

Ontbijtbijeenkomst Bijzonder Beheer
19 maart 2019

***Waarderingsvragen in ondernemingsrechtelijke
procedures en de WHOA***

Sebastiaan van den Berg
sebastiaan.vandenberg@resor.nl

RESOR



RESOR

Valuation

*“At best, the valuation of an enterprise (...) is an exercise in **educated guesswork**.*

*At worst it is not much more than **crystal ball gazing**. There are too many variables, too many moving pieces in the calculation of value (...) for the court to have great confidence that the result of the process will prove accurate in the future.”*



RESOR

Promotie & programma

- Ondernemingsrecht → ondernemingsrechtelijke procedures:
 1. De waarderingsdilemma's bij de blokkeringsregeling en de wijze waarop waarderingsdeskundigen daarmee omgaan; en
 - 2. De waardemaatstaven bij ondernemingsrechtelijke procedures.**

- Insolventierecht → financiële herstructureringen:
 - 3. De waarderingsvragen die een rol spelen bij een pre-insolventieakkoord en in het bijzonder bij de *cram down*;**
 4. De verdeling van de ondernemingswaarde bij een pre-insolventieakkoord en de rol die optiewaarde daarbij speelt; en
 5. De vraag of *credit bidding* naar Nederlands recht mogelijk is en wat daarbij de functie van waardering is.

RESOR

Onderzoek

1. Waarderingsrapporten in de herstructureringspraktijk
2. Geschillenregeling en uitkoopprocedure
3. Blokkeringsregeling
4. Interventiewet
5. Afsplitsing

RESOR

Onderzoek

Ad 1) Rapporten in de herstructureringspraktijk

- Elavon Financial Services DAC vs IPS Holding B.V. and others
- [ECLI:NL:RBAMS:2019:1637](https://ecli.nl/RBAMS:2019:1637)



"The issue is whether the price is right. Elavon referred to a valuation report. It is uncontested. Elavon's conclusion is that the contemplated transaction will deliver the highest value for the pledged shares and receivables and facilitate the business's recovery. I agree. There are no successful defences. Accordingly, I will give the appropriate order."

RESOR

Waarderingsvragen in het ondernemingsrecht

Ad 2) Wetgeving - Geschillenregeling en uitkoopprocedure

- Waarde in het economische verkeer (WEV)

“De prijs die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding.”

- Uitkoopprocedure: Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 30 juli 2008, *JOR* 2008/197 (*Euronext*)
- Geschillenregeling: Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 16 februari 2010, *JOR* 2010/96 (*Hooymans*)
- Dit begrip komt voort uit de fiscale rechtspraak/USA. Zie: HR 5 februari 1969, nr. 16 047, *BNB* 1969/63; HR 31 mei 1995, nr. 29 224, *BNB* 1995/228; G.T.K. Meussen, *Bedrijfswaarde* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 1997, p. 29.

Waarderingsvragen in het ondernemingsrecht

Ad 3) Wetgeving - Blokkeringsregeling

- Bij afwezigheid van prijsbepalingsregels: “**werkelijke waarde**”
 - Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/291; P.P. de Vries, ‘Prijsbepalingsregels voor aandelen in een BV naar huidig en komend recht’, Ondernemingsrecht 2012/19, §2 en 6.
- Empirisch onderzoek (2013) naar waarderingdilemma’s
 - **Waardemaatstaf**
 - Waarderingsmethode
 - Kortingen en premies
 - Waarderingsproces
 - Prijsvaststelling

Waarderingsvragen in het ondernemingsrecht

Ad 3) Wetgeving - Blokkeringsregeling

- *Waardemaatstaf*
 - **81%: de waarde van de aandelen in de “as is”-situatie (onder een going concern stand-alone gedachte)**
 - 0%: value in use voor de andere, overnemende aandeelhouder
 - 19%: waarde die een derde aan het aandelenpakket zou kunnen toekennen

