



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Optie-instrumenten als oplossing voor WHOA valuation fights?

Lozeman, J.N.

Citation

Lozeman, J. N. (2024). Optie-instrumenten als oplossing voor WHOA valuation fights? *Tijdschrift Voor Insolventierecht*, 2024(5), 230-238. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/4196791>

Version: Publisher's Version

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

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/4196791>

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

Optie-instrumenten als oplossing voor WHOA valuation fights?

Tvl 2024/28

Het artikel bevat een eerste verkenning van optie-instrumenten als mogelijke oplossing voor waarderingsdiscussies onder de WHOA. Als eerste bespreekt de auteur de WHOA Priority Rule en de discussies die zij veroorzaakt over de omvang van de reorganisatiewaarde. Na bespreking van drie Amerikaanse voorstellen voor een Relative Priority Rule, behandelt de auteur enkele typen optie-instrumenten en voorbeelden van Chapter 11-zaken waarin deze instrumenten zijn ingezet. De auteur verwacht dat optie-instrumenten ook vaker zullen worden gebruikt onder de WHOA.

1. Inleiding

Waarderingen blijven de gemoederen flink bezighouden onder de Wet homologatie onderhands akkoord (WHA). Zo ontstonden hierover al stevige discussies in onder andere de procedures van de Sportscholenketen² en Vroon.³ Daarin bleek vooral de vaststelling van de reorganisatiewaarde, ofwel de waarde die met het akkoord behouden kan blijven of gerealiseerd kan worden,⁴ het heikele punt. In de zaak van de Sportscholenketen ging een van de schuldeisers bijvoorbeeld uit van een waarde van gemiddeld € 110 miljoen, terwijl de schuldenaar en andere schuldeisers meenden dat deze waarde aanzienlijk hoger lag dan € 195 miljoen.⁵ In Vroon speelde een vergelijkbare discussie. Daar had de schuldenaar haar reorganisatiewaarde vastgesteld op USD 888,5 miljoen.⁶ De aandeelhouders bepleitten dat die waarde substantieel hoger lag, namelijk tussen de USD 969,4 en USD 977,5 miljoen, waardoor zij aanspraak zouden maken op een hogere uitkering onder het akkoord.⁷ In beide zaken bleken de verschillen van inzicht onoverbrugbaar. Dit leidde dan ook tot contentieuze homologatiezittingen.⁸

De geschetste waarderingsdiscussies worden in belangrijke mate veroorzaakt door de Nederlandse variant van de *Absolute Priority Rule* van art. 384 lid 4 sub b Fw, de WHOA-Priority Rule (WHA-PR). Deze regel bepaalt dat in het geval een WHOA-akkoord aan een of meer tegenstemmende klassen wordt opgelegd, de reorganisatiewaarde moet worden verdeeld volgens de rangorde bij verhaal, tenzij voor afwijking een redelijke grond bestaat en de schuldeisers of aandeelhouders ten nadele van wie wordt afgeweken daardoor niet in hun belang worden geschaad.⁹ De WHOA-PR heeft in de regel tot gevolg dat laag gerangschikte schuldeisers of aandeelhouders belang hebben bij een hoge reorganisatiewaarde. Dat vergroot immers de kans dat zij een uitkering ontvangen onder de WHOA-PR. Andersom kunnen hoog gerangschikte schuldeisers juist belang hebben bij een lage reorganisatiewaarde, zodat hen een relatief groot deel van de reorganisatiewaarde toekomt en bij een *debt for equity swap* mogelijk alle aandelen.¹⁰ De waarderingsdiscussies zijn daarom in belangrijke mate terug te voeren op de posities van partijen onder de WHOA-PR.

Gelet op deze waarderingsproblematiek, bevatte het WHOA-Evaluatierapport¹¹ de aanbeveling dat de praktijk, eventueel in samenspraak met de rechtspraak, tot nadere WHOA-waarderingsrichtlijnen zou moeten komen.¹² Hoewel ik deze aanbeveling van harte toejuich, vrees ik dat het formuleren van deze standaarden uitdagend zal zijn en wellicht ook niet zal leiden tot een sluitende oplossing. Ook in de Verenigde Staten bestond namelijk de wens om waarderingsstandaarden te ontwikkelen, maar Congress concludeerde in 1977 al dat zij niet tot een acceptabele formule kon komen. Het werd daarom aan de rechters overgelaten om de waarde te bepalen op basis van de feiten en omstandigheden van het specifieke geval.¹³ Wellicht is het mogelijk de extreme verschillen tussen waarderingen in enige mate te reduceren, maar dat voorkomt waarschijnlijk niet dat hierover discussies blijven bestaan.

Een alternatieve oplossing voor waarderingsdiscussies kan gelegen zijn in het gebruik van optie-instrumenten.¹⁴ Optie-instrumenten maken het mogelijk de definitieve verdeling

1 Joël Lozeman is werkzaam als PhD-kandidaat bij de afdeling Ondernemingsrecht van de Universiteit Leiden. Hij doet onderzoek naar optie-instrumenten als potentiële oplossing voor discussies over de omvang van de reorganisatiewaarde onder de WHOA. Zijn onderzoek vindt plaats binnen het Business & Law Research Network (BLRN). Voordien werkte Joël enkele jaren als advocaat. Hij heeft onder andere aan de WHOA-procedure van Vroon gewerkt.

2 Rb. Amsterdam 3 november 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:6522, JOR 2022/103 m.nt. Salah.

3 Rb. Zeeland-West-Brabant zp Breda 26 mei 2023, ECLI:NL:RBZWB:2023:5306, JOR 2023/277 m.nt. Struycken.

4 Kamerstukken II, 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 5.

5 Rb. Amsterdam van 2 september 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:6521, r.o. 10.3.

6 Rb. Zeeland-West-Brabant zp Breda 26 mei 2023, ECLI:NL:RBZWB:2023:5306, JOR 2023/277 m.nt. Struycken, r.o. 3.9.

7 Rb. Zeeland-West-Brabant zp Breda 26 mei 2023, ECLI:NL:RBZWB:2023:5306, JOR 2023/277 m.nt. Struycken, r.o. 8.18.

8 Rb. Amsterdam 3 november 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:6522, JOR 2022/103 m.nt. Salah; Rb. Zeeland-West-Brabant zp Breda 26 mei 2023, ECLI:NL:RBZWB:2023:5306, JOR 2023/277 m.nt. Struycken.

9 Art. 384 lid 4 sub b Fw.

10 Spierings & Kolthof, 'De absolute priority rule in de WHOA: achtergrond, uitwerking en knelpunten', Tvl 2017/40, par. 4.2; Mennens, *Het dwangakkoord buiten surseance en faillissement* (O&R nr. 118) 2020/9.6.5.2.

11 Evaluatie Wet homologatie onderhands akkoord, WODC-rapport van 18 december 2023 (onderzoeksteam van Rijksuniversiteit Groningen en Universiteit Leiden), te raadplegen via www.wodc.nl (WHA-Evaluatierapport).

12 WHOA-Evaluatierapport, par. 7.11 & 8.3.3.3.

13 O'Rourke, *Valuation uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, *Columbia Business Law Review*, 2005(2), p. 425 & voetnoot 89.

