkheden op derden verliezen door het akkoord. Als een voorgenomen akkoord bijvoorbeeld invloed heeft op de verhaalspositie van schuldeisers jegens niet in het akkoord betrokken gelieerde partijen, moeten zij hiervan wel op de hoogte zijn om zich een goed oordeel over hun positie te kunnen vormen en op basis van die informatie te bepalen hoe zij zullen stemmen (zie rechtbank Amsterdam 15 mei 2024, [ECLI:NL:RBAMS:2024:344](#)). Naast de liquidatiewaarde van het vermogen van de schuldenaar, moet dus inzicht worden gegeven in de liquidatiewaarde van vermogen van derden.

Een voorbeeld om het subtiele verschil tussen de informatieplicht en de toets uit artikel 384 lid 3 Fw te illustreren: een concern van twee vennootschappen A en B. Een bank heeft deze twee vennootschappen gefinancierd onder hoofdelijke verbondenheid. A heeft aan de bank een pandrecht gegeven op inventaris en B heeft een hypotheekrecht verstrekt op haar OG. Alleen voor A wordt een akkoord aangeboden. Wat moet er nu in het kader van de informatieplicht worden gedeeld?

Stel dat de bank een vordering heeft van 100, de waarde van de inventaris van A is 10. De waarde van het OG is 110. Als de schuldenaar zich beperkt tot het geven van informatie over de waarde van de inventaris en de waarde van het OG achterwege laat, omdat dit geen ‘vermogen van de schuldenaar’ is, dan komen de schuldeisers bedrogen uit. Stelt dat het meest logische scenario in faillissement is dat het volledige concern failliet gaat, dan kunnen zij daarin aanspraak maken op de volledige waarde van de inventaris. Wordt er minder aangeboden, dan doen de concurrente schuldeisers er goed aan om tegen het akkoord te stemmen. Zij moeten dan dus wel over de positie van B worden geïnformeerd.

Hoever deze informatieverplichting precies strekt is nog geen uitgemaakte zaak. Ik kan mij niet voorstellen dat het nodig zal zijn informatie te geven over de waarde van een garantie die uitsluitend ten behoeve van één schuldeiser is gegeven. Dergelijke informatie zal in de regel bij de individuele schuldeiser wel bekend zijn. De rechtspraak zal waarschijnlijk aansluiten bij het doel van de informatieverplichting en uitgaan van het criterium of de schuldeisers op basis van de verstrekte informatie in staat zijn om te beoordelen of het

akkoord redelijk is (zie MvT, *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, 3, p. 50; waarin is beschreven dat de informatieverplichting waarborgt dat de schuldeisers in staat zijn om een goed geïnformeerde beslissing te nemen als zij worden gevraagd hun stem uit te brengen over het akkoord.).

Tussenconclusies

In de WHOA zijn drie liquidatiewaarden te onderscheiden. In het kader van de no-creditor-worse-off gaat het om de verhaalspositie van een individuele schuldeiser in faillissement, waarbij de rangorde in het faillissement een rol kan spelen. De 370-toets en de belangen van de gezamenlijke schuldeisers bij afkondiging van een afkoelingsperiode gaan uit van de meerwaarde van het akkoord ten opzichte van een ander aannemelijk scenario. Dit kan ook een scenario buiten faillissement zijn. En tot slot is in het kader van de informatieverplichting belangrijk niet alleen de liquidatiewaarde van de schuldenaar zelf te geven, maar daarbij ook te laten zien welke andere verhaalsmogelijkheden schuldeisers in het geval van een faillissementsscenario zullen hebben. Ervan uitgaande dat een faillissement het meest logische alternatief is voor de totstandkoming van een akkoord, geldt dat in alle gevallen van belang is wat de waarde van de schuldenaar zelf in dat geval is. Om die reden zal ik hierna ingaan op de wijze waarop ik zie dat deze waarde in de praktijk veelal wordt vastgesteld.

Wat zijn de onderdelen van de liquidatiewaarde?

In faillissement zijn er grofweg twee scenario's denkbaar, met bijbehorende waarderingen. Het eerste faillissementsscenario is dat de curator een doorstart realiseert. Het tweede scenario is een verkoop van losse activa, onderhands of via een veiling. Van den Berg is hierop dieper ingegaan en heeft dit genoemd de going concern liquidatiewaarde van activa: de waarde van activa die kan worden gerealiseerd bij een gedwongen en dus onder tijdsdruk te realiseren going concern liquidatieverkoop; en de piecemeal liquidatiewaarde van activa: de waarde van activa die kan worden gerealiseerd bij een gedwongen en dus onder tijdsdruk te realiseren piece meal liquidatieverkoop (zie S.W. van den Berg, 'De waarde van het onderpand onder de WHOA (on)terecht gebaseerd op liquidatiewaarde?', [TvI 2020/32](#)). De situatie dat een faillissement gevolgen heeft voor andere onderdelen binnen het concern van de schuldenaar of andere rechten van schuldeisers op derden, zal ik hier niet bespreken.

De goodwill

Als gezegd moet bij bepaling van de liquidatiewaarde worden uitgegaan van het meest waarschijnlijke faillissementsscenario (Rb. Midden-Nederland 31 maart 2022, [ECLI:NL:RBMNE:2022:1329](#), r.o. 4.6.). Omdat in WHOA-procedures meestal sprake is van een levensvatbare onderneming, ligt het meestal voor de hand uit te gaan van het scenario van een doorstart (zie MvT, *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, 3: "Bestaat er een mogelijkheid dat in faillissement een activatransactie zou kunnen plaatsvinden waarbij bedrijfsonderdelen worden verkocht die vervolgens door de koper worden voortgezet, dan zal de opbrengst vaak hoger zijn dan de liquidatiewaarde van de afzonderlijke activa. In dat geval dient de «going concern» waarde die bij een dergelijke verkoop kan worden gerealiseerd te worden vermeld.").

In de praktijk komt de koopsom die voor de doorstart wordt betaald vaak tot stand door onderhandelingen. De curator laat een taxatie van de activa uitvoeren op basis van de waarde die bij een executieverkoop (veiling) wordt gerealiseerd en de onderhandse verkoopwaarde 'bij gelijkblijvende bestemming'. Als sprake is van een doorstart, dan vindt de transactie meestal plaats op basis van de onderhandse verkoopwaarde, plus een bedrag voor 'goodwill'.