RESOR

Waarderingsvragen in het ondernemingsrecht

Ad 4) Wetgeving - Interventiewet

- Schadeloosstelling → de werkelijke waarde:
 - de prijs die, gegeven het betreffende toekomstperspectief (SNS = scenario-analyse), op het tijdstip van onteigening tot stand zou zijn gekomen
 - *“bij een veronderstelde vrije koop in het economische verkeer tussen de onteigende als redelijk handelende verkoper en de onteigenaar als redelijk handelende koper”* (Art. 6:9 lid 1 Wft. Vgl. art. 40b lid 2 Onteigeningswet)

Tussenconclusie

- Subjectieve duidingen zonder betekenis / gecreëerde ficties: “prijs = waarde”:
 - *“werkelijke (economische) waarde”*
 - *“reële waarde” (fair value)*
 - *“reële marktwaarde” (fair market value)*
 - *“objectieve waarde”*
 - *“redelijke marktwaarde”*
 - *“waarde in het economische verkeer”*

**Waarom een
probleem ?**

RESOR

Theorie – value in use vs. value in exchange

Value in use voor
verkoper



Value in use voor
koper



= Stand alone value

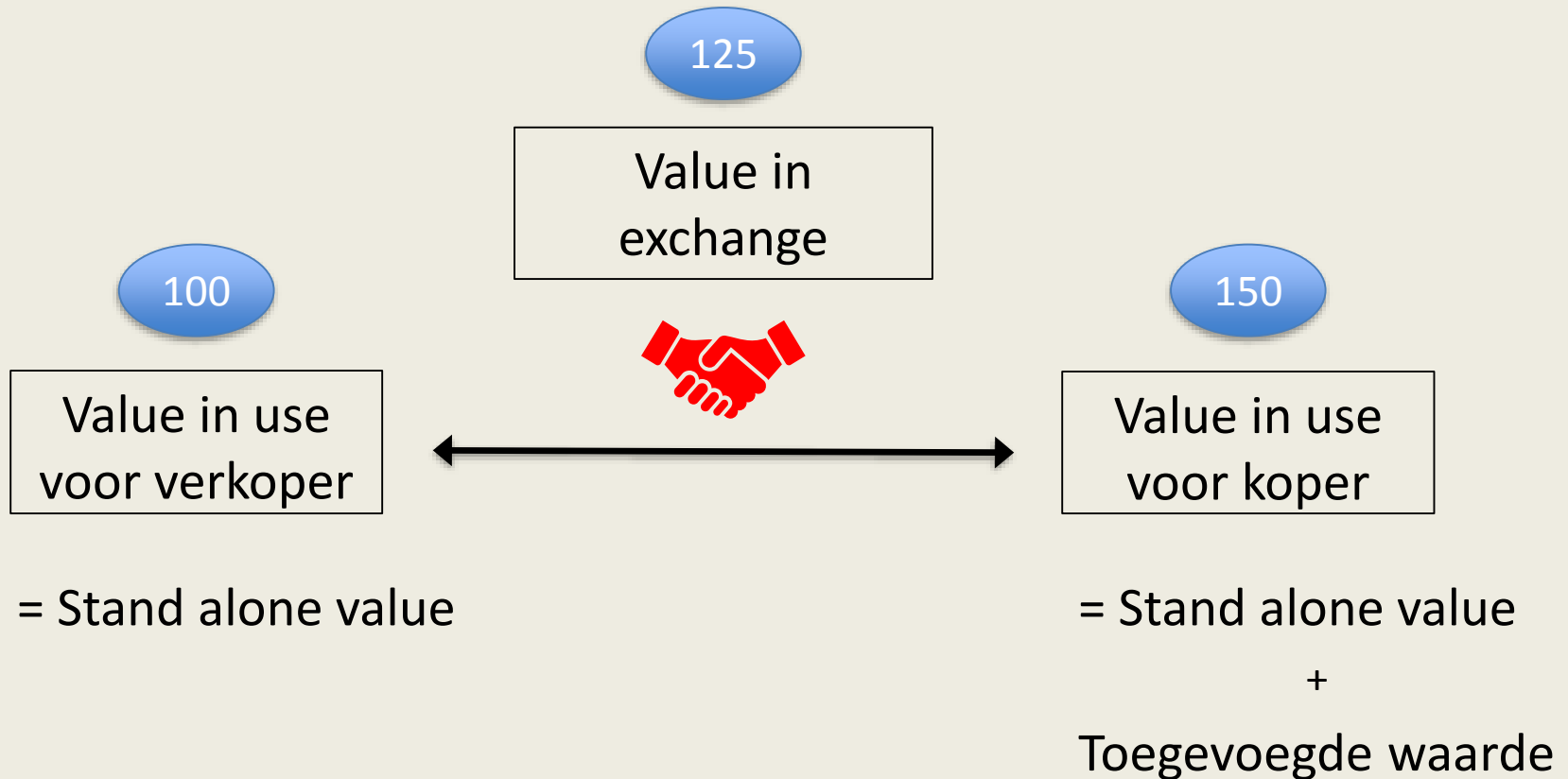


= Stand alone value + **toegevoegde waarde:**

- Benutten van groeimogelijkheden;
- Verbeteren operationele activiteiten;
- Schaalgrootte; en/of
- Te creëren competitief voordeel.

RESOR

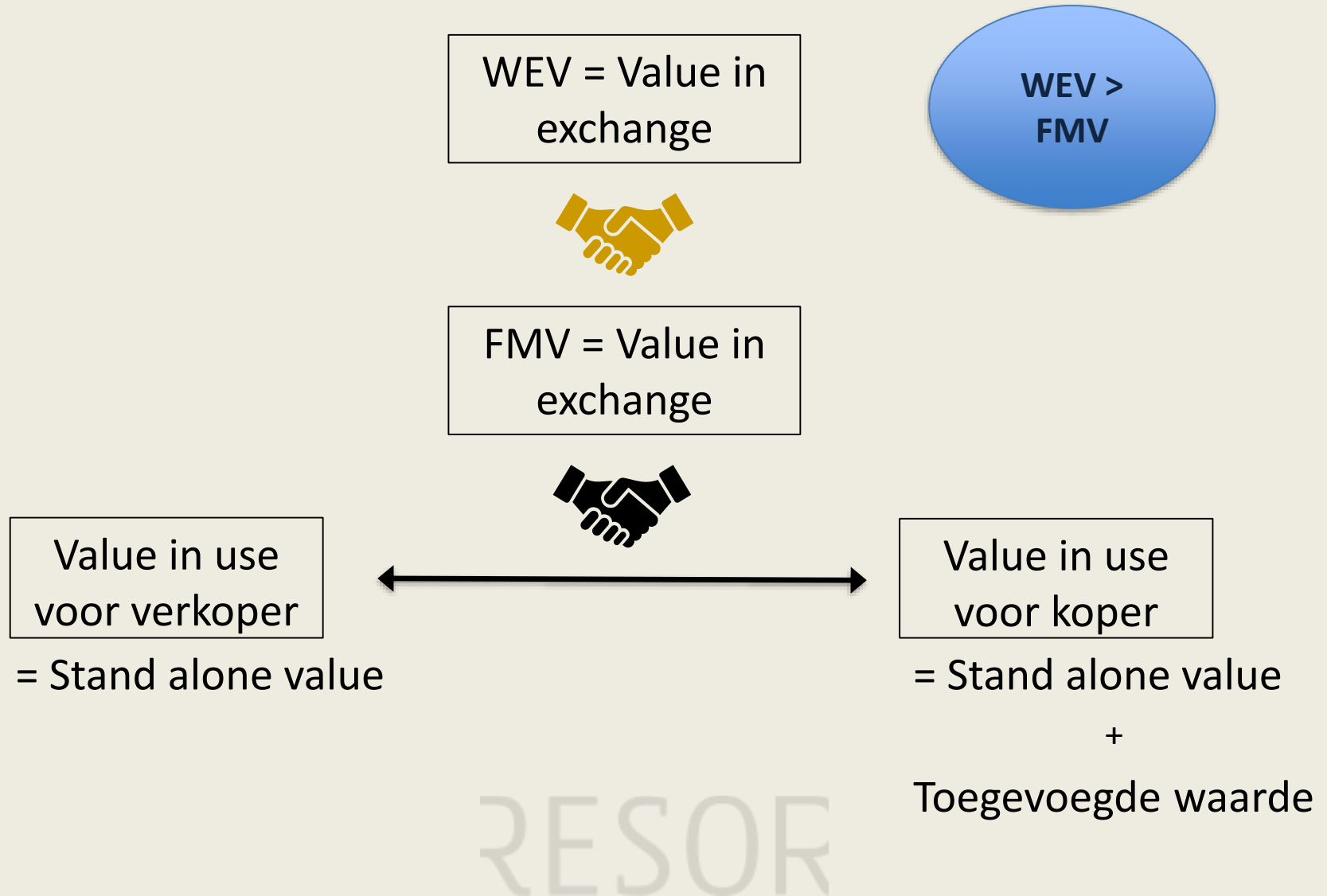
Theorie – value in use vs. value in exchange