14 Vgl. Holterman, in: Al-Khaledi & Rouppe van der Voort, 'Herstructureren van The Big Ones', Verslag van de Algemene Ledenvergadering van de Nederlandse vereniging voor Herstructureren', Tvl 2024/11, par. 3.5; Jonkers & Van Moorsel, 'WHA voor iedereen, verdeel de bankenbonus', *Ondernemingsrecht* 2019/168, par. 6.

van de reorganisatiewaarde uit te stellen door tijd in te bouwen na de inwerkingtreding van het akkoord. Vervolgens kan de markt de waarde van de onderneming bepalen, waarna deze alsnog onder de partijen wordt verdeeld. Aldus wordt 'de dag van afrekening' tijdelijk vooruitgeschoven.¹⁵ Hoewel optie-instrumenten al met enige regelmaat worden gebruikt in de Amerikaanse overname-¹⁶ en herstructureringspraktijk,¹⁷ zijn ze in Nederland nog relatief onbekend. Dat maakt bestudering van deze instrumenten de moeite waard.

Deze bijdrage bevat een eerste verkenning van optie-instrumenten als middel om waarderingsdiscussies op te lossen bij herstructureringen. In par. 2 bespreek ik eerst de WHOA-PR en de discussies die zich voordoen over de hoogte van de reorganisatiewaarde. De WHOA-PR is in belangrijke mate geïnspireerd door de Amerikaanse *Absolute Priority Rule* (US APR), zoals neergelegd in de Chapter 11-procedure.¹⁸ Vanwege onvrede over deze regel zijn in de Amerikaanse literatuur voorstellen gedaan voor een relatieve verdelingsregel, de *Relative Priority Rule* (US RPR).¹⁹ De US RPR vormt de theoretische basis van optie-instrumenten en bespreek ik in par. 3. Vervolgens ga ik in par. 4 in op enkele typen optie-instrumenten en de wijzen waarop ze worden ingezet om een consensuele oplossing te bereiken over de verdeling van de reorganisatiewaarde. In par. 5 sluit ik af met een samenvatting van de bevindingen.

2. Waarderingsdiscussies onder de WHOA-PR

2.1 WHOA-PR

De WHOA maakt het mogelijk een akkoord op te leggen aan tegenstemmende schuldeisers en aandeelhouders. Dat kan verstrekkende gevolgen hebben, bijvoorbeeld doordat de vorderingen van schuldeisers geheel of gedeeltelijk worden afgeschreven of doordat aandeelhouders hun aandelenbelang in de onderneming zien verwateren of

zelfs volledig kwijtraken.²⁰ De WHOA-PR vormt hiervoor een belangrijke beschermingsbepaling. Deze regel, die is vormgegeven als afwijzingsgrond voor homologatie, bepaalt dat de reorganisatiewaarde als uitgangspunt moet worden verdeeld in overeenstemming met de wettelijke of contractuele rangorde bij verhaal.²¹ De gecureerde schuldeisers moeten dus als eerste worden voldaan, voor zover hun vorderingen door zekerheden worden gedekt. Daarna volgen de preferente schuldeisers, de concurrente schuldeisers en, voor zover aanwezig, de achtergestelde schuldeisers. Aandeelhouders ontvangen in beginsel pas als laatste een uitkering. Zij zijn de *residual claimants* van de onderneming.²²

Onder omstandigheden is het mogelijk bij de verdeling van de reorganisatiewaarde af te wijken van de wettelijke of contractuele rangorde. Dat mag volgens art. 384 lid 4 sub b Fw wanneer voor de afwijking een redelijke grond bestaat en degene ten nadele van wie wordt afgeweken daardoor niet in haar belang wordt geschaad. Deze WHOA-PR kan alleen worden ingeroepen door een tegenstemmende schuldeiser of aandeelhouder uit een klasse die niet met het akkoord heeft ingestemd.²³ Daarmee komt de WHOA-PR slechts aan bod als het akkoord tegen de wil van een of meer klassen wordt opgelegd (de *cross class cram down*). Stemmen alle klassen voor het akkoord, dan komt de rechtbank aan toetsing aan de WHOA-PR dus niet toe. Er is dan sprake van een 'consensueel akkoord', ook al kunnen er dus binnen die klasse tegenstemmende partijen bestaan.

2.2 Discussie over de hoogte van de reorganisatiewaarde

Toepassing van de WHOA-PR gaat, zoals besproken, regelmatig gepaard met discussies over de hoogte van de reorganisatiewaarde. De WHOA verplicht de schuldenaar of, indien aangewezen, de herstructureringsdeskundige, om de reorganisatiewaarde in het akkoord te vermelden,²⁴ maar geeft weinig sturing voor de wijze waarop die waarde moet worden berekend.²⁵ Daardoor geniet de aanbieder van het akkoord de nodige vrijheid bij de berekeningswijze. Dat begint al bij de keuze voor een geschikte waarderingsmethode. Zo kan voor de berekening worden aangesloten bij (i) de met financiële gegevens onderbouwde prognoses van de onderneming (de inkomensbenadering) of (ii) een vergelijking met de concurrenten van de onderneming of in de markt verrichte vergelijkbare transacties (de marktbenadering).²⁶

15 Baird & Bernstein, *Absolute Priority Rule, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, *Yale Law Journal*, 2006/115, 259, p. 1963-1964.

16 Vgl. Partin, Flanagan & Brown, *Key Components and Trends of CVRs in Life Sciences Public M&A Deals*, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (2023), te raadplegen via: <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/06/16/key-components-and-trends-of-cvrs-in-life-sciences-public-ma-deals/>.

17 Vgl. Baird & Bernstein, *Absolute Priority Rule, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, *Yale Law Journal*, 2006/115, 259, p. 1963 e.v.; O'Rourke, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, *Columbia Business Law Review* 2005(2), p. 444 e.v.

18 11 U.S.C. §1129(b).

19 De US RPR is overigens iets anders dan de Europese *Relative Priority Rule* (EU RPR) als opgenomen in de Richtlijn (EU) 2019/1023 betreffende herstructurering en insolventie (de Herstructureringsrichtlijn). De EU RPR vereist slechts dat tegenstemmende klassen van schuldeisers ten minste even gunstig worden behandeld als klassen van dezelfde rang en gunstiger dan lager gerangschikte klassen (art. 11 lid 1 sub c Herstructureringsrichtlijn). Onder de EU RPR hoeft een senior klasse dus niet volledig te worden betaald voordat een junior klasse een uitkering ontvangt. Een 'gunstiger' behandeling is voldoende. De US RPR, daarentegen, neemt de rangorde van partijen wel degelijk als uitgangspunt, maar maakt het mogelijk hier correcties op aan te brengen door de afrekeningsdatum vooruit te schuiven. Vgl. De Weijis, Jonkers & Malakotipour, *The Imminent Distortion of European Insolvency Law: How the European Union Erodes the Basic Fabric of Private Law by Allowing 'Relative Priority' (RPR)*, *Amsterdam Law School Research Paper No. 2019-10*, *Centre for the Study of European Contract Law Working Paper No. 2019-05*, par. 5.

20 *Kamerstukken II*, 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 9, 11.

21 Art. 384 lid 4 aanhef en onder b Fw.

22 Breeman & Rekker, 'Hydra, Janus of Calimero: de rol van aandeelhouders bij akkoorden', *Tvl* 2021/42, par. 1.

23 Art. 384 lid 4 aanhef Fw. De regel kan ook worden ingeroepen door een stemgerechtigde schuldeiser of aandeelhouder die ten onrechte niet tot de stemming is toegelaten en in een klasse die niet met het akkoord heeft ingestemd had moeten worden ingedeeld.

24 Art. 375 lid 1 sub f Fw.

25 Vgl. WHOA-Evaluatierapport, par. 6.3.7, waaruit blijkt dat een meerderheid (59%) van de respondenten uit een survey meende dat de norm voor waarderings binnen de WHOA te open is.