Opbrengst onrechtmatigheden

Een vraag is of vorderingen uit onrechtmatigheden onderdeel van de liquidatiewaarde moeten zijn. Op dit moment is de lijn dat dit wel het geval is en dat is een logische lijn (zie Rb. Amsterdam 28 februari 2022, [ECLI:NL:RBAMS:2022:886](#) en Rb. Rotterdam 8 maart 2021, [ECLI:NL:RBROT:2021:1887](#)). Op het moment dat er evident sprake is van bijvoorbeeld bestuurdersaansprakelijkheid, of dat de curator in faillissement een pauliana zou kunnen invoeren, dan is dit een waarde waarop de schuldeisers aanspraak kunnen maken in faillissement. Het behoort daarmee tot de liquidatiewaarde waarover zij geïnformeerd moeten worden om zich een oordeel over het akkoord te kunnen vormen. In de praktijk is echter niet altijd duidelijk of er opbrengsten uit onrechtmatigheden zijn te verwachten.

Wat te doen bij twijfel over de vraag of er sprake is geweest van onrechtmatigheden? De rechter heeft de mogelijkheid om in dat geval een observator aan te stellen. Daarbij kan de rechter expliciet aan de observator

opdragen rechtmatigheidsaspecten te onderzoeken. Stel dat er bij schuldeisers aanwijzingen bestaan, dan kunnen zij hierover klagen bij de onderneming en meer informatie opvragen. Reageert de onderneming niet, of heeft de schuldeiser in de reactie van de onderneming geen vertrouwen, dan kan een schuldeiser aansturen op de benoeming van een herstructureringsdeskundige (art. 371 Fw). Een andere mogelijkheid die de schuldeisers heeft, is natuurlijk tegen het akkoord te stemmen. Stemt de klasse niet tegen, dan kan de schuldeiser tegen de homologatie opkomen met een beroep op een informatiegebrek (art. 384 lid 2 sub c jo. 375 lid 1 sub f Fw) of de ‘best interest of creditors test’ (art. 384 lid 3 Fw). Als een schuldeiser zich er bij homologatie op beroept dat de gepresenteerde liquidatiewaarde te laag is, omdat geen rekening is gehouden onrechtmatigheid claims, dan zal de rechtbank summierlijk beoordelen of een dergelijke claim kansrijk is (zie Rb. Amsterdam 28 februari 2022, [ECLI:NL:RBAMS:2022:886](#), r.o. 6.12-6.14.). Kortom: er zijn wel mogelijkheden om onrechtmatigheden bij de liquidatiewaarde te betrekken, maar schuldeisers moeten daarvoor wel in actie komen.

De vraag die zich vervolgens opdringt, is: moet een observator of herstructureringsdeskundige altijd een onderzoek doen naar onrechtmatigheden? Ook als schuldeisers daar niet op aandringen? Een belangrijke reden om dit te doen, is het maatschappelijk draagvlak voor de WHOA, zo staat te lezen in de Evaluatie WHOA (WODC-rapport Evaluatie Wet homologatie onderhands akkoord, p. 55):

“Het spreekt voor zich dat een eventuele claim uit bestuurdersaansprakelijkheid de liquidatiewaarde in faillissement kan beïnvloeden. Maar de moeilijkheid is dat een antwoord op de vraag of het actief in faillissement groter zal zijn pas gegeven kan worden indien daarnaar onderzoek wordt gedaan. In dit verband wordt opgemerkt dat het maatschappelijke draagvlak voor de WHOA kan verminderen wanneer de perceptie ontstaat dat door middel van de WHOA aansprakelijkheid voor gepleegde onregelmatigheden wordt omzeild.”

Het argument van het maatschappelijk draagvlak voor de WHOA moet volgens mij worden genuanceerd. Zoals in het evaluatierapport terecht wordt opgemerkt, zal onderzoek nodig zijn om vorderingen uit onrechtmatigheden te kunnen vaststellen. Een dergelijk onderzoek is meestal kostbaar en kost tijd die er vaak niet is. Een voorbeeld van deze kosten is te vinden in een uitspraak van de rechtbank Rotterdam van 13 maart 2023 (Rb. Rotterdam 13 maart 2023, [ECLI:NL:RBROT:2023:3091](#), r.o. 6.7.). Rabobank had in die zaak opgemerkt dat de liquidatiewaarde te laag was vastgesteld, omdat deze moest worden verhoogd met een vordering uit hoofde van bestuurdersaansprakelijkheid en/of pauliana. De herstructureringsdeskundige vindt na uitvoerig onderzoek geen aanknopingspunten voor (op geld te waarderen) rechtmatigheid claims op bestuurders of vorderingen wegens schuldeisersbenadeling of selectieve betaling. De kosten van de herstructureringsdeskundige en door hem ingeschakelde derden, worden in de uitspraak begroot op € 576.000.

Er is nog een andere reden om het argument van het maatschappelijk draagvlak van de WHOA te nuanceren. Want, ‘Wiens poen men pakt, diens bijl men hakt’ (zie Freek de Jonge, Zo zou ik nog wel uren kunnen doorgaan, Drukkerij Ten Brink, Meppel 1995). De kosten van een onderzoek naar onrechtmatigheden komen ten laste van het bedrag dat schuldeisers zullen ontvangen. Waarom moeten zij de rekening van het maatschappelijk draagvlak voor de WHOA betalen? Het lijkt dus niet voor de hand te liggen om altijd onderzoek naar onrechtmatigheden te laten doen. Dit wordt anders als het draagvlak onder de schuldeisers die bij de onderneming betrokken zijn, wordt ondermijnd. Schuldeisers zullen vaak een duidelijk gevoel hebben bij de vraag of een WHOA-procedure wordt gebruikt of misbruikt. Het zou logisch zijn wanneer een observator of herstructureringsdeskundige bij de behartiging van de belangen van de gezamenlijke schuldeisers, voordat hij aanzienlijke onderzoekskosten maakt, eerst gaat informeren bij die gezamenlijke schuldeisers. Zij kunnen uitsluitsel geven over de vraag of er behoefte bestaat aan een onderzoek naar onrechtmatigheden en wat dat onderzoek vervolgens mag kosten.