Theorie – value in exchange

- **Fair market value: a willing buyer and willing seller**
 - = een (ongedefinieerde) uitkomst van de geschatte ruilwaarden
- **Waarde economische verkeer: meestbiedende gegadigde**
 - = schatting van de hoogste uitkomst van de value in exchange
- **Geen informatie → schatting van een (speculatieve) uitkomst:**
 - identificatie van mogelijke kopers;
 - waarschijnlijkheid dat deze partijen willen kopen;
 - schatting van de toepasselijke gebruikswaarde voor deze partijen; en
 - schatting van het onderhandelingsresultaat

Theorie – value in use vs. value in exchange



Observaties – Vb. onzuivere omschrijving

- Uitkoopprocedure Corporate Express, Hof Amsterdam (OK), 4 April 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1666

“The valuation is based on the fair market value of the shares, in a stand-alone situation and on a going-concern basis.”

→ Impliceert transactie

→ Impliceert hogere prijs dan stand alone waarde

RESOR

Observaties – Vb. zuivere omschrijving

- Uitkoopprocedure Canon/Océ, Hof Amsterdam (OK), 22 jan 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:BZ4522

“2.4 In de internal analysis heeft de deskundige analyses gemaakt van:

- *de interne financiële situatie van Océ;*
- *een **stand-alone waardering van de aandelen Océ pro rata parte per 11 december 2012, op basis van de discounted cash flow methode, waarbij gebruik is gemaakt van een Mid Term Plan 2011 – 2014 uit augustus 2011, met de aantekening dat dit plan uitging van een optimistisch scenario in vergelijking met de huidige economische ontwikkelingen;***
- *een **waardering van de aandelen Océ met inachtneming van synergievoordelen voor een koper; en***
- *de synergievoordelen als gevolg van de overname van Océ door Canon.*

Ook de conclusie van de interne analyses op elk onderdeel afzonderlijk is dat de waarde (telkens) onder de prijs van € 9,75 blijft.”

RESOR

Observaties – Vb. 3: juridische relevantie bij SNS

- Gerechtshof Amsterdam, 11-07-2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966

“6.9. Samenvattend betekent het voorgaande dat bij de waardebeoordeling dient te worden uitgegaan – van het te verwachten toekomstperspectief van SNS Reaal respectievelijk SNS Bank op 1 februari 2013, onmiddellijk voorafgaande aan de onteigening, in de situatie dat geen onteigening zou hebben plaatsgevonden, in welk perspectief verdisconteerd zijn de ernst van de problemen waarin van SNS Reaal en SNS Bank op het peiltijdstip verkeerde en voorts alle verdere feiten en omstandigheden die zich op dat tijdstip voordeden en die voor de veronderstelde koop van belang waren of konden zijn,

*– en van de prijs die de **meest biedende gegadigde**, gegeven dat toekomstperspectief, op het tijdstip van onteigening zou betalen bij een veronderstelde vrije verkoop van de onderscheiden effecten respectievelijk vermogensbestanddelen in het economische verkeer tussen redelijk handelende partijen op de daarvoor meest geschikte wijze en na de beste voorbereiding.”*

