

Deloitte.

**De WHOA en
de rol van
waarderingen**

Oktober 2020



1. Introductie

De WHOA maakt het mogelijk om levensvatbare ondernemingen die vanwege hun zware schuldenlast insolvent dreigen te raken efficiënt financieel te herstructureren

Waarderingen zullen een belangrijke rol gaan spelen in de nieuwe wetgeving rondom herstructureringen

De Wet homologatie onderhands akkoord (“WHA”) maakt het mogelijk om levensvatbare ondernemingen die vanwege hun zware schuldenlast insolvent dreigen te raken efficiënt financieel te herstructureren.

In Nederland was het zonder de WHOA vrijwel niet mogelijk een schuldeiser of aandeelhouder buiten een faillissement om te dwingen een schuldakkoord te accepteren. Alle vermogensverstrekkers moesten aan boord zijn om te kunnen herstructureren.

De WHOA, geïnspireerd op het Engelse *Scheme of Arrangement* en de Amerikaanse *Chapter 11* procedure, maakt een financiële herstructurering mogelijk door middel van het aanbieden van een onderhands schuldakkoord, waarbij de rechtbank via goedkeuring (homologatie) van het akkoord ook schuldeisers en aandeelhouders die niet hebben ingestemd met het akkoord aan de voorgestelde herstructurering kunnen binden.

Het is de verwachting dat de aanwezigheid van de WHOA – als drukmiddel in het geval van onwelwillende schuldeisers of aandeelhouders – het gedrag van vermogensverschaffers in financiële herstructureringen zal beïnvloeden.

Belangrijke voorwaarden voor homologatie van een schuldakkoord onder de WHOA zijn onder andere dat ten minste één klasse van vermogensverschaffers vóór het akkoord stemt en dat onder het akkoord de vermogensverschaffers niet slechter af zijn dan bij een faillissement. In dat kader zijn twee waarderingsconcepten relevant: de *reorganisatiewaarde* en de *liquidatiewaarde*.

Een financiële herstructurering gaat dikwijls hand in hand met een operationele reorganisatie van de onderneming. Een waardering zal het positieve verschil tussen de waarde van de onderneming na zo’n reorganisatie (de *reorganisatiewaarde*) versus de verwachte opbrengst bij faillissement (de *liquidatiewaarde*) in kaart moeten brengen om van de rechtbank goedkeuring tot een financiële herstructurering onder de WHOA te verkrijgen.

In dit document zullen we de WHOA nader introduceren en beschrijven we de rol van waarderingen en aandachtspunten daarbij.

Inhoudsopgave

1. Introductie
2. De WHOA, een reorganisatie via een dwangakkoord
3. De rol van waarderingen in de WHOA
4. De reorganisatiewaarde
5. De liquidatiewaarde
6. Slotopmerkingen

2. De WHOA, een reorganisatie via een dwangakkoord

In een herstructurering zonder WHOA kunnen betrokken partijen de totstandkoming van een onderhands schuldakkoord frustreren door vast te houden aan hun rechten

Herstructureren zonder de WHOA

Zonder de WHOA is een onderhands schuldakkoord buiten faillissement om vrijwel alleen mogelijk indien alle vermogensverschaffers instemmen.

In het geval een vermogensverschaffer bij een herstructurering 'out-of-the-money' is en het vanuit economisch oogpunt redelijk is om de rechten van deze partij aan te passen, dan is het zonder de WHOA voor deze partij mogelijk de herstructurering tegen te houden; het benutten van een zogenaamde *hold-out positie*.

In een dergelijke situatie kunnen andere vermogensverschaffers (ten onrechte) gedwongen worden om genoegen te nemen met een lagere waarde om toch een akkoord te bereiken en een faillissement af te wenden of kan een herstructurering zelfs onmogelijk blijken.