26 De Jong, 214. Waarderen met de WHOA, *FIP* 2019/6, p. 18.

Welke methode het meest geschikt is in een specifieke situatie, hangt af van vele factoren zoals het type onderneming, de verwachte resultaatontwikkelingen en de beschikbare informatie.²⁷ De meest gangbare methode onder de WHOA lijkt de *Discounted Cash Flow* (DCF)-methode, een type van inkomensbenadering.²⁸ Bij deze methode worden de toekomstige vrije kasstromen van de onderneming geschat en vervolgens contant gemaakt tegen een bepaalde disconteringsvoet.²⁹ De DCF-methode is in belangrijke mate gestoeld op aannames en assumpties die de nodige subjectieve elementen kennen. Zo moeten bijvoorbeeld inschattingen worden gemaakt van geprojecteerde resultaten en kasstromen van de onderneming, de haalbaarheid van haar business plan, de benodigde investeringen en de marktrisico's.³⁰ Hierover kunnen partijen verschillende opvattingen hebben, hetgeen resulteert in uiteenlopende waarderingen.

Maar deze waarderingsonzekerheid vormt slechts een deel van het verhaal. Ook strategische overwegingen spelen een belangrijke rol bij de discussie over de reorganisatiewaarde.³¹ Dat komt doordat de reorganisatiewaarde het vertrekpunt vormt voor de verdeling onder de WHOA-PR, waardoor partijen belang hebben bij de hoogte daarvan.³² Dit kan het beste worden geïllustreerd met een voorbeeld. Stel dat een schuldenaar met twee klassen vermogensverschaffers, de gesecureerde schuldeisers en de aandeelhouders, een akkoord voorbereidt onder de WHOA. De gesecureerde schuld van de onderneming bedraagt 100. Omdat de aandeelhouders achteraan in de rij staan onder de WHOA-PR, zullen zij een zo hoog mogelijke reorganisatiewaarde bepleiten. Ligt die waarde immers hoger dan 100, dan hebben de aandeelhouders recht op een uitkering onder het akkoord. Zij zijn dan *in the money*. De gesecureerde schuldeisers, daarentegen, kunnen juist belang hebben bij een relatief lage waardering. Ligt de reorganisatiewaarde immers op 100 of lager, dan maken zij aanspraak op alle waarde onder het akkoord. Dit is vooral aan de orde als gesecureerde schuldeisers een *loan to own*-strategie hanteren en de nieuwe aandeelhouders van de onderneming willen worden.

De WHOA-PR zorgt er dus voor dat partijen tegenstrijdige belangen hebben bij de uitkomst van de waarderingsvraag. Omdat het waarderen van een onderneming inherent

onzeker is, biedt de WHOA partijen ook de ruimte een voor hen gunstige waardering te bepleiten. Dit kan leiden tot stevige discussies voorafgaand aan of tijdens de homologatiezitting waarbij partijen, gewapend met hun eigen waarderingsrapporten, de rechtbank proberen te overtuigen van hun gelijk.³³ Het is dan aan de rechtbank om te bepalen of de in het akkoord opgenomen waardering acceptabel is.

3. Amerikaanse voorstellen voor een US RPR

3.1 Introductie van de US RPR

De discussies over de hoogte van de reorganisatiewaarde onder de WHOA komen niet uit de lucht vallen. Integendeel, ze zijn het gevolg van het in gewijzigde vorm overnemen van de US APR. De US APR maakt deel uit van het *fair and equitable*-vereiste, zoals neergelegd in de Chapter 11. De regel komt erop neer dat een tegenstemmende klasse slechts aan een akkoord kan worden gebonden indien deze (i) volledig wordt voldaan of (ii) lager gerangschikte klassen geen uitkering ontvangen.³⁴ De Amerikaanse rechter toetst alleen aan de US APR in het geval van een *cross class cram down*. De US APR bevat geen open geformuleerde uitzonderingsgronden, al zijn in de rechtspraak wel enkele uitzonderingen aangenomen op de regel.³⁵

In de Verenigde Staten bestaat al lange tijd onvrede over de US APR, vooral vanwege de in dat kader vereiste waarderings.³⁶ Daarom zijn in de Amerikaanse literatuur ideeën ontwikkeld over een alternatieve verdelingsregel, de US RPR.³⁷ Deze regel neemt, net als de US APR, tot uitgangspunt dat hoger gerangschikte vermogensverschaffers eerder moeten worden voldaan dan lager gerangschikte vermogensverschaffers. Het verschil zit echter in het tijdstip waarop de aanspraken van partijen worden bepaald. Waar de US APR aansluit bij de homologatie van het akkoord, maakt de US RPR het mogelijk dit tijdstip vooruit te schuiven.³⁸ Hoewel al sinds 1928 wordt gediscussieerd over de wenselijkheid van de US RPR als alternatief voor de US APR,³⁹ beperk ik mij in deze bijdrage tot een bespreking van drie relatief recente US RPR-voorstellen. Meer specifiek, ga ik in op de voorstellen

27 De Jong, 214. Waarderen met de WHOA, *FIP* 2019/6, p. 18.

28 Vgl. Adriaanse & Broekema, 16 WHOA in de praktijk: een analyse van uitdagingen rondom waarderingsvraagstukken, in: *Het bancaire belang* (O&R nr. 141) 2023/16.1, die de DCF-methode aanduiden als de *mainstream* methode. Zie voorts Van den Berg, Holterman & Haanappel, 'De reorganisatiewaarde onder de WHOA', *Tvl* 2019/10, par. 3.1.

29 De Jong, 214. Waarderen met de WHOA, *FIP* 2019/6, p. 19.

30 Broekema, Bregonje & Adriaanse, 207. Schuldwaardering en renteaanpassing in de WHOA: nut of noodzaak?, *FIP* 2023/6, p. 30; Adriaanse & Broekema, 16 WHOA in de praktijk: een analyse van uitdagingen rondom waarderingsvraagstukken, in: *Het bancaire belang* (O&R nr. 141) 2023/16.3.

31 O'Rourke, Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations, *Columbia Business Law Review* 2005(2), p. 432 e.v.

32 Mennens, *Het dwangakkoord buiten surseance en faillissement* (O&R nr. 118) 2020/9.6.5.2; 'Spierings & Kolthof, De absolute priority rule in de WHOA: achtergrond, uitwerking en knelpunten', *Tvl* 2017/40, par. 4.2.

33 Zie bijv. de reeds genoemde WHOA-procedures van de Sportscholenketen en Vroom.

34 11 U.S.C. §1129(b).

35 Vgl. Mennens, *Het dwangakkoord buiten surseance en faillissement* (O&R nr. 118) 2020/9.6.3.4 voor een bespreking van *gifting* en *class skipping*, de *new value exception* en het *equity retention plan*. Zie ook Bartstra, De Weijts & Jonkers, 'WHOA-Priority Rule en WHOA-initiatiefrechten: Gaten in schuldeisersbescherming bij reorganisaties', *Tvl* 2020/15, par. 2.1.

36 Baird, Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy, *University of Pennsylvania Law Review* 165/4, p. 788.

37 Vgl. Baird, Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy, *University of Pennsylvania Law Review* 165/4, p. 785-829; Casey, The Creditor's Bargain and Option-Preservation Theory in Chapter 11, *University of Chicago Law Review*, 2011, 78(3), p. 759-807.

38 Brief van Baird aan De Weijts van 7 maart 2019, zoals aangehecht bij de brief van De Weijts aan de Commissie juridische zaken (JURI) van het Europees Parlement van 20 maart 2019 (te raadplegen via <https://corporatefinancelab.org/wp-content/uploads/2019/03/letter-to-the-ep.pdf>).