Faillissementskosten

Tot zover de ‘activazijde’ van de liquidatiewaarde. Faillissementskosten drukken de liquidatiewaarde. Dit zijn in ieder geval de kosten van de curator, maar ook de niet te vermijden boedelkosten kunnen onderdeel van de collectieve liquidatiewaarde zijn. Daarbij valt te denken aan huur- en personeelskosten (zie art. 39 en 40 Fw).

In de praktijk zie ik dat de kosten van de curator vaak worden geschat. Bij deze schatting ontbreekt meestal een onderbouwing van de faillissementskosten. De stelling is dat deze kosten zijn gebaseerd op

‘vergelijkbare dossiers’, maar welke dossiers en waarom die vergelijkbaar zouden zijn, is meestal onbekend.

Enig inzicht in al deze posten?

Er bestaat weinig cijfermatig inzicht in de opbrengsten en kosten van een faillissement. Dit onderzoek lijkt mij essentieel om een meer nauwkeurige schatting van de liquidatiewaarde te kunnen maken en om onrechtvaardige uitkomsten voor schuldeisers te voorkomen. Ik zal proberen meer inzicht te geven in deze bedragen op basis van informatie uit gepubliceerde financiële verslagen bij de Rechtbank Midden-Nederland.

Het gaat om een klein verkennend onderzoek naar enkele onderdelen van de liquidatiewaarde, met name: de goodwill, de opbrengst van rechtmatigheid claims en de kosten van de curator. De bron voor dit onderzoek zijn financiële eindverslagen. Deze financiële eindverslagen worden door de curatoren bij afwikkeling van het faillissement ingediend en gepubliceerd op het Centraal Insolventieregister. Een financieel eindverslag heeft een standaard opbouw, maar geeft enige ruimte voor de curator om baten te verantwoorden. Bij bestudering van de hierna genoemde cijfers, is belangrijk dat bijvoorbeeld de opbrengsten van rechtmatigheden alleen kunnen worden gezien als een curator die opbrengsten ook in die rubriek heeft verantwoord. Worden dergelijke opbrengsten verantwoord onder bijvoorbeeld “opbrengst procedures”, dan zijn die door mij niet meegenomen. Voor wie niet dagelijks met faillissementen werkt, heb ik hieronder de standaard opbouw van een financieel verslag opgenomen.

A. Baten

a. Totaal onroerende zaken

- i. Opbrengst onroerende zaken
- ii. Af: kosten
- iii. Af: rechter derden
- iv. Boedelbijdrage

b. [etc.]

c. Totaal doorstart

- i. opbrengst doorstart
- ii. Goodwill
- iii. Af: kosten
- iv. Af: rechten derden
- v. Boedelbijdrage

d. Totaal rechtmatigheid

- i. Opbrengst rechtmatigheid
- ii. Af: kosten
- iii. Af: rechten derden
- iv. Boedelbijdrage

e. Totaal Procedures

- i. Opbrengst procedures
- ii. Af: kosten
- iii. Af: rechten derden
- iv. Boedelbijdrage

B. Reeds betaalde verschotten/boedelschulden

a. Salaris curator

b. [etc.]

C. Thans nog beschikbaar

a. Saldo A - B

D. Nog te betalen verschotten/boedelschulden

a. Salaris en verschotten curator

b. [etc.]