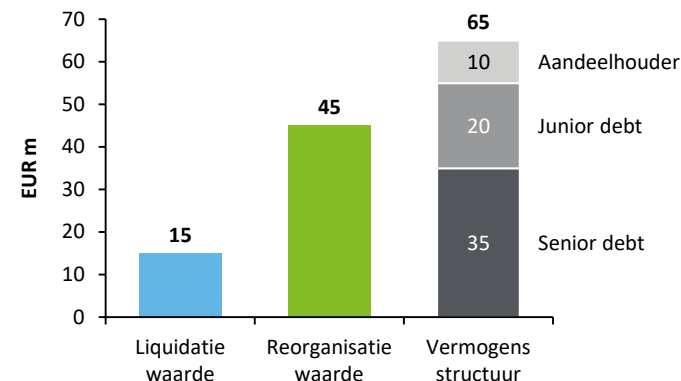
We proberen dit duidelijk te maken aan de hand van een voorbeeld:

- De reorganisatiewaarde van een in zwaar weer verkerende onderneming is bepaald op EUR 45m;
- Op de onderneming rust een totale vermogensclaim van EUR 65m, welke is verdeeld naar EUR 35m senior debt, EUR 20m junior debt en EUR 10m voor de aandeelhouder;
- In de situatie waarbij de onderneming in faillissement terecht komt is de verwachte opbrengst slechts EUR 15m, welke volledig gecureerd is door de senior debtor;

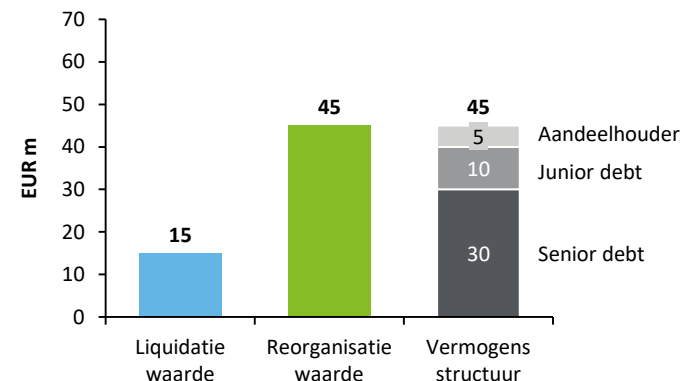
- In het faillissementsscenario is er sprake van een forse waardevermindering voor alle partijen. Daarom wordt getracht de vermogensstructuur te herstructureren. Zowel de senior- en de junior debtor zijn bereid om een afschrijving te nemen, waarbij de schuld van de junior debtor wordt omgezet in eigen vermogen (*debt-equity swap*). De aandeelhouder is 'out-of-the-money' en niet bereid tot een kapitaalinjectie. De schuldeisers willen daarom van de aandeelhouder af. Zonder de WHOA kan de aandeelhouder echter niet gebonden worden aan de voorgestelde debt-equity swap van de junior debtor en/of het verliezen van zijn claim op de aandelen; de aandeelhouder gaat niet akkoord en er komt geen herstructurering tot stand.
- Om een faillissement te voorkomen doen de schuldeisers een poging om de aandeelhouder aan boord te houden ten koste van (in totaal EUR 5m) hogere afschrijvingen van hun schulden en het laten vervallen van de debt-equity swap. De schuldeisers behouden hiermee een hogere waarde dan bij faillissement, maar hun economische posities zijn wel aangetast.

Het benutten van hold-out posities kan leiden tot een oneerlijke verdeling van waarde in een herstructurering of zelfs uitmonden in een faillissement

Vóór herstructurering



Na herstructurering (zonder WHOA, zonder kapitaalinjectie)



2. De WHOA, een reorganisatie via een dwangakkoord

In een WHOA-traject kunnen onwelwillende schuldeisers en aandeelhouders toch gebonden worden aan een noodzakelijke financiële herstructurering

Wat is de WHOA?

De WHOA is van toepassing op ondernemingen die in een toestand verkeren waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat zij niet met het afbetalen van schulden zal kunnen voortgaan.

De onderneming kan vervolgens een akkoord voor een herstructurering aanbieden aan de vermogensverschaffers. Het akkoord kan ook worden aangeboden door een herstructureringsdeskundige, een deskundige van buiten de betreffende onderneming. Iedere schuldeiser, aandeelhouder, ondernemingsraad of personeelsvertegenwoordiging kan bij de rechtbank een verzoek indienen tot aanwijzing van zo'n herstructureringsdeskundige.