39 Vgl. Bonbright & Bergerman, Two Rival Theories of Priority Rights of Security Holders in a Corporate Reorganization, 28 *Columbia Law Review* 127 (1928).

van (1) Baird, (2) het *American Bankruptcy Institute* (ABI) en (3) Casey.⁴⁰

3.2 Baird

Baird neemt als uitgangspunt dat laag gerangschikte vermogensverschaffers (juniors) buiten faillissement over een optierecht beschikken. De juniors hebben de mogelijkheid de aanspraken van hoog gerangschikte vermogensverschaffers (seniors) te beëindigen door deze volledig af te lossen.⁴¹ Volgens Baird haalt de US APR de uitoefendatum van deze optie naar voren. De junior zou de senior ten tijde van de homologatie van het akkoord moeten uitkopen om waarde te ontvangen. Anders verliest zij definitief haar kans op waarde in de toekomst. De US RPR, daarentegen, laat het optierecht van de junior in stand, in die zin dat zij hier gedurende een bepaalde periode na homologatie nog gebruik van kan maken.⁴²

De US RPR kan volgens Baird gemakkelijk worden geïmplementeerd. Zo is het mogelijk de senior alle aandelen van de onderneming toe te kennen en de junior een calloptie te geven op die aandelen.⁴³ De senior krijgt als eerste betaald, terwijl de junior alleen 'haar' deel ontvangt wanneer de onderneming zich beter blijkt te ontwikkelen dan gedacht.⁴⁴ Anders dan bij een US APR is onder het voorstel van Baird geen waardering van de onderneming vereist.⁴⁵ Alleen de uitoefenprijs en de uitoefendatum van de calloptie hoeven te worden bepaald. Voor de uitoefenprijs kan worden aangesloten bij de nominale waarde van de senior schuld inclusief rente en eventuele overige kosten die de schuldenaar aan de senior verschuldigd is.⁴⁶ De uitoefendatum van de calloptie zou gelijk kunnen worden gesteld aan het einde van de looptijd van de senior schuld. Voor zover de lening uit een doorlopende kredietmogelijkheid zou bestaan (*revolving credit arrangement*), moet volgens Baird een arbitrair tijdstip worden gekozen, zoals drie of vijf jaar. De looptijd betreft in feite een benadering van de tijd waarbinnen de senior zou worden afbetaald zonder financiële problemen. Zij moet in elk geval lang genoeg zijn voor de industrie en de onderneming om zich te herstellen.⁴⁷

Bairds voorstel kan worden geïllustreerd met een voorbeeld. Stel dat de waarde van een onderneming ergens ligt tussen de 9 miljoen en 13 miljoen. De senior schuld is 10 miljoen tegen een rente van 5%. Alle aandelen in de onderneming kunnen dan worden toegekend aan de senior, terwijl de junior een optie krijgt om binnen drie jaar na homologatie de senior uit te kopen tegen 11.576 miljoen. Als de vennootschap zich inderdaad richting de waarde van 13 miljoen beweegt, kan de junior de senior aflossen, zodat de junior gerechtigd wordt tot de onderneming.

Het grote voordeel van Bairds systeem is dat de definitieve waarde van de onderneming niet hoeft worden vastgesteld. In plaats daarvan kan worden afgewacht hoe de onderneming zich post-herstructurering ontwikkelt. Een nadeel van dit systeem is dat het professionele partijen veronderstelt die over voldoende liquide middelen beschikken. De junior zal de senior immers moeten uitkopen. Als de junior daar de middelen niet voor heeft, kan zij haar calloptie niet uitoefenen. Verder rijst de vraag hoe eerlijk het is dat de junior de senior kan uitkopen op het moment dat de onderneming zich positief blijkt te ontwikkelen, terwijl de junior de senior niet hoeft te compenseren voor tegenvallende resultaten.⁴⁸ Het correctiemechanisme van Baird werkt aldus één richting op, namelijk die van de junior. Mogelijk kan hiervoor een rechtvaardiging worden gevonden in de positie van partijen voorafgaand aan de herstructurering. Zo heeft een schuldeiser in beginsel slechts recht op de voldoening van haar schuld inclusief rente. De aandeelhouder, daarentegen, is *residual claimant* en maakt aanspraak op het restant van de ondernemingswaarde na aflossing van de externe schulden. Dat zou kunnen rechtvaardigen dat de aandeelhouder de schuldeiser wel kan uitkopen, maar niet hoeft te compenseren voor tegenvallers.

3.3 American Bankruptcy Institute (ABI)

Een tweede voorstel is afkomstig van de ABI. In 2014 publiceerde de ABI een rapport met voorstellen tot hervorming van de Chapter 11.⁴⁹ Eén van de voorstellen zag op het beschermen van de *redemption option value* van de eerste *out of the money* junior klasse.⁵⁰ Bij de eerste *out of the money* junior klasse lijkt de ABI vooral oog te hebben voor laag gerangschikte crediteuren, zoals obligatiehouders.⁵¹ De *redemption option value* betreft de waarde van de hypothetische optie om de onderneming te kopen tegen

40 Deze voorstellen gaan ervan uit dat de zekerheidsgerechtigde de gehele reorganisatiewaarde naar zich toe kan halen. Onder de WHOA is de bevoorrechte aanspraak van de zekerheidsgerechtigde beperkt tot hetgeen zij in faillissement zou ontvangen (art. 374 lid 3 laatste zin Fw). Bij het bespreken van de US RPR-voorstellen ga ik er daarom van uit dat er een strikte rangorde bestaat, waarbij de hoog gerangschikte vermogensverschaffer zekerheden heeft en als uitgangspunt geheel boven de laag gerangschikte vermogensverschaffer gaat, bijvoorbeeld door een achterstelling in bond-documentatie.

41 Baird, Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy, *University of Pennsylvania Law Review* 165/4, p. 793.

42 Baird, Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy, *University of Pennsylvania Law Review* 165/4, p. 793.

43 Baird, Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy, *University of Pennsylvania Law Review* 165/4, p. 795.

44 Baird, Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy, *University of Pennsylvania Law Review* 165/4, p. 795-796.

45 Baird, Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy, *University of Pennsylvania Law Review* 165/4, p. 796.

46 Baird, Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy, *University of Pennsylvania Law Review* 165/4, p. 819.

47 Baird, Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy, *University of Pennsylvania Law Review* 165/4, p. 815.

48 O'Rourke, Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations, *Columbia Business Law Review* 2005(2), p. 444.

49 American Bankruptcy Institute, Commission to study the reform of Chapter 11, Final report and Recommendations (ABI-Rapport). Zie voor een bespreking van de belangrijkste voorstellen uit het ABI-Rapport Wessels & De Weij, Proposed recommendations for the reform of chapter 11 U.S. Bankruptcy Code, *Ondernemingsrecht* 2015/37 en specifiek over het voorstel tot bescherming van de *redemption option value* Van den Berg, (Rechtsvergelijkende) beschouwing over waardeallocatie bij herstructureringen, *Tvl* 2015/42.