E. Btw

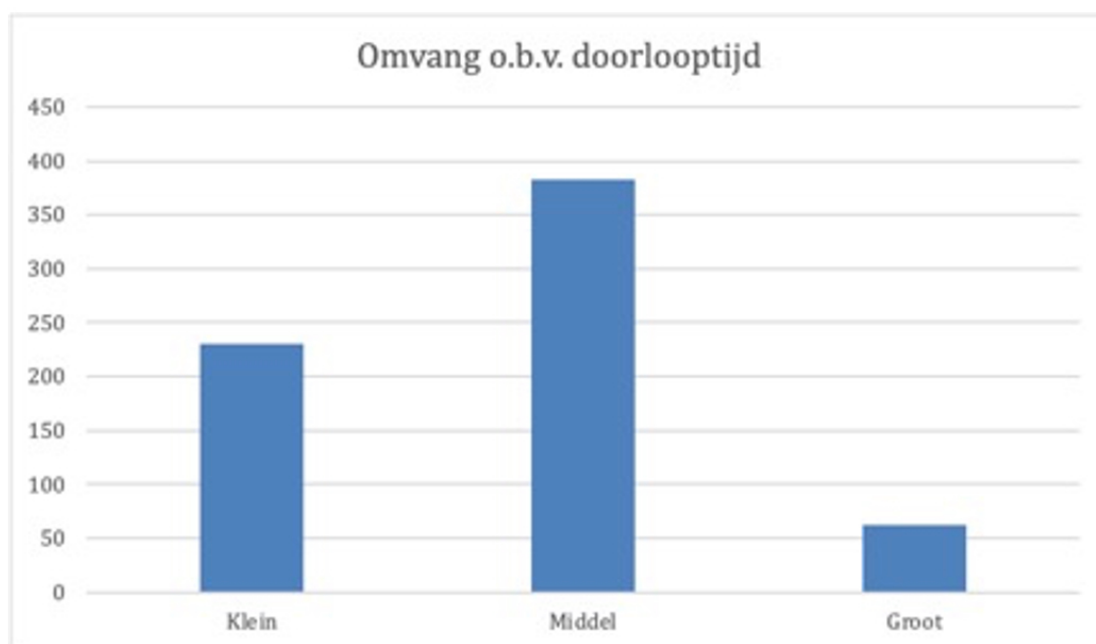
F. Definitief saldo

G. Saldo uit te betalen aan

H. Saldo beschikbaar voor uitdeling

Omvang onderzoek

Er zijn 751 financiële eindverslagen bekeken. In 76 verslagen was het totaal baten (het totaal van onderdeel A) € 0, zodat die verslagen niet relevant waren voor het onderzoek. De resterende 675 verslagen werden ingediend tussen 11 mei 2020 en 21 mei 2024. Ik heb daarbij gekeken naar alle faillissementen die in deze periode een financieel eindverslag hebben ingediend. Hierbij moet worden opgemerkt dat in deze periode ook faillissementen werden afgewikkeld, waarbij curatoren geen gebruik hebben gemaakt van het digitale financiële eindverslag. Het is zeer goed denkbaar dat met name de langer lopende faillissementen, die waarschijnlijk werden uitgesproken in het papieren tijdperk, nog geen gebruik hebben gemaakt van het digitale financiële verslag. Er werden door mij geen verslagen bekeken in faillissementen van natuurlijke personen. Aan de hand van de doorlooptijd van de faillissementen is iets over de omvang daarvan te zeggen, maar ik heb dat niet gerelateerd aan de hierna genoemde cijfers. De gemiddelde doorlooptijd van de faillissementen was 31 maanden. Voor de verdeling van de omvang van de faillissementen, is hierna een grafiek opgenomen. Er waren 230 faillissementen met een doorlooptijd van 18 maanden of minder. Dit zullen in de regel kleinere faillissementen zijn. 383 faillissementen kenden een doorlooptijd van 60 maanden of minder (middelgrote faillissementen). 62 faillissementen hadden een langere doorlooptijd (grote faillissementen). De hierna genoemde bedragen zijn steeds inclusief eventueel verschuldigde btw, tenzij anders vermeld.



De totale baten

De eerste post waarnaar is gekeken, is het totaal aan baten dat in een faillissement wordt gerealiseerd. Het totaal van A in het hiervoor weergegeven financiële eindverslag. Dit laat het volgende beeld zien:

Omvang baten	Aantal	Laagste	Hoogste	Gemiddelde
€ 0 - € 16.668.040	751	€ 0	€ 16.668.040	€ 155.139
€ 200.000 - € 1.000.000	64	€ 200.956	€ 887.789	€ 407.326
>= € 1.000.000	15	€ 1.049.680	€ 16.668.040	€ 4.523.613

De bovenstaande cijfers houden geen rekening met de faillissementskosten. Hierna wordt berekend dat de gemiddelde kosten van een curator ongeveer € 130.000 zijn. De faillissementskosten zijn waarschijnlijk hoger. Wat mij opvalt aan deze cijfers, is dat de waarde die schuldeisers uit een faillissement kunnen krijgen, niet hoog zijn. Dit betekent dat de drempel voor toegang tot de WHOA en de bescherming van schuldeisers onder artikel 384 lid 3 Fw ook niet hoog zijn.

De opbrengst van de doorstart (goodwill)

Om de liquidatiewaarde van de doorstart te krijgen, moet de goodwill uit het financieel eindverslag worden opgeteld bij de waarde van de losse activa. Er is gekeken naar de verslagen waarin Goodwill werd verantwoord. Ervan uitgaande dat de WHOA in de regel zal worden toegepast op meer waardevolle ondernemingen, heb ik een onderverdeling gemaakt naar de hoogte van de baten. Dit geeft het volgende beeld:

Omvang baten	Aantal	Laagste	Hoogste	Goodwill	Gemiddelde
€ 2.188 - € 6.026.804	104	€ 121	€ 3.213.000	€ 7.604.464	€ 73.120
€ 200.000 - € 1.000.000	26	€2.420	€300.000	€ 1.181.075	€ 45.426
>= € 1.000.000	5	€ 50.000	€ 3.213.000	€ 5.159.896	€ 1.031.979

De goodwill blijkt dus gemiddeld 23% van de totale baten te zijn. Uitgaande van een faillissement met een gemiddelde omvang, dan zal de goodwill maximaal € 50.000 opleveren.

Opbrengst onrechtmatigheden

Hetzelfde kan worden gedaan met de opbrengst van onrechtmatigheden. Ik heb hierbij bewust de faillissementskosten die betrekking hebben op het innen van onrechtmatigheden buiten beschouwing gelaten. De reden hiervoor is dat deze kosten soms in het salaris van de curator zijn verdisconteerd. Door uitsluitend naar de opbrengst te kijken, ontstaat een zuiverder beeld. Op de faillissementskosten wordt hierna nader ingegaan.

De post 'opbrengst rechtmatigheid' zal in de regel de opbrengsten bevatten die betrekking hebben op een aansprakelijkheid van de bestuurder of een pauliana. Het verslag bevat ook een post 'opbrengst procedure' en het komt voor dat curatoren onder deze post opbrengsten verantwoorden, bijvoorbeeld een procedure tegen een bestuurder. Dat is voor mij niet te zien, zodat ik uitsluitend de post 'opbrengst rechtmatigheid' heb opgenomen. In de regel zal onder deze post ook de opbrengst van een schikking met de bestuurder worden opgenomen. Verder is denkbaar dat in het kader van een schikking geheimhouding werd overeengekomen en dat een curator de opbrengst daarom niet als onderdeel van een rechtmatigheidsclaim heeft willen verantwoorden, maar deze opbrengst onder een neutralere term in het financieel verslag heeft opgenomen. Om precies inzicht te krijgen in deze opbrengst zou meer onderzoek nodig zijn, dat heb ik niet verricht.

Omvang baten	Aantal	Laagste	Hoogste	Rechtmatigheid	Gemiddelde
€ 1.197 - € 1.143.052	128	€ 300	€ 357.500	€ 4.713.273	€ 36.822
€ 200.000 - € 1.000.000	18	€ 4.500	€ 357.500	€ 2.121.365	€ 117.854
>= € 1.000.000	2	€ 29.237	€ 239.862	€ 269.099	€ 134.549

De opbrengst van de rechtmatigheid is gemiddeld 34% van de totale baten. Hierbij valt op dat in een aantal faillissementen de rechtmatigheid de enige opbrengst was. Het vergelijken van de opbrengst rechtmatigheid met de totale baten is overigens niet per se logisch. De waarde van een rechtmatigheidsclaim zal in de praktijk worden gedreven door de kans dat een claim wordt toegewezen. De omvang van de claim wordt vaak bepaald door enerzijds het faillissementstekort en anderzijds de vraag voor welk bedrag een wederpartij verhaal biedt.