In het akkoord zijn vermogensverschaffers ingedeeld in *klassen* en wordt er per klasse een aanbod voor herstructurering gedaan. Als tenminste één klasse heeft ingestemd, dat is wanneer 2/3 van de *waarde* van deze klasse vóór het akkoord is, dan kan de onderneming of de herstructureringsdeskundige verzoeken om homologatie van het akkoord. De doorlooptijd tot homologatie na aanbieding van het akkoord is kort, zo'n vier tot zes weken.

Bij homologatie is het akkoord ook bindend voor vermogensverschaffers die niet hebben ingestemd met het akkoord. Dit kan ook opgaan voor schuldeisers met voorrang of zekerheden, zoals bijvoorbeeld de belastingdienst of pand- en hypotheekhouders. Er is geen mogelijkheid tot beroep. Om deze reden wordt er gesproken van een dwangakkoord.

Niet alle vermogensverschaffers hoeven in het akkoord te worden betrokken; het akkoord kan zich bijvoorbeeld richten op aandeelhouders en alle schuldeisers *zonder handelscrediteuren* om de operaties van de onderneming in rustig vaarwater te krijgen.

Het uitgangspunt is dat het schuldakkoord redelijk moet zijn, wat inhoudt dat de betrokken schuldeisers en aandeelhouders gebaat zijn bij het akkoord en dat zij er in ieder geval niet op achteruit gaan. Een aantal hoofdwaarborgen⁽¹⁾:

- 1 Betrokken partijen mogen onder het akkoord niet slechter af zijn dan in een faillissementsscenario (*best interest of creditors*);
- 2 De waarde die onder het akkoord kan worden gerealiseerd (de *reorganisatiewaarde*) moet (in beginsel) eerlijk onder de betrokken partijen worden verdeeld o.b.v. wetgeving of contract en kan niet meer zijn dan 100% van hun claim (*absolute priority rule*); en
- 3 Schuldeisers die in een faillissement een uitkering zouden ontvangen, en met de meerderheid van hun klasse tegen het akkoord hebben gestemd, hebben het recht om te kiezen voor een uitkering in geld ter waarde van hun aandeel in de liquidatiewaarde (*cash-out option*). Dit geldt niet voor geseceureerde banken waarbij de lening onder marktconforme voorwaarden kan worden voortgezet.

De WHOA heeft als doel het verbeteren van het reorganiseerde vermogen van een onderneming

De WHOA

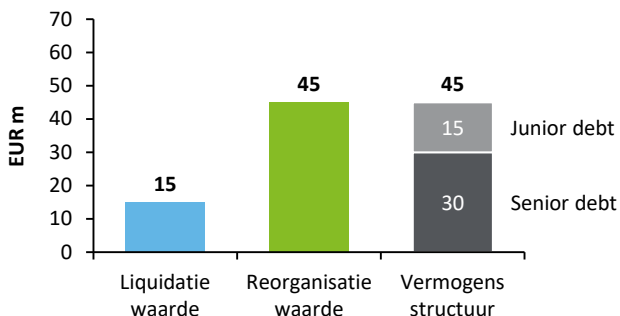
- *Herstructurering buiten faillissement of surseance*
- *Dwangakkoord en drukmiddel*
- *Afwijzing mogelijk indien het voorgestelde akkoord onredelijk is (moet voldoen aan de 3 hoofdwaarborgen)*
- *Bij homologatie bindend; geen beroep mogelijk*
- *Verwachte datum inwerkingtreding: tussen 1 november 2020 en 1 januari 2021*

⁽¹⁾ Voor kleine MKB'ers geldt, onder voorwaarden, dat zij in het akkoord een uitkering ontvangen van ten minste 20% van hun vordering voor geleverde goederen en diensten.