50 ABI-Rapport, p. 207 e.v.

51 Vgl. ABI-Rapport, p. 217-218 waar de ABI spreekt over de bescherming van junior schuldeisers tegen het volledig kwijtraken van aanspraken op de toekomstige winsten van de onderneming op basis van een waardering op één ogenblik in de tijd.

een uitoefenprijs gelijk aan de nominale waarde van de vorderingen van de senior inclusief rente en eventuele overige kosten met een looptijd van drie jaar.⁵² De ABI kiest voor een looptijd van drie jaar, omdat uit economische en financiële literatuur is gebleken dat de meeste economische cycli zich in drie tot vijf jaar herstellen.⁵³ De ABI komt daarom tot een regel op grond waarvan (i) een akkoord alleen tegen de wil van de eerste *out of the money* junior klasse mag worden gehomologeerd indien die klasse niet minder ontvangt dan de *redemption option value* en (ii) een akkoord tegen de wil van de senior klasse gehomologeerd mag worden als de senior niet volledig wordt voldaan, maar deze afwijking van de rangorde plaatsvindt om de eerste *out of the money* junior klasse de *redemption option value* toe te kennen.⁵⁴

Anders dan bij het voorstel van Baird waar de verdelingsvraag vooruit wordt geschoven, stelt de ABI voor ten tijde van homologatie direct waarde in mindering te brengen op de uitkering van de seniors om de optiewaarde te kunnen uitkeren aan de eerste *out of the money* junior klasse. In het hierboven omschreven voorbeeld zouden de seniors bijvoorbeeld geen 100% van de aandelen ontvangen, maar slechts 90%. De overige 10% wordt direct uitgekeerd aan de lager gerangschikte klasse in de vorm van een optie-instrument of in de vorm van cash of een ander schuldinstrument. Het is aan de senior klasse om de vorm van de uitkering te kiezen, aangezien zij deze waarde zal moeten opgeven.⁵⁵ De omvang van de *redemption option value* kan volgens de ABI worden vastgesteld met behulp van geaccepteerde waarderingmodellen, zoals het Black-Scholes option pricing model.⁵⁶ Dat model bepaalt de waarde van een optie aan de hand van de uitoefenprijs, de looptijd, de volatiliteit en een *risk-free rate*.⁵⁷ Uit deze berekening kan voortvloeien dat de waarde van de *redemption option value* onder omstandigheden op nihil moet worden bepaald. Dat zal bijvoorbeeld het geval zijn wanneer de senior klasse een significante afschrijving moet accepteren onder het akkoord.⁵⁸

Het voorstel van de ABI lijkt vooral bedoeld om een alternatieve verdeling te bereiken, waarbij de eerste *out of the money* junior klasse in elk geval iets ontvangt vanwege de kans dat de waarde van de onderneming in de toekomst hoger blijkt te liggen dan verwacht. Dit zou dus direct ten koste gaan van de senior klasse. Daarnaast is het de vraag in hoeverre dit voorstel daadwerkelijk een oplossing vormt voor het waarderingprobleem. Bovenop de vaststelling van de reorganisatiewaarde vereist dit voorstel immers dat ook de optiewaarde van de eerste *out of the money* junior klasse wordt bepaald. Ook daarover kan discussie ontstaan. Interessant is nog dat de ABI verwacht dat de door haar voorgestane regel partijen verder zou aanmoedigen consensuele

oplossingen te vinden waarvan iedereen profiteert.⁵⁹ Ik kan mij niet aan de indruk onttrekken dat de ABI bewust een complexe regel inclusief nieuwe waarderingproblemen introduceert om partijen zoveel mogelijk af te schrikken van het *cram down* regime en richting een consensuele oplossing te bewegen.⁶⁰

3.4 Casey

Als laatste wijs ik op het voorstel voor een *option preservation priority* van Casey.⁶¹ Ook Casey gaat ervan uit dat de junior buiten faillissement over een calloptie beschikt met een uitoefenprijs gelijk aan de nominale waarde van de senior schuld.⁶² Daarnaast neemt hij tot uitgangspunt dat de seniors buiten faillissement niet meer waarde naar zich toe kunnen halen dan de waarde van het onderpand bij executoriale verkoop. Weliswaar verkrijgen seniors doorgaans zekerheden op alle activa van de schuldenaar, maar het is voor hen meestal niet mogelijk een verkoop te realiseren waarbij de volledige *going concern* waarde wordt behouden. Dat is volgens Casey de reden dat de Chapter 11 wordt gebruikt.⁶³ Seniors zouden buiten faillissement alleen volledig worden voldaan wanneer de onderneming additionele financiering ontvangt, haar activiteiten voortzet én weer winstgevend wordt. In die situatie zou de junior echter ook haar optie-recht behouden.⁶⁴

Onder de US APR wordt de senior eerst volledig voldaan tot de nominale waarde van haar gesecureerde vordering alvorens de junior een uitkering ontvangt. Daarmee wijkt de US APR volgens Casey af van de geschetste situatie buiten faillissement.⁶⁵ Casey stelt daarom een alternatieve prioriteitsregel voor. Deze regel waarborgt enerzijds dat de senior de verkoopwaarde van het onderpand ontvangt, terwijl anderzijds de optiewaarde van de junior intact blijft.⁶⁶ Dat leidt tot een verdelingsregel waarbij eerst de senior wordt betaald tot de hoogte van de executiewaarde van haar onderpand buiten faillissement, vervolgens de optiewaarde van de junior wordt uitgekeerd en, indien dan nog waarde resteert, deze waarde wordt uitgekeerd aan de senior tot

52 ABI-Rapport, p. 220-221.

53 ABI-Rapport, p. 220.

54 ABI-Rapport, p. 218-219.

55 ABI-Rapport, p. 223.

56 ABI-Rapport, p. 221.

57 De *risk-free rate* betreft het theoretische rendement dat men verwacht te ontvangen op basis van een investering zonder risico.

58 ABI-Rapport, p. 221-222.

59 ABI-Rapport 2014, p. 224.

60 Dit sluit aan bij de gedachte over de US APR als *penalty default* regel, ofwel een regel die partijen stimuleert een consensuele oplossing te bereiken om toepassing van de voor hen negatieve *default* optie te voorkomen. Vgl. Seymour & Schwarcz, Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment, *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2019-84*, *University of Illinois Law Review*, No. 1, 2021, p. 21 e.v.

61 Casey, The Creditor's Bargain and Option-Preservation Theory in Chapter 11, *University of Chicago Law Review*, 2011, 78(3), p. 759-807.

62 Casey, The Creditor's Bargain and Option-Preservation Theory in Chapter 11, *University of Chicago Law Review*, 2011, 78(3), p. 764.

63 Casey, The Creditor's Bargain and Option-Preservation Theory in Chapter 11, *University of Chicago Law Review*, 2011, 78(3), p. 774. Zie over de vraag of het reorganisatiesurplus volledig bezwaard kan zijn ook Malakotipour, *The Tail that Wags the Dog. The Effects of Secured Credit on Access to Debt Financing and Financial Stability*, dissertation UvA, 2024.

64 Casey, The Creditor's Bargain and Option-Preservation Theory in Chapter 11, *University of Chicago Law Review*, 2011, 78(3), p. 776.

65 Casey, The Creditor's Bargain and Option-Preservation Theory in Chapter 11, *University of Chicago Law Review*, 2011, 78(3), p. 775.