OK → WEV (= value in exchange)

RESOR

Observaties t.a.v. SNS

- Nee, volgens HR 16-06-2015, ECLI:NL:HR:2015:661









“4.15.3. De onderdelen 11.1-11.3 in het principale beroep bestrijden het oordeel in de rov. 6.8, 6.9 en 6.75 dat bij de waardebeoordeling dient te worden uitgegaan van de prijs die de meest biedende gegadigde, gegeven het toekomstperspectief, zou betalen bij een veronderstelde vrije koop. Die onderdelen slagen. Ingevolge art. 6:9 lid 1 Wft geldt als maatstaf de prijs die tussen redelijk handelende partijen zou zijn tot stand gekomen.

***De regeling zelf verwijst niet naar een “meest biedende gegadigde”.** Ook de wetsgeschiedenis geeft geen aanwijzing dat bij de vaststelling van de prijs moet worden onderscheiden tussen meerdere redelijk handelende gegadigden en dat daarbij moet worden uitgegaan van een hoogste bieder. Het stelsel gaat uit van de veronderstelling dat er één prijs is waarover **redelijk handelende partijen** bij een veronderstelde vrije verkoop in het economische verkeer overeenstemming bereiken.*

De Ondernemingskamer kan zich dus beperken tot de vaststelling van die prijs aan de hand van de omstandigheden die bij de waardebeoordeling in acht dienen te worden genomen, zoals de intrinsieke waarde van de onderneming (zie daarvoor Kamerstukken II 2011-2012, 33 059, nr. 3, p. 73/74).”,

- **HR: FMV i.p.v. WEV**

Dus: uiteenlopende situaties → uiteenlopende begrippen

| | WEV | FMV | Stand-alone |
|------------------------|--|---|---|
| 1. R&I praktijk |  |  | |
| 2. Geschillenregeling |  | | |
| 3. Uitkoopprocedure |  | | |
| 4. Blokkeringsregeling | | |  |
| 5. Interventiewet | |  | |
| 6. Afsplitsing |  |  |  |

Dus: uiteenlopende situaties → uiteenlopende begrippen

- Huidige praktijk: “FMV, WEV, stand-alone, combi”



RESOR

Waarderingskader

1. Bepalen van het doel / opdracht → in OK-procedures een gegeven
2. **Bepalen waarderingscontext / waardemaatstaf: value in exchange (ruilwaarde) of value in use (gebruikswaarde).**
3. Bepalen van een waardebegrip: dit zal waarschijnlijk het financieel-economisch waardebegrip (de economische waarde) zijn (in tegenstelling tot het waardebegrip uit de financiële accounting).
4. Bepalen van een waarderingmethode(n) die past bij het gekozen waardebegrip.
→ Gerechtshof Amsterdam 11 juli 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2697
“R.o. 2.24 : De Ondernemingskamer stelt voorop dat de keuze voor een passende waarderingmethode behoort tot de taak van de deskundige en het domein van zijn deskundigheid.”
5. Bepalen van overige factoren. Bijvoorbeeld: toepassing van bepaalde premies of kortingen, rekening houden met contractuele of statutaire aanwijzingen, de peildatum enzovoort.

Promotie & programma

- Ondernemingsrecht → ondernemingsrechtelijke procedures:
 1. De waarderingsdilemma's bij de blokkeringsregeling en de wijze waarop waarderingsdeskundigen daarmee omgaan; en
 - 2. De waardemaatstaven bij ondernemingsrechtelijke procedures.**

- Insolventierecht → financiële herstructureringen:
 - 3. De waarderingsvragen die een rol spelen bij een pre-insolventieakkoord en in het bijzonder bij de *cram down*;**
 4. De verdeling van de ondernemingswaarde bij een pre-insolventieakkoord en de rol die optiewaarde daarbij speelt; en
 5. De vraag of *credit bidding* naar Nederlands recht mogelijk is en wat daarbij de functie van waardering is.

RESOR