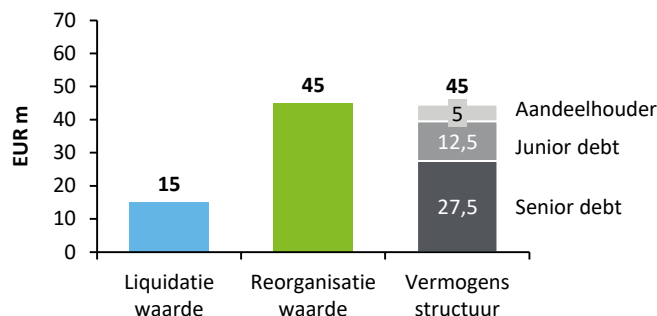
2. De WHOA, een reorganisatie via een dwangakkoord

Met de WHOA kunnen de fundamentele rechten van schuldeisers en aandeelhouders worden aangepast om tot een eerlijkere herstructurering te komen

Na herstructurering (met WHOA, zonder kapitaalinjectie)



Na herstructurering (met WHOA, met kapitaalinjectie)



Impact van de WHOA

In een herstructurering onder WHOA kan de blokkerende aandeelhouder in het voorbeeld van de *hold-out positie* bij homologatie toch aan het akkoord worden gebonden.

In ons voorbeeld vindt een debt-equity swap plaats voor de junior debtor, waardoor de afschrijving voor de senior debtor beperkt blijft en de aandeelhouder de vermogensstructuur verlaat. De vermogensstructuur na herstructurering is vanuit economisch perspectief eerlijker verdeeld.

De WHOA stelt diverse vormen van bescherming van aandeelhouders buiten toepassing. Echter, het 'aanpakken' van de aandeelhouder terwijl de junior debtor ongemoeid wordt gelaten kan alleen met instemming van de aandeelhouder en bij redelijke grond voor afwijking.

Voor het succes van de operationele reorganisatie van de onderneming is het doorgaans noodzakelijk om liquiditeiten in te brengen.

In het voorbeeld met een reorganisatiewaarde van €45m en een totale claim van €55m van schuldeisers is er voor partijen geen stimulans om dit kapitaal in te brengen. Wanneer het voor schuldeisers onmogelijk is dit nieuwe kapitaal te verstrekken en de aandeelhouder hiertoe wel bereid is, dan kan de aandeelhouder aan boord worden gehouden (in ruil voor zijn kapitaalinjectie) met als gevolg een iets grotere afschrijving van de claims van de schuldeisers.

Indien ten minste één klasse die bij faillissement een uitkering zou verwachten instemt met het akkoord (in het voorbeeld de senior debtor), dan kunnen (mogelijk) blokkerende schuldeisers in andere klasse(n) (de junior debtor) aan het akkoord worden gebonden.

Het voorbeeld langs de hoofdwaaiborgen van de WHOA

- Best interest of creditors:** De senior debtor ontvangt bij de herstructurering een waarde die hoger is dan zijn aandeel in de liquidatiewaarde en is daarmee niet slechter af dan bij faillissement. Andere partijen zouden bij faillissement geen uitkering ontvangen en zijn daarom ook niet slechter af.
- Absolute priority rule:** De senior debtor maakt als enige aanspraak op de liquidatiewaarde. Voor het verschil tussen de liquidatiewaarde en reorganisatiewaarde is de senior debtor, samen met de junior debtor, concurrente schuldeiser. Het waardeverschil is naar rato toegewezen⁽¹⁾. Geen van de partijen ontvangt meer dan 100% van hun claim.
- Cash-out option:** Indien de meerderheid van de senior debtor klasse tegen het akkoord heeft gestemd, hebben zij het recht om te kiezen voor een onmiddellijke cash-betaling van hun aandeel in de liquidatiewaarde.

⁽¹⁾ De totale claim van de senior- en junior debtor bedraagt EUR 55m. De liquidatiewaarde is EUR 15m, welke in ons voorbeeld volledig is gerelateerd aan zekerheden verstrekt aan de senior debtor. De claim van de senior debtor bedraagt EUR 35m, waarvan EUR 15m gezekeerd is; voor het restant van EUR 20m is de senior debtor concurrente schuldeiser, samen met de junior debtor, die een claim heeft van EUR 20m. Het verschil tussen de liquidatiewaarde en de reorganisatiewaarde is EUR 30m, welke naar rato wordt toegewezen. Senior debtor: $EUR 15m + (EUR 20m / EUR 40m) * EUR 30m = EUR 30m$. Junior debtor: $(EUR 20m / EUR 40m) * EUR 30m = EUR 15m$.