66 Casey, The Creditor's Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11, *University of Chicago Law Review*, 2011, 78(3), p. 765.

het nominale bedrag van de senior schuld. Deze regel zou ervoor zorgen dat, wanneer de contante waarde van de onderneming lager ligt dan de nominale waarde van de senior schuld, de senior niet zomaar de gehele onderneming naar zich toe kan halen. In plaats daarvan ontvangt de senior het meerdere van (1) de executiewaarde buiten faillissement of (2) de waarde van de onderneming minus de optiewaarde van de junior.⁶⁷

In het voorstel van Casey kan de optiewaarde van de junior op twee wijzen worden gerespecteerd, namelijk door deze in stand te laten door toekenning van een optierecht op de aandelen of door deze uit te keren in de vorm van cash of aandelen.⁶⁸ Daarmee introduceert Casey in feite een keuze-mogelijkheid tussen de voorstellen van Baird (in tact laten van het optierecht) en de ABI (berekenen en uitkeren van de optiewaarde). Bij het in stand laten van het optierecht bestaat er volgens Casey wel een risico op *agency costs*. Seniors ontvangen namelijk wel de zeggenschap over de aandelen, maar niet alle *upsides*. Dat zou ertoe kunnen leiden dat de seniors risicomijdend gedrag vertonen. Als dat risico inderdaad reëel zou zijn, stelt Casey voor de optiewaarde direct uit te keren in de vorm van cash of aandelen.⁶⁹

De genoemde kritiek op de voorstellen van Baird en de ABI geldt in zekere zin ook voor het voorstel van Casey. Ook dit voorstel lijkt vooral een materiële (her)verdeling te willen bewerkstelligen waarbij de senior niet zomaar, en ten koste van de junior, de gehele reorganisatiewaarde naar zich toe kan halen. Bovendien vereist het voorstel van Casey, net als dat van de ABI, een nieuwe waardering wanneer de optiewaarde aan de junior zou worden uitgekeerd in de vorm van cash of aandelen.

3.5 Tussentijdse conclusie

De US RPR-voorstellen bieden inspiratie voor de wijzen waarop vooral laag gerangschikte vermogensverschaffers kunnen worden beschermd tegen de gevolgen van een onzekere waardering bij een herstructureringsprocedure. Onder het voorstel van Baird zou een waardering van de onderneming achterwege kunnen blijven, maar dient de junior wel over voldoende liquide middelen te beschikken om de senior uit te kopen. De voorstellen van de ABI en Casey compenseren de junior door haar optiewaarde in stand te laten, maar creëren op hun beurt mogelijk een nieuw waarderingsprobleem. Voor alle drie de voorstellen geldt bovendien dat ze een zekere mate van complexiteit, en dus onvoorspelbaarheid, in de procedure introduceren. Het is daarom de vraag in hoeverre deze voorstellen werkbaar zijn voor de praktijk, in het bijzonder voor MKB-bedrijven die mogelijk helemaal niet zitten te wachten op een structuur met optie-instrumenten.

67 Casey, *The Creditor's Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, *University of Chicago Law Review*, 2011, 78(3), p. 765.

68 Casey, *The Creditor's Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, *University of Chicago Law Review*, 2011, 78(3), p. 801.

69 Casey, *The Creditor's Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, *University of Chicago Law Review*, 2011, 78(3), p. 805.

4. Optie-instrumenten als consensuele oplossing

4.1 Gebruik van optie-instrumenten

Waar het wettelijk verankeren van de US RPR tot de nodige vragen leidt, worden optie-instrumenten wel degelijk onder Chapter 11 ingezet. Zo kan de schuldenaar dergelijke instrumenten in een akkoord uitkeren als uitkomst van de onderhandelingen met haar vermogensverschaffers.⁷⁰ Daarmee kan mogelijk een consensuele oplossing worden bereikt die zonder deze instrumenten niet haalbaar zou zijn geweest.⁷¹ Idealiter leidt dit tot een akkoord waar alle klassen mee instemmen, zodat een kostbare waarderingsdiscussie kan worden voorkomen. In de Amerikaanse literatuur wordt vooral gewezen op drie typen optie-instrumenten, namelijk i) converteerbare preferente aandelen; ii) *warrants*; en iii) *contingent value rights* (CVR's).⁷² Voor elk van deze typen bespreek ik een voorbeeld van hoe ze kunnen worden ingezet om discussies over de reorganisatiewaarde te beslechten.

4.2 Converteerbare preferente aandelen

Als eerste kan gebruik worden gemaakt van converteerbare preferente aandelen.⁷³ Preferente aandelen zijn aandelen waaraan bijzondere financiële rechten zijn verbonden.⁷⁴ Deze rechten kunnen zien op de winstverdeling en/of op de aanspraak bij vereffening na ontbinding van de vennootschap.⁷⁵ Het is mogelijk preferente aandelen converteerbaar te maken in andersoortige aandelen, met name in gewone aandelen. Deze conversie houdt in dat een wijziging plaatsvindt in de rechten of verplichtingen die aan het aandeel zijn verbonden.⁷⁶ Voor conversie van aandelen moet wel altijd een grondslag bestaan in de statuten.⁷⁷

Converteerbare preferente aandelen kunnen worden ingezet om de dag van afrekening vooruit te schuiven in een herstructureringsprocedure.⁷⁸ Zo is het mogelijk onder een akkoord de meerderheid van de gewone aandelen van de geherstructureerde onderneming aan de juniors toe te kennen, maar de seniors converteerbare preferente aandelen te geven. De preferente aandelen kunnen worden geconverteerd in gewone aandelen als de markt op een vooraf vastgestelde datum laat zien dat de seniors gerechtigd

70 Vgl. Verhoeven, in: Al-Khaleli & Rouppe van der Voort, 'Herstructureren van The Big Ones, Verslag van de Algemene Ledenvergadering van de Nederlandse Vereniging voor Herstructureren', *Tvl* 2024/11, par. 2.4.

71 Baird & Bernstein, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, 115 *Yale Law Journal* 1930 (2006), p. 1963-1964.

72 Vgl. O'Rourke, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, 2005 *Columbia Business Law Review* 2005 (2), p. 444-446.

73 Baird & Bernstein, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, 115 *Yale Law Journal* 1930 (2006), p. 1964-1965.

74 Asser/Van Olfen & Rensen 2-IIa 2019/308.

75 Asser/Van Olfen & Rensen 2-IIa 2019/308.

76 Asser/Van Olfen & Rensen 2-IIa 2019/267.

77 Asser/Van Olfen & Rensen 2-IIa 2019/267.

78 Baird & Bernstein, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, 115 *Yale Law Journal* 1930 (2006), p. 1964-1965; O'Rourke, *Valuation uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, *Columbia Business Law Review*, 2005(2), p. 445.

zijn tot alle waarde in de onderneming.⁷⁹ De oorspronkelijk aan de junior uitgegeven aandelen komen dan geheel of gedeeltelijk te vervallen. Het op deze wijze inzetten van converteerbare preferente aandelen heeft als voordeel dat de schuld van de onderneming direct wordt verlaagd naar een gezond niveau.⁸⁰ Tegelijk krijgen de juniors de tijd om aan te tonen dat hun waardering van de onderneming de juiste was, terwijl seniors de zekerheid hebben dat zij het eigendom van de onderneming naar zich toe kunnen halen als blijkt dat de nominale waarde van de senior schuld de waarde van de onderneming overstijgt.⁸¹

Een voorbeeld van een zaak waarin converteerbare preferente aandelen zijn gebruikt, betreft de Chapter 11-procedure van Consecro.⁸² In deze zaak onderhandelden de banken met de obligatiehouders over de verdeling van de ondernemingswaarde. Hoewel de vastgestelde waarde naar verluidt onvoldoende was om de vorderingen van de banken van in totaal USD 2,04 miljard te voldoen, kwamen de partijen tot een alternatieve verdeling.⁸³ De banken ontvingen onder het akkoord, naast gezeekerde vorderingen ter waarde van USD 1,3 miljard, converteerbare preferente aandelen in de geherstructureerde onderneming. Het gewone aandelenkapitaal werd aan de voormalig obligatiehouders toegekend, terwijl de oude aandeelhouders hun belang in de onderneming kwijtraakten.⁸⁴ Partijen kwamen bovendien een aflosmechanisme overeen dat de onderneming de tijd gaf de converteerbare preferente aandeelhouders af te lossen voordat de conversiedatum bereikt zou zijn.⁸⁵ De waarde van Consecro post-herstructurering bleek inderdaad hoger te liggen dan de nominale waarde van de senior schuld. Dit leidde ertoe dat de onderneming daadwerkelijk gebruik heeft gemaakt van de aflossingsmogelijkheid van de preferente aandelen.⁸⁶