In de 675 bekeken faillissementen was slechts in 128 (19%) sprake van een opbrengst uit het onderzoek naar onrechtmatigheden. In slechts 84 (12%) gevallen was de opbrengst hoger dan € 10.000. Hier kan alvast een voorzichtige conclusie worden getrokken. Namelijk dat het onderzoek van een observator of een herstructureringsdeskundige in de regel niet te veel mag kosten. In de 751 bekeken faillissementen was de opbrengst maximaal € 357.500. Dat betekent dat het zelden gerechtvaardigd zal zijn om meer dan dit bedrag

aan onderzoekskosten te besteden. In veruit de meeste gevallen was helemaal geen sprake van enige opbrengst uit onrechtmatigheden.

Salaris curator

Wat kost nu eigenlijk de afwikkeling van een faillissement? Ik heb mij beperkt tot het salaris van de curator. De kosten van door de curator ingeschakelde derden of wettelijke boedelkosten heb ik niet bekeken.

Het salaris van de curator is in het financiële verslag op twee plaatsen opgenomen, namelijk onder de reeds betaalde boedelkosten en onder de nog te betalen boedelkosten. Deze bedragen zijn bij elkaar opgeteld. Ik ben hier uitgegaan van het salaris en de verschotten (4%). Het is mogelijk dat een curator niet zijn volledige salaris heeft toegewezen gekregen of gedeclareerd, vanwege de stand van de boedel (opheffing bij gebrek aan baten). De werkelijke kosten die aan de behandeling van het faillissement zijn verbonden, kunnen dan hoger zijn. Het is hierdoor mogelijk dat het door de mij berekende gemiddelde in werkelijkheid hoger ligt. Ik heb wel kunnen vaststellen dat in (67%) 502 van de 751 zaken een opheffing wegens de stand van de boedel heeft plaatsgevonden. Verder bleek dat in een aantal faillissementen het salaris niet in het verslag werd opgenomen. Ik heb daarom van de 675 faillissementen waarin een bate werd gerealiseerd, nog eens 14 faillissementen buiten beschouwing gelaten.

Omvang baten	Aantal	Laagste	Hoogste	Salaris	Gemiddelde salaris
€ 1 - € 16.668.040	661	€ 1	€ 1.531.828	€ 33.798.428	€ 51.132
€ 200.000 - € 1.000.000	64	€ 15.882	€ 351.679	€ 8.607.540	€ 134.493
>= € 1.000.000	15	€ 200.264	€ 1.531.828	€ 7.984.051	€ 532.270

Het salaris bedraagt gemiddeld 13% van de totale baten. Als uitsluitend wordt gekeken naar de faillissementen met meer dan € 200.000 baten, is dit gemiddeld 34%. Een voorzichtige conclusie zou kunnen zijn dat het salaris van een curator in middelgrote faillissementen gemiddeld ongeveer € 130.000 bedraagt. Gaat het om grotere faillissementen, dan lopen de kosten snel op. Ik verwacht dat de kosten van de curator aanmerkelijk hoger zullen zijn in de gevallen waarin een opbrengst uit onrechtmatigheden is gerealiseerd, maar een cijfermatige onderbouwing heb ik daarvoor niet.

Samenvatting en aanbevelingen

Wat is nu het belang van de liquidatiewaarde in de praktijk? De omvang van de informatieverplichting van de schuldenaar met betrekking tot de liquidatiewaarde staat nog ter discussie. De schuldenaar moet in ieder geval informatie geven over de wijze waarop hij verwacht dat zijn onderneming in faillissement wordt afgewikkeld. Meestal zal - in het voordeel van de schuldeisers - moeten worden uitgegaan van een doorstartscenario. Onder omstandigheden moet de schuldenaar ook inzicht geven in de activa van medeschuldenaren, zodat schuldeisers een weloverwogen oordeel kunnen vormen over de uitoefening van hun stemrecht. Onderdeel van de liquidatiewaarde zijn bij een doorstart in ieder geval:

- **Goodwill:** Goodwill vertegenwoordigt de extra waarde boven op de tastbare activa tijdens een liquidatie waarbij de bedrijfsactiviteiten worden voortgezet (going concern). In de praktijk wordt goodwill vaak onderhandeld en toegevoegd aan de verkoopwaarde van de activa bij een onderhandse verkoop.
- **Rechtmatigheid:** Claims voortkomend uit bestuurdersaansprakelijkheid of paulianeuze handelingen moeten deel uitmaken van de liquidatiewaarde. De rechtbank kan bij zorgen van schuldeisers een Observator aanstellen om dergelijke claims te onderzoeken.
- **Salaris curator:** het salaris van de curator kan van deze liquidatiewaarde worden afgetrokken. De hoogte van deze kostenpost is onduidelijk.

In dit artikel is een aanzet gegeven om nauwkeuriger te kijken naar de onderdelen van de liquidatiewaarde. De vraag kan worden gesteld of de liquidatiewaarde in de regel niet te laag is om een deugdelijke

bescherming aan schuldeisers te bieden. Meer onderzoek is nodig, bijvoorbeeld naar de verhoudingen tussen de omzet van een onderneming en de bij een doorstart te realiseren goodwill. Verder zou ik graag meer onderzoek zien naar de opbrengst van rechtmatigheid claims. Wat drijft de waarde van deze opbrengsten?

Duidelijk is in ieder geval dat de te verwachten opbrengsten uit rechtmatigheidsonderzoek niet moeten worden overdreven. De cijfers laten zien dat de gemiddelde opbrengst hiervan ongeveer € 120.000 is. Ik heb nog geen observator of herstructureringsdeskundige gezien die in staat was om voor dit bedrag een volledig rechtmatigheidsonderzoek te doen. Ik zou hooguit aanbevelen om een quickscan te doen naar eventuele onrechtmatigheden. De beslissing om op basis van de uitkomsten daarvan een diepgravend onderzoek te doen, zou in overleg met de schuldeisers moeten worden genomen. Overigens is het niet mogelijk ook niet aan te bevelen om standaard een quick-scan te laten uitvoeren. In slechts 12% van de faillissementen was de opbrengst hoog genoeg om de beperkte kosten van een quick-scan te kunnen rechtvaardigen.