3. De rol van waarderingen in de WHOA

Het schuldakkoord dient alle informatie te bevatten die nodig is om het voorstel te beoordelen, waaronder twee waarderingen: de reorganisatie- en liquidatiewaarde

De waardering dient als doel om de waarborgen van de WHOA te verzekeren en tot een redelijke verdeling van waarde te komen

Het schuldakkoord dient alle informatie te bevatten die schuldeisers en aandeelhouders nodig hebben om een oordeel over het voorstel te kunnen vormen.

De wet noemt als minimale vereisten de herstructureringsmaatregelen die onderdeel zijn van het akkoord en hoe deze maatregelen bijdragen aan een oplossing, de financiële gevolgen van het akkoord voor de diverse klasse van schuldeisers en aandeelhouders, en twee waarderingen:

- 1 *De waarde die naar verwachting gerealiseerd kan worden als het akkoord tot stand komt (reorganisatiewaarde);*
- 2 *De opbrengst die naar verwachting gerealiseerd kan worden bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement (liquidatiewaarde).*

Deze waarderingen dienen vergezeld te worden van de berekeningen en de gehanteerde uitgangspunten en aannames.

Indien aannemelijk kan worden gemaakt dat de waarde van de onderneming bij de reorganisatie hoger is dan de opbrengst bij een (gedeeltelijke) verkoop in faillissement, dan wordt een financiële herstructurering verondersteld gunstiger te zijn dan een faillissement vanuit het oogpunt van de gezamenlijke vermogensverschaffers.

In het onderhandse schuldakkoord wordt de herstructurering van de financiële posities van de vermogensverschaffers gebaseerd op de waarde die naar verwachting gerealiseerd kan worden bij reorganisatie.

Het is mogelijk dat de verschillende partijen die bij een herstructurering betrokken zijn uiteenlopende visies hebben ten aanzien van de waarde van de onderneming en dat hier discussie over ontstaat.

Het is daarom aan te bevelen om als aanbieder van het akkoord in de voorbereiding een onafhankelijke waarderingsexpert te betrekken die de waarde van de onderneming kan objectiveren. In lastige herstructureringstrajecten is het te verwachten dat de aanbieder van het akkoord ook te maken krijgt met door schuldeisers / aandeelhouders aangestelde waarderingsexperts die de waarderingen kritisch zullen bekijken.

De onderneming of herstructureringsdeskundige mag op belangrijke elementen van het schuldakkoord, zoals (disputen over) de waarderingen, al uitspraak van de rechtbank vragen voordat het (volledige en definitieve) schuldakkoord ter goedkeuring wordt voorgelegd aan schuldeisers en aandeelhouders. Dit heeft als doel om de voorspelbaarheid van de stemmingen over het onderhandse schuldakkoord te verhogen, vertraging in het proces te voorkomen en de zekerheid omtrent homologatie te vergroten.



4. De reorganisatiewaarde

De reorganisatiewaarde is gebaseerd op het reorganisatieplan. Dit plan beschrijft de voorgenomen maatregelen en geïdentificeerde executierisico's

Reorganisatiewaarde

De waarde die naar verwachting gerealiseerd kan worden als het akkoord tot stand komt, in de volksmond de *reorganisatiewaarde*, zal een weerspiegeling moeten zijn van de waarde van de onderneming, met een gezonde vermogensstructuur, na een succesvolle operationele reorganisatie. Hierbij moet rekening worden gehouden met het tijdsverloop van de benodigde maatregelen en acties, en de kans dat de reorganisatie niet (volledig) slaagt.

Raakvlakken en verschillen met bedrijfswaarderingen

In een bedrijfswaardering, buiten de context van de WHOA, wordt de waarde die toekomt aan het collectief van schuldeisers en aandeelhouders, de *ondernemingswaarde* (of *enterprise value*), doorgaans berekend op basis van een discounted cash flow (DCF) model.

In dit model is de waarde van een onderneming gebaseerd op de netto contante waarde van toekomstige verwachte kasstromen. Twee belangrijke ingrediënten zijn:



Een gedetailleerde meerjarige kasstroomprognose van de onderneming, met onderbouwing van aannames en uitgangspunten;



Een disconteringsvoet die rekening houdt met de tijdswaarde van geld en het risico van de onderneming om de toekomstige verwachte kasstromen in de huidige waarde van geld uit te kunnen drukken.