4.3 Warrants

Een tweede type optie-instrument betreft de *warrant*. De *warrant* is een door een vennootschap uitgegeven zelfstandig handelbaar waardebewijs dat de houder gedurende een bepaalde periode recht geeft op verwerving van een bepaald aantal aandelen in die vennootschap tegen een

bepaalde uitoefenprijs.⁸⁷ De *warrant* is dus, kort gezegd, een calloptie op aandelen. Het instrument kan zowel betrekking hebben op reeds bestaande aandelen als op nog door de vennootschap uit te geven aandelen.⁸⁸

Ook *warrants* kunnen worden ingezet om de dag van afrekening vooruit te schuiven in een herstructureringsprocedure.⁸⁹ Zo kunnen ze worden uitgekeerd aan aandeelhouders die onder een akkoord hun aandelen in de onderneming kwijtraken. De *warrants* geven de aandeelhouders dan het recht aandelen terug te kopen tegen een vooraf vastgestelde uitoefenprijs op een bepaald moment in de toekomst. De uitoefenprijs zou gebaseerd kunnen worden op de waardering waartegen de (voormalig) aandeelhouders wel aanspraak zouden maken op waarde onder de US-APR.⁹⁰ Mocht de waarde van de onderneming daarboven komen, dan blijkt er restwaarde te bestaan en kan de houder van de *warrant* de aandelen, of een deel daarvan, terugkopen en daarmee deze restwaarde naar zich toe halen.

Een voorbeeld van een zaak waarin *warrants* zijn gebruikt, betreft de Chapter 11-procedure van Calpine Corporation.⁹¹ De financiële experts van de onderneming, de commissie van ongesecureerde schuldeisers en de commissie van aandeelhouders kwamen tot sterk uiteenlopende opvattingen over de waarde van de onderneming, variërend van USD 11,9 miljard tot USD 25,5 miljard.⁹² Vanwege dit grote verschil benoemde de rechter een eigen waarderingsexpert.⁹³ Met toestemming van de rechter voerde deze expert tevens gesprekken met de vermogensverschaffers om een schikking te beproeven. En met succes. De partijen stemden in met een plan dat uitging van een waarde van USD 18,95 miljard. Dit betrof niet de waarde zoals door de expert bepaald, maar een waarde waar de partijen mee konden leven.⁹⁴ De aandeelhouders verloren op basis van deze waarde weliswaar hun aandelen in de onderneming, maar ontvingen *warrants* die hen de mogelijkheid gaven gedurende een bepaalde periode 10% van de aandelen in de onderneming terug te kopen. De uitoefenprijs van de *warrants*

79 Baird & Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 *Yale Law Journal* 1930 (2006), p. 1964-1965.
 80 Baird & Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 *Yale Law Journal* 1930 (2006), p. 1964-1965.
 81 Baird & Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 *Yale Law Journal* 1930 (2006), p. 1964-1965.
 82 *In re Consecro Corp.*, No. 02-49672. Vgl. Baird & Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 *Yale Law Journal* 1930 (2006), p. 1933-1935, 1964-1965.
 83 Baird & Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 *Yale Law Journal* 1930 (2006), p. 1933-1934.
 84 Consecro Inc. 2004 Annual Report, p. 97-98; Baird & Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 *Yale Law Journal* 1930 (2006), p. 1933-1934.
 85 Baird & Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 *Yale Law Journal* 1930 (2006), p. 1964-1965.
 86 Baird & Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 *Yale Law Journal* 1930 (2006), p. 1965, voetnoot 80; vgl. Press Release, Consecro to Redeem All Issued and Outstanding Shares of Class A Senior Cumulative Convertible Exchangeable Preferred Stock, te raadplegen via <https://cno.mediaroom.com/press-releases?item=22>.

87 Oosterhoff, *Belang zonder aandeel en aandeel zonder belang* (VDHI nr. 144) 2017/2.3.2; Asser/Van Offfen & Rensen 2-IIa 2019/321; Veld, Analysis of equity warrants as investment and finance instruments (Doctoral Thesis), Tilburg University Press, 1992, p. 5-6.
 88 Oosterhoff, *Belang zonder aandeel en aandeel zonder belang* (VDHI nr. 144) 2017/2.3.2.
 89 Galai & Schneller, Stock warrants in Corporate Reorganization, *Stanford Law Review* Vol. 3, No. 4 (1951), p. 710; Baird & Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 *Yale Law Journal* 1930 (2006), p. 1964.
 90 O'Rourke, Valuation uncertainty in Chapter 11 Reorganizations, *Columbia Business Law Review*, 2005(2), p. 444-445.
 91 *In re Calpine Corporation*, Case No. 05-60200 (BRL); vgl. Casey, The Creditor's Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11, *University of Chicago Law Review*, 2011, 78(3), voetnoot 167.
 92 *In re Calpine Corporation*, Case No. 05-60200 (BRL), Report of Court-Appointed Expert Bridge Associates LLC Concerning Valuation of Calpine Corporation and Affiliated Debtors, Executive Summary, onder 3.
 93 *In re Calpine Corporation*, Case No. 05-60200 (BRL), Report of Court-Appointed Expert Bridge Associates LLC Concerning Valuation of Calpine Corporation and Affiliated Debtors, Executive Summary, onder 4.
 94 *In re Calpine Corporation*, Case No. 05-60200 (BRL), Report of Court-Appointed Expert Bridge Associates LLC Concerning Valuation of Calpine Corporation and Affiliated Debtors, Executive Summary, onder 8-9.

werd gebaseerd op een ondernemingswaarde van USD 22,3 miljard.⁹⁵ De rechter homologeerde het plan en overwoog expliciet dat de afspraak omtrent uitgifte van warrants een 'fair and reasonable compromise and settlement' was van enerzijds de bezwaren van de commissie van aandeelhouders tegen homologatie en anderzijds het verschil van mening over de waarde van de onderneming.⁹⁶

4.4 Contingent Value Rights

Een laatste type optie-instrument betreft het *Contingent Value Right* (CVR). Een CVR geeft haar houder gedurende een bepaalde periode recht op een uitkering zodra een bepaalde voorwaarde wordt vervuld.⁹⁷ CVR's worden vooral gebruikt in de openbare biedingenpraktijk.⁹⁸ Te denken valt aan een bieder die een deel van de koopsom voor een doelvennootschap (*target*) in de vorm van haar eigen aandelen betaalt. Wanneer de bieder de verkoper de zekerheid wil geven dat deze aandelen minimaal een bepaalde waarde vertegenwoordigen, kan zij CVR's aan de verkoper toekennen die recht geven op een additionele uitkering in cash of aandelen wanneer de waarde van de aandelen onder een bepaalde drempelwaarde komt (*price-protection CVR's*). Daarnaast is het mogelijk CVR's voor uitkering afhankelijk te maken van andere onzekere gebeurtenissen in de toekomst, zoals het verkrijgen van toestemming van een autoriteit voor het op de markt brengen van een product of een gunstig oordeel van de rechtbank in een lopende procedure (*event-driven CVR's*).⁹⁹