Bij het onderzoek naar onrechtmatigheden speelt een niet op geld waardeerbaar element, namelijk het maatschappelijk draagvlak voor de WHOA-procedure. De WHOA-procedure moet voorzien in een eerlijke tweede kans voor eerlijke ondernemers. Het moet niet een procedure zijn waarmee een bestuurder kan ontkomen aan mogelijke aansprakelijkheid of waardoor een onderzoek naar de oorzaken van de teloorgang van een onderneming achterwege blijft. Ik zou menen dat het maatschappelijk draagvlak wordt gevormd door het oordeel op dit punt van de direct betrokkenen. De schuldeisers hebben de onderneming van dichtbij meegemaakt en zullen een zeker gevoel hebben bij de naderende insolventie. Is het de schuld van de ondernemer? Voelen schuldeisers zich benadeeld, of hebben zij mogelijk zelfs aanwijzingen voor onrechtmatigheden? Het zou aan te bevelen zijn dat een observator of herstructureringsdeskundige deze vragen aan de schuldeisers stelt, voordat aanzienlijke onderzoekskosten worden gemaakt. Een observator of herstructureringsdeskundige zou bij de verschillende klassen van schuldeisers moeten nagaan of zij aanleiding zien voor nader onderzoek. Als de schuldeisers niet voldoende georganiseerd zijn, dan zou een schuldeiserscommissie (formeel of informeel) kunnen worden opgezet om op dit punt een weloverwogen beslissing te kunnen nemen.

De kosten van afwikkeling van een faillissement blijven lastig in te schatten. Duidelijk is wel dat een curator voor de afwikkeling van een faillissement van enige omvang al snel meer dan € 100.000 salaris rekent. Deze kosten worden omgeslagen over ieder deel van de boedel. Als er weinig vrij actief te verwachten is, zal een relatief groot deel van de salariskosten ten laste van de opbrengst onrechtmatigheid komen.

Een belangrijk aspect van de liquidatiewaarde heb ik nog niet genoemd, maar zou zeker betrokken moeten worden bij volgende onderzoeken en dat zijn de doorlooptijden. De faillissementen met een opbrengst van meer dan €200.000 kennen een gemiddelde doorlooptijd van 54 maanden. Schuldeisers zullen dus in veel gevallen aanzienlijk langer op de liquidatiewaarde moeten wachten dan op de bij het akkoord aangeboden waarde.

Tot slot. De schuldeisers hebben over het algemeen niet veel te verwachten als het gaat om de liquidatiewaarde. Vandaar dat het begrijpelijk is dat wordt gezocht naar het ophogen van deze waarde, bijvoorbeeld via de opbrengsten van rechtmatigheidsclaims. Toch is dat niet de weg. Ik zou bij twijfel over de hoogte van de liquidatiewaarde in beginsel het belang van bescherming van de schuldeisers voorop willen stellen. Dit betekent dat bij twijfel moet worden uitgegaan van de hogere liquidatiewaarde. Het voeren van veel discussie over wat nu precies de opbrengst van de goodwill zal zijn of wat de faillissementskosten worden, zal in de regel niet veel opleveren. Het is in het licht van de beperkte omvang van de liquidatiewaarde bijzonder dat niet ook rekening kan worden gehouden met andere scenario's voor uitwinning van de activa van de onderneming.

Naschrift: de liquidatiewaarde gezien vanuit een economisch perspectief - door Marc Broekema

Dit naschrift is geschreven op verzoek van de auteur die met de liquidatiewaarde een uiterst relevant onderwerp behandelt dat zich voordoet bij het homologeren van (WHOA-)akkoorden. Uit de door de auteur gesignaleerde knelpunten bij het bepalen van de liquidatiewaarde volgt dat deze exercitie verre van eenvoudig is, met name wanneer het juridisch en economisch kader rondom liquidatiewaarde samenkomt. Deels wordt deze complexiteit veroorzaakt doordat de liquidatiewaarde als een soort van 'drempelwaarde' fungeert bij WHOA-procedures en daardoor vanuit een economisch perspectief nogal eens te eenvoudig

wordt benaderd, anderzijds vanwege begripsverwarring in de praktijk omtrent de uitleg wat liquidatiewaarde nu feitelijk inhoudt in verschillende contexten.

Vanuit een juridisch perspectief betreft de ‘best interest test’ dat schuldeisers en aandeelhouders onder het akkoord niet slechter af zijn dan bij ‘vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement’ (art. 384 lid 3 Fw). Vanuit een economisch perspectief betreft het centrale thema de ‘verkoop van de (individuele) activa van de onderneming’ (zie ook S.W. van den Berg, (2019). *Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht*. Deventer: Wolters Kluwer.). Vereffening van ondernemingsvermogen biedt de ruimte om op verschillende wijzen het ondernemingsvermogen te gelde te maken, waaronder ook op een *going-concern* basis verkopen van (onderdelen van) de onderneming (zie ook HR 17 april 2020, [ECLI:NL:HR:2020:753](#), r.o. 3.5.2). Deze going-concern veronderstelling betekent vanuit een waarderingsperspectief “*the value of a commercial enterprise’s assets or the enterprise itself as an active business with future earning power as opposed to the liquidation value of the business or of the assets.*” (J.E. Fishman, S.P. Pratt, & W.J. Morrison (2013). *Standards of value: theory and applications*. John Wiley & Sons.). Waarderingen die in een juridische context worden opgesteld, zijn veelal gebaseerd op deze going-concern veronderstelling.