De *reorganisatiewaarde* van de WHOA is grotendeels vergelijkbaar met de *ondernemingswaarde*. Met een aantal aanpassingen is het DCF model te gebruiken in de berekening van de reorganisatiewaarde.

Reorganisatieplan

Het *reorganisatieplan*, opgesteld door de onderneming of de herstructureringsdeskundige, met gedetailleerde meerjarige kasstroomprognose vormt het startpunt in de berekening van de reorganisatiewaarde.

Dit plan geeft inzicht in de maatregelen die nodig zijn om de onderneming weer rendabel te maken door operationeel te reorganiseren, bijvoorbeeld door het stopzetten van verlieslatende contracten of activiteiten, het inlopen van achterstallig onderhoud en eenmalige kosten die verband houden met de reorganisatie.

Om de acceptatie van het schuldakkoord te vergroten, zullen de belangrijkste aannames en uitgangspunten van het reorganisatieplan, zoals bijvoorbeeld de verwachte toekomstige bezettingsgraad, omzetgroei, winstmarges en investeringsbehoeften, zo goed mogelijk moeten worden geobjectiveerd en onderbouwd met marktstudies en externe bronnen.

Disconteringsvoet

Het is niet ongebruikelijk om in een waardering van ondernemingen die gebukt gaan onder een zware schuldenlast een disconteringsvoet te hanteren die daarmee rekening houdt. Echter, indien het schuldakkoord wordt uitgevoerd zal er sprake zijn van een gezonde financieringsstructuur en is de *financiële stress* weggenomen. Het toepassen van een zogenaamde *financial distress premie* in de disconteringsvoet is daarom niet gepast.

De realisatie van het operationele reorganisatieplan is echter wel risicovol. Er bestaan niet alleen interne executierisico's, maar er kan ook sprake zijn van onvoorziene externe omstandigheden, zoals de mogelijkheid dat het economisch klimaat verslechterd. Deze risico's moeten wel in de waardering worden geadresseerd.

Het executierisico kan tot uitdrukking komen in de disconteringsvoet – al zal de hoogte van de premie lastig te objectiveren zijn – maar de voorkeur gaat uit naar het expliciet maken van deze risico's in de kasstroomprognose. Idealiter wordt het reorganisatieplan verrijkt met een aantal scenario's waardoor het mogelijk wordt om de gevoeligheid van de waarderingsuitkomst voor minder succesvolle reorganisaties te analyseren en mee te wegen in het totale waardeoordeel.

4. De reorganisatiewaarde

De reorganisatiewaarde is grotendeels vergelijkbaar met de bekende ondernemingswaarde uit het DCF-model, maar heeft enige specifieke aanpassingen

Niet-operationele activa en passiva

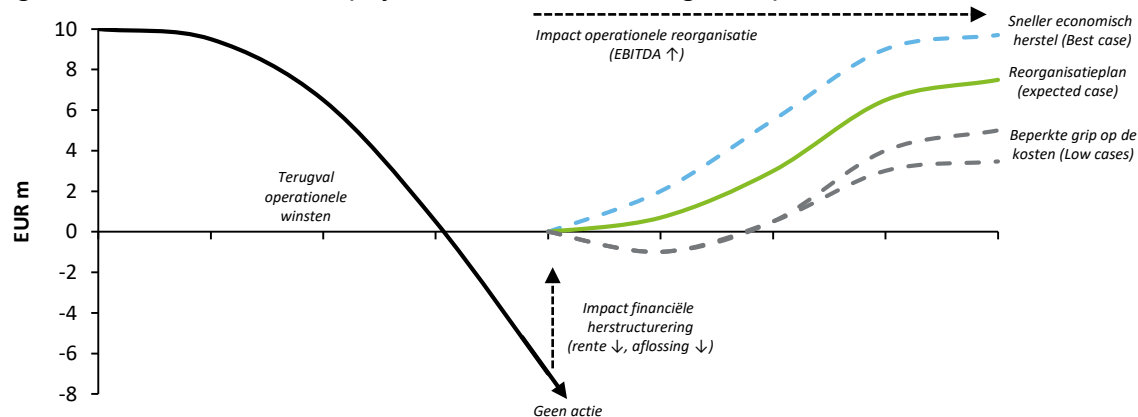
Het is mogelijk dat de onderneming bezittingen en/of schulden heeft die niet tot uitdrukking zijn gekomen in de meerjarige kasstroomprognose in het reorganisatieplan. Indien deze items een bepaalde waarde vertegenwoordigen, dan zal deze waarde moeten worden opgeteld bij de berekende *ondernemingswaarde* om tot de *reorganisatiewaarde* te komen.