Ook CVR's kunnen worden ingezet om waarderingsgeschillen in een herstructurering op te lossen.¹⁰⁰ Een voorbeeld hiervan betreft de Chapter 11-procedure van *Hospitality Investors Trust* (HIT).¹⁰¹ Het plan van HIT bestond uit een herstructurering van haar aandelenstructuur. Hoger gerangschikte vermogensverschaffers, zoals financiers en ongesecureerde schuldeisers, bleven dus buiten beschouwing.¹⁰² Onder het plan werden de gewone en preferente aandelen van HIT doorgehaald en ontving HIT onder andere een *debtor-in-possession* (DIP)-financiering. De verstrekker

van de DIP-financiering en de voormalig preferente aandeelhouders ontvingen gezamenlijk 100% van de nieuwe aandelen in de geherstructureerde onderneming.¹⁰³ De voormalig aandeelhouders ontvingen, hoewel zij op basis van de waardering van de onderneming *out of the money* waren, een uitkering in de vorm van CVR's.¹⁰⁴ Deze CVR's gaven hen het recht op een betaling wanneer sprake zou zijn van een *Monetization Event*, zoals een verandering van eigenaarschap (een *change of control*), of wanneer de looptijd van vijf jaar was verstreken en de EBITDA van de onderneming een vooraf bepaalde drempelwaarde had overschreden.¹⁰⁵ Hoewel niet met zekerheid te zeggen, lijkt het er sterk op dat de inzet van CVR's in deze zaak diende om een waarderingsdiscussie te voorkomen.

CVR's werden overigens ook gebruikt in de WHOA-procedure van Steinhoff.¹⁰⁶ Het daar voorliggende (liquidatie)akkoord van Steinhoff International Holdings N.V., de topholding van de Steinhoff Groep, voorzag erin dat de opeisbaarsheidsdatum van de kredietfaciliteiten werd uitgesteld en haar vermogen werd overgedragen aan een nieuw opgerichte entiteit (New Topco) die zou worden gehouden door vijf onafhankelijke stichtingen.¹⁰⁷ Gedurende de verlengde looptijd worden de dochtervennootschappen van de Steinhoff Groep verkocht. De opbrengsten daarvan worden aangewend ter aflossing van de externe schulden.¹⁰⁸ De *out of the money* aandeelhouders verloren weliswaar hun belang in de Steinhoff Groep, maar ontvingen wel 20% van de door New Topco uitgegeven CVR's. Deze CVR's gaven recht op de toekomstige restwaarde van de Steinhoff Groep na aflossing van alle externe schulden. De overige 80% van de CVR's werd toebedeeld aan een groep geselecteerde schuldeisers.¹⁰⁹ Hoewel CVR's, zoals gezegd, vooral worden gebruikt om een consensuele oplossing te bereiken, is dat in de zaak van Steinhoff kennelijk niet gelukt: 89,62% van de verschenen aandeelhouders (39,8%) stemde tegen het akkoord en één van hen diende een verzoek tot afwijzing van homologatie in.¹¹⁰ Dit laatste overigens zonder succes.¹¹¹

5. Afronding

Deze bijdrage bevat een eerste verkenning van optie-instrumenten bij herstructureringen. Gebleken is dat in

95 Casey, The Creditor's Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11, *University of Chicago Law Review*, 2011, 78(3), voetnoot 167.

96 *In re Calpine Corporation*, Case No. 05-60200 (BRL), Findings of Fact, Conclusions of Law, and Order Confirming Sixth Amended Joint Plan of Reorganization Pursuant to Chapter 11 of the Bankruptcy Code, onder 64.

97 Vgl. Brabers, Contingent value rights als voorwaardelijke, additionele vergoeding in een openbaar bod, *V&O* 2011/5, p. 103.

98 Hausch & Seward, Mitigating the Corporate Valuation Problem in the Reorganization of Financially Distressed Firms: Transferable Put Rights and Contingent Value Rights (December 1995), te raadplegen via <https://ssrn.com/abstract=10022>.

99 Partin, Flanagan & Brown, Key Components and Trends of CVRs in Life Sciences Public M&A Deals, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (2023), te raadplegen via <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/06/16/key-components-and-trends-of-cvrs-in-life-sciences-public-ma-deals/>; Brabers, Contingent value rights als voorwaardelijke, additionele vergoeding in een openbaar bod, *V&O* 2011/5, p. 103.

100 O'Rourke, Valuation uncertainty in Chapter 11 Reorganizations, *Columbia Business Law Review*, 2005(2), p. 445-446.

101 *In re Hospitality Investors Trust, Inc.*, Case No. 21-10831. Dossier is te raadplegen via <https://dm.epiq11.com/case/hospitalityinvestorstrust/info>.

102 *In re Hospitality Investors Trust, Inc.*, Case No. 21-10831, Disclosure Statement, p. 8-9.

103 *In re Hospitality Investors Trust, Inc.*, Case No. 21-10831, Disclosure Statement, p. 9.

104 *In re Hospitality Investors Trust, Inc.*, Case No. 21-10831, Disclosure Statement, p. 9, 93-94.

105 *In re Hospitality Investors Trust, Inc.*, Case No. 21-10831, Contingent Value Rights Agreement.

106 Rb. Amsterdam 21 juni 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:4152, *JOR* 2023/224, m.nt. Salah.

107 Rb. Amsterdam 21 juni 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:4152, *JOR* 2023/224, m.nt. Salah, r.o. 3.14.

108 Rb. Amsterdam 21 juni 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:4152, *JOR* 2023/224, m.nt. Salah, r.o. 3.14.

109 Rb. Amsterdam 21 juni 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:4152, *JOR* 2023/224, m.nt. Salah, r.o. 3.14.

110 Rb. Amsterdam 21 juni 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:4152, *JOR* 2023/224, m.nt. Salah, r.o. 3.16.

111 Rb. Amsterdam 21 juni 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:4152, *JOR* 2023/224, m.nt. Salah, r.o. 14.

de Amerikaanse literatuur uitvoerig is gediscussieerd over de vraag of de optiewaarde van juniors moet worden beschermd onder de Chapter 11. In dat kader zijn verschillende voorstellen besproken voor codificatie van de US RPR. Vooral het voorstel van Baird om alle aandelen aan de senior toe te kennen en de junior een calloptie te geven op deze aandelen lijkt veelbelovend, omdat daarmee de waarderingsdiscussie kan worden omzeild. Wel zou dit voorstel alleen werkbaar zijn voor professionele partijen die over voldoende liquide middelen beschikken. De voorstellen van Casey en de ABI bieden een alternatieve oplossing, maar lijken vooral gericht op het materieel (her)verdelen van de reorganisatiewaarde en vereisen dat ook de optiewaarde van de junior wordt gewaardeerd met mogelijke discussies hierover tot gevolg.

Verder is gebleken dat optie-instrumenten al worden ingezet onder de Chapter 11. Ik heb enkele zaken besproken waarin converteerbare preferente aandelen, *warrants* of CVR's zijn uitgekeerd. Het doel bij de inzet van deze instrumenten is steeds om de discussies over de omvang van de reorganisatiewaarde op consensuele wijze te beslechten. Mijn verwachting is dat deze instrumenten ook onder de WHOA vaker zullen worden ingezet in een poging creatieve oplossingen te vinden voor het geschetste waarderingsprobleem. Mogelijk biedt de WHOA daartoe zelfs meer ruimte dan de Chapter 11 vanwege de opener geformuleerde afwijkingsmogelijkheden van de WHOA-PR.