Vanuit het hiervoor genoemde economisch perspectief resulteert liquidatie in beëindiging van de huidige operationele activiteiten van de onderneming nu de onderneming in kwestie haar activa verkoopt, veelal op een stuk-voor-stuk (*piecemeal*) basis. De onderneming wordt verondersteld uiteindelijk geen activa meer te bezitten om middels deze activa toekomstige operationele geldstromen te kunnen realiseren en derhalve waarde te creëren. De (economische) waarderings-theorie definieert liquidatiewaarde dan ook als “*the value of a business or an asset when it is sold in liquidation, as opposed to being sold in the ordinary course of business.*”(Fishman et. al, 2013) en in de internationale waarderingsstandaarden genaamd IVS (International Valuation Standards) luidt een en ander als volgt: “*the amount that would be realized when an asset or group of assets are sold from a liquidation sale, with the seller being compelled to sell as of a specific date.*” (IVSC (2024), *International Valuation Standards, effective 31 January 2025*)

Ten aanzien van het bepalen van de liquidatiewaarde worden grofweg een drietal basispremises omtrent het liquideren van activa gehanteerd, te weten (i) een *orderly liquidation*, (ii) een *forced liquidation*, en in het geval van machines en apparatuur (iii) *liquidation value in place* (G.R. Trugman (2022). *Understanding business valuation* (6th). Business Valuation Resources). Het voornaamste verschil tussen een ordentelijke en een geforceerde liquidatie betreft met name de tijd waarbinnen en de wijze waarop de activa te gelde kan worden gemaakt. Bij een ordentelijke liquidatie is sprake van een langere tijdsspanne, waarvan de duur afhankelijk is van de omstandigheden ten tijde van het bepalen van de liquidatie en het soort activa. Een gangbare tijdsspanne bedraagt drie tot zes maanden. De liquidatiewaarde binnen deze omstandigheid is dan ook een gedeeltelijke afspiegeling van de prijs die de markt zou betalen voor het actief in een soortgelijke, afgeschreven staat.

De geforceerde liquidatie daarentegen kent een zeer beperkte tijdsspanne om de activa te kunnen verkopen, veelal minder dan drie maanden, en wordt normaliter veroorzaakt doordat iemand (lees: een curator) forceert dat de activa worden verkocht. Er is dan veelal sprake van een zogenoemde *fire sale* (Trugman, 2022). De *liquidation value in place* ten slotte is gerelateerd aan de opbrengst van de aanwezige activa, maar niet in het huidige gebruik ten behoeve van het realiseren van kasstromen en niet binnen de going-concern veronderstelling. Zowel in faillissements- als in herstructurerings-situaties bestaan in Nederland geen strikte voorschriften omtrent welke waarderingspremissie dient te worden gekozen. De keuze hiervoor is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. In zijn algemeenheid kan worden gesteld dat hoe hoger de liquiditeit (courantheid) van een actief is, dat wil feitelijk zeggen hoe makkelijk het is om het actief te verkopen op de vrije markt, des te lager de korting zal zijn ten opzichte van de (vastgestelde) marktwaarde van het actief.

Vanuit een methodologisch oogpunt dient bij de bepaling van de liquidatiewaarde niet alleen rekening te worden gehouden met de liquidatieopbrengst, maar tevens met de samenhangende kosten van het liquideren van activa. Hierbij kan men denken aan commissies, administratieve- en/of beheerskosten, verliezen c.q. waardeverminderingen die voortduren gedurende de liquidatieperiode, juridische en financiële advieskosten, en eventuele belastingen op de opbrengst die wordt gerealiseerd bij het afstoten van activa (zie onder meer Trugman (2022) en Fishman et al., 2013). De omvang van deze kosten zijn niet zondermeer klip en klaar. Daarbij komt dat tevens rekening dient te worden gehouden met de tijds waarde van geld doordat het in de praktijk vaak enige tijd op zich laat wachten alvorens de liquidatie heeft plaatsgevonden en derhalve de

opbrengsten worden ontvangen. Sommige activa kunnen ook niet direct te gelde worden gemaakt. Denk hierbij aan debiteuren doordat de onderneming in kwestie al enige tijd geen werkzaamheden meer verricht voor klanten of doordat bepaalde activa nog zijn benodigd voor de (tijdelijke) bedrijfsuitoefening totdat de liquidatie daadwerkelijk is geëffectueerd. Het tijdscomponent vergt dan ook dat de liquidatieopbrengst middels een contante waardeberekening dient te worden bepaald en een disconteringsfactor dient te worden bepaald die overigens een lager risico met zich meebrengt dan in een going-concern veronderstelling nu er geen risico's meer zijn die samenhangen met de operationele activiteiten (zie onder meer Trugman, 2022 en Fishman et. al, 2013).

Van belang om vast te stellen is dat de liquidatiewaarde in een WHOA-context dus meer kan behelzen dan enkel de liquidatie van de verschillende activa van de onderneming. Of het nu gaat om machines, voorraden, inventaris, (netto) werkkapitaalposities of belangen in andere vennootschappen, uiteindelijk dient de liquidatiewaarde binnen een WHOA-context de meest waarschijnlijke opbrengst te reflecteren die kan worden gerealiseerd door het verkopen van (onderdelen) van de ondernemingsactiviteiten, de (individuele) activa op de balans van de onderneming, of een combinatie daarvan. In de meeste gevallen zal een verkoop van (delen van de) ondernemingsactiviteiten resulteren in de hoogste opbrengst. Het doel is dan ook dat de liquidatiewaarde een minimale drempel betreft die in termen van absolute waarde de reorganisatiewaarde 'uitdaagt'. Anders gezegd, de liquidatiewaarde mag niet dienen als 'verplicht nummer' om de reorganisatiewaarde tot stand te brengen c.q. het voorgestelde akkoord te verantwoorden, iets waar in de praktijk nogal eens aan voorbij lijkt te worden gegaan.