Voorbeelden van niet-operationele activa zijn machines, installaties en grond die niet in gebruik zijn. Niet-operationele passiva kunnen betrekking hebben op mogelijke milieuaansprakelijkheden.

Operationele schuldeisers

Het is mogelijk dat handelscrediteuren (toeleveranciers) onderdeel uitmaken van het schuldakkoord. Deze *operationele schuldeisers* zijn doorgaans via kasstromen vanuit mutaties in het netto werkkapitaal onderdeel van de *ondernemingswaarde*. Ten behoeve van de berekening van de *reorganisatiewaarde* zouden de operationele schuldeisers uit de startpositie van het netto werkkapitaal moeten worden gehaald en bij de ondernemingswaarde moeten worden opgeteld.

High-level voorbeeld scenario's (vrije kasstroom ná financieringslasten)



Cross-check met andere waarderingsmethodieken

Het is de algemene opvatting dat het DCF-model de theoretisch beste waarderingsuitkomst geeft. Ondanks de afhankelijkheid van veel aannames en uitgangspunten, staat deze methodiek het toe om het specifieke toekomstig verwachte kasstroompatroon van de onderneming in waarde uit te drukken. Dit is zeer relevant aangezien juist in het geval van een operationele herstructurering de te verwachte kasstromen veel variatie vertonen.

Een alternatieve waarderingsmethodiek is het gebruik van *multiples*, een relatieve methode, waarbij waarde wordt afgeleid van andere ondernemingen, uitgedrukt in een ratio, bijvoorbeeld de ondernemingswaarde / EBITDA.

De mate waarin multiples bruikbaar zijn is sterk afhankelijk van de vergelijkbaarheid van de onderneming met referentietransacties of beursgenoteerde ondernemingen. Voor een onderneming die een operationele reorganisatie doormaakt kan het zeer lastig of zelfs onmogelijk zijn om een bedrijf te vinden dat in dezelfde situatie zit. Een multiple-waardering heeft in dat geval allerlei aanpassingen om de vergelijkbaarheid te herstellen, waardoor men al snel bij een DCF-model (of hybride vorm) terugkomt.

Multiples kunnen wel enige indicatie geven van de redelijkheid van de waarde wanneer het reorganisatieplan geheel is voltooid. Men zou namelijk verwachten dat de impliciete multiple na verloop van tijd in lijn is met wat gangbaar is in de markt.

5. De liquidatiewaarde

De liquidatiewaarde reflecteert de te verwachte opbrengst bij vereffening, welke in een brede context van mogelijke afwikkelingsscenario's moet worden gezien

Liquidatiewaarde

De opbrengst die naar verwachting gerealiseerd kan worden bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar, in de volksmond de liquidatiewaarde, gaat verder dan een traditionele executieberekening en zal in een brede context van mogelijke afwikkelingsscenario's moeten worden gezien.

In de WHOA wordt in de definitie van liquidatie specifiek 'opbrengst' vermeld en niet 'waarde'. Dit impliceert dat het waarderings-uitgangspunt niet het voortzetten van de huidige onderneming is, maar het bedrag dat gerealiseerd wordt bij verkoop van de onderneming, waarbij rekening gehouden wordt met de zware schuldenlast van de onderneming, of bij de verkoop (afwikkeling) van individuele activa (passiva) bij beëindiging van de bedrijfsactiviteiten.

Indien een klasse tegen het schuldakkoord heeft gestemd en de rechtbank toch besluit tot homologatie, dan bestaat onder de WHOA de verplichting dat deze klasse een cash betaling ontvangt ter hoogte van het bedrag waarop naar verwachting aanspraak wordt gemaakt in faillissement (met uitzondering van gecureerde banken).

In het belang van deze klasse volstaat een relatief eenvoudige traditionele executieberekening van verschillende balansposten niet.

Onder ideale omstandigheden behelst het bepalen van de opbrengst-waarde onder andere het consulteren van marktpartijen, analyse van vergelijkbare transacties, het inschatten van de onderhandelingspositie van de onderneming of een curator, etc.

Dit kan in de praktijk zeer moeilijk blijken onder meer doordat er (nog) geen sprake is van een (gedeeltelijk) verkoopproces, de beschikbare tijd binnen een herstructureringstraject vaak zeer beperkt is en het openbaar maken van de lastige situatie waarin de onderneming zich verkeerd mogelijk verdere negatieve gevolgen heeft.

Een alternatieve benadering is:

- het analyseren van de contractuele rechten van schuldeisers (pandrechten, etc.) ten aanzien van de activa van de onderneming;
- het identificeren van niet-levensvatbare en levensvatbare bedrijfsonderdelen (doorstart) bij faillissement;
- in het geval van niet-levensvatbare bedrijfsonderdelen, het inschatten van de mogelijke verkoopopbrengst van (individuele) activa, waarbij rekening wordt gehouden met mogelijke afvloeiing- en reorganisatielasten van deze bedrijfsonderdelen;
- in het geval van levensvatbare van bedrijfsonderdelen, een DCF-waardering in een going-concern scenario, waarbij risico's die een koper zou prijzen ook adequaat zijn meegenomen in de waardering.

6. Slotopmerkingen

De WHOA is een welkome tool in de gereedschapskist om in de kern levensvatbare ondernemingen efficiënter te herstructureren en zodoende waarde en arbeidsgelegenheid te behouden.

De wetgever heeft niet precies beschreven hoe de bepalingen van de reorganisatiewaarde en liquidatiewaarde moeten worden uitgevoerd. Wij verwachten daarom dat het vakgebied en de rechtbank in de komende tijd – in de praktijk – de kaders zal definiëren.

In zijn algemeenheid, om de acceptatie van een schuldakkoord te vergroten, is het aan te bevelen om zoveel mogelijk input van alle partijen die bij de herstructurering betrokken zijn in de gehanteerde prognoses, uitgangspunten en aannames die ten grondslag liggen aan de verschillende waarderingen te betrekken.

Een voorstel voor een redelijke herstructurering, onderbouwd met objectiveerbare waarderingen en een evenwichtige verdeling van de waarde voor alle betrokkenen versoepeld onderhandelingen en geeft tijdwinst.

Deloitte heeft een ervaren team van herstructurerings- en waarderingsspecialisten die klaar staan om u te ondersteunen bij de mogelijkheden en uitdagingen van herstructureringen en de WHOA.



Jeroen van der Wal

Partner
*Valuations &
Modelling*



Telefoon: +31 88 288 06 08



Mobiel: +31 6 55 85 34 80



E-mail: jvanderwal@deloitte.nl



Maurits van Maren

Partner
*Valuations &
Modelling*

+31 88 288 26 42

+31 6 20 78 95 18

mvanmaren@deloitte.nl



Matthijs Wouterse

Director
*Valuations &
Modelling*

+31 88 288 79 68

+31 6 83 55 51 94

mwouterse@deloitte.nl



Eddie van Dinther

Partner
*Restructuring
Services*



Telefoon: +31 88 288 06 81



Mobiel: +31 6 53 59 85 73



E-mail: evandinther@deloitte.nl



Jorrit Kuilman

Senior Manager
*Restructuring
Services*

+31 88 288 20 42

+31 6 83 33 97 33

jkuilman@deloitte.nl



Johannes Zandvoort

Senior Manager
*Restructuring
Services*

+31 88 288 43 10

+31 6 20 14 24 74

jzandvoort@deloitte.nl



Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, a UK private company limited by guarantee, and its network of member firms, each of which is a legally separate and independent entity. Please see www.deloitte.com/about for a detailed description of the legal structure of Deloitte Touche Tohmatsu Limited and its member firms.

This communication contains general information only, and none of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, its member firms, or their related entities (collectively, the "Deloitte Network") is, by means of this communication, rendering professional advice or services. Before making any decision or taking any action that may affect your finances or your business, you should consult a qualified professional adviser. No entity in the Deloitte Network shall be responsible for any loss whatsoever sustained by any person who relies on this communication.