Daarbij dient te worden bedacht dat ook de liquidatiewaarde in WHOA-procedures een hypothetisch scenario betreft (net als de reorganisatiewaarde) waarbij op basis van de jurisprudentie – zie ook eerder aangehaald in dit artikel: Rechtbank Midden-Nederland, 31 maart 2022, [ECLI:NL:RBMNE:2022:1329](#) – van worden uitgegaan van het 'meest waarschijnlijke scenario'. In tegenstelling tot liquidatie van het vermogen van de vennootschap onder leiding van een curator waar de daadwerkelijke liquidatieopbrengst bekend wordt (ex post), is bij het bepalen van de liquidatiewaarde binnen een WHOA-context immers geen sprake van een daadwerkelijke liquidatie/verkoop. De bestaande schuldeisers en aandeelhouders participeren in een akkoord op basis van hun bestaande vorderingen en belangen en ontvangen in ruil daarvoor een vordering op de gereorganiseerde onderneming op basis van een fictieve waarde (ex ante), waarbij de liquidatiewaarde conceptueel dient als een (gedeeltelijke) bescherming voor schuldeisers en bepaalt of wordt voldaan aan de *no creditor worse-off* test. Indien, naast het reorganiseren van de schuldenaar, het doel van een WHOA-procedure is het maximaliseren van de totale waarde van de onderneming en deze waarde rechtvaardig te verdelen onder de schuldeisers indachtig ieders contractuele rangorde, dan is het op juiste wijze bepalen van de liquidatiewaarde van groot belang. Immers, een te lage vastgestelde liquidatiewaarde kan resulteren in een te eenvoudige acceptatie van de reorganisatiewaarde, i.e. een te makkelijke aanname van economische levensvatbaarheid van de onderneming. Anderzijds, een te slordig vastgestelde hoge liquidatiewaarde kan leiden tot een onterechte afwijzing van de homologatie van een akkoord met het risico dat dit in het voordeel kan zijn van separatisten.

Indien toch sprake is van liquidatiewaarde in een WHOA-context waarin de (individuele) activa hypothetisch worden verondersteld te worden geliquideerd c.q. te gelde worden gemaakt middels bijvoorbeeld een executieverkoop, dan dient des te meer rekening te worden gehouden met mogelijke kortingen als gevolg van een verkoop in een *distressed* situatie. Deze kortingen weerspiegelen de urgentie van de verkoop en de beperkte tijd die beschikbaar is om kopers te vinden, wat meestal resulteert in prijzen onder de marktwaarde en zelfs de boekwaarde. Afhankelijk van de aard van de activa, geldt voor veel materiële vaste activa zoals voorraden, inventaris, machines of apparatuur dat diverse benchmarks beschikbaar zijn die inzichtelijk maken welke afslagen in de praktijk worden gehanteerd ten opzichte van de boekwaarde van gelijksoortige activa in een executieverkoop. Deze afslagen zijn weliswaar richtinggevend, echter niet altijd specifiek genoeg om toe te passen.

Een andere complexiteit die zich voordoet bij het bepalen van de liquidatiewaarde is de aanwezigheid van eventuele immateriële vaste activa zoals patenten, handelsmerken, klantenbestanden, software, of ontwerpen. Allemaal niet tastbare activa die zijn ontstaan op basis van historische uitgaven en die door de onderneming worden gecontroleerd, waarmee deze verwacht toekomstige financiële voordelen te behalen, maar die niet op de balans staan vermeld. Het bepalen van de waarde van immateriële vaste activa wordt volgens Crouzet & Ma (N. Crouzet & Y. Ma (2023). *Financing and Valuation of Intangible Assets*. Northwestern University and

University of Chicago; World Intellectual Property Organization (version 12-12-2023)) gedreven door drie dimensies, namelijk:

- de mate van ‘scheidbaarheid’ van het actief en de onderneming dat bepaalt of een actief op standalone basis kan worden verkocht, overgedragen of gelicentieerd aan een derde partij;
- de mate van ‘specificiteit’ van het actief waarbij geldt dat de waarde van het actief hoger wordt naarmate het economische voordelen kan genereren wanneer het wordt ingezet voor alternatieve gebruikers;
- de mate van ‘onzekerheid’ met betrekking tot eigendom, exclusiviteit en de levensduur van het actief.

Het bepalen van de waarde van immateriële vaste activa, onder zowel normale omstandigheden als bij een executieverkoop, is verre van eenvoudig, vooral omdat gegevens over transacties van deze immateriële vaste activa op een secundaire markt schaars zijn en de waardering daarvan in grote mate afhangt van op inkomsten gebaseerde methoden (Crouzet & Ma, 2023).

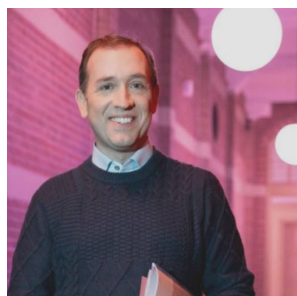
Ten slotte, het bepalen van de liquidatiewaarde in een WHOA-context behelst meer dan het hypothetisch vaststellen van de executieopbrengst van (afzonderlijke) materiële én immateriële vaste activa. Hiertoe dient vanuit een economisch perspectief te worden vastgesteld dat, ter bescherming van de schuldeisers, de liquidatiewaarde relateert aan het vaststellen van de hoogst mogelijke opbrengst indachtig de *distressed* context, weliswaar in een hypothetisch scenario. Daartoe zijn meerdere routes mogelijk waaronder het scenario van de verkoop van de afzonderlijke activa, dat echter minder eenvoudig is dan het ogenschijnlijk lijkt, maar ook een veelal nog lastiger vast te stellen scenario van een going-concern liquidatie c.q. verkoop van (delen van) de ondernemingsactiviteiten, of een combinatie hiervan.

De liquidatiewaarde in een WHOA-context wordt uiteindelijk beïnvloed door onder meer de activastructuur van de onderneming in kwestie en de marktomstandigheden waaronder de activa te gelde kan worden gemaakt, en tevens de contractuele rechten van schuldeisers. De omstandigheden van het geval zijn bepalend hoe de liquidatiewaarde wordt bepaald. Hierdoor is het bepalen van de liquidatiewaarde in een WHOA-context een proces waarbij het juridisch en economisch domein samenkomt. Het is echter van belang dat er net zoveel aandacht uitgaat naar het zorgvuldig en grondig bepalen van de liquidatiewaarde als naar het bepalen van de reorganisatiewaarde om zo onder- of overwaardering van de liquidatiewaarde te voorkomen.

Keywords

Economisch perspectief Evaluatie WHOA Liquidatiewaarde WHOA

Auteur(s)



Piet Neijt
rechter Rechtbank Midden-Nederland
[LinkedIn](#)





Marc Broekema

universitair docent Universiteit Leiden, managing director bij Kroll en raad (plv.) in de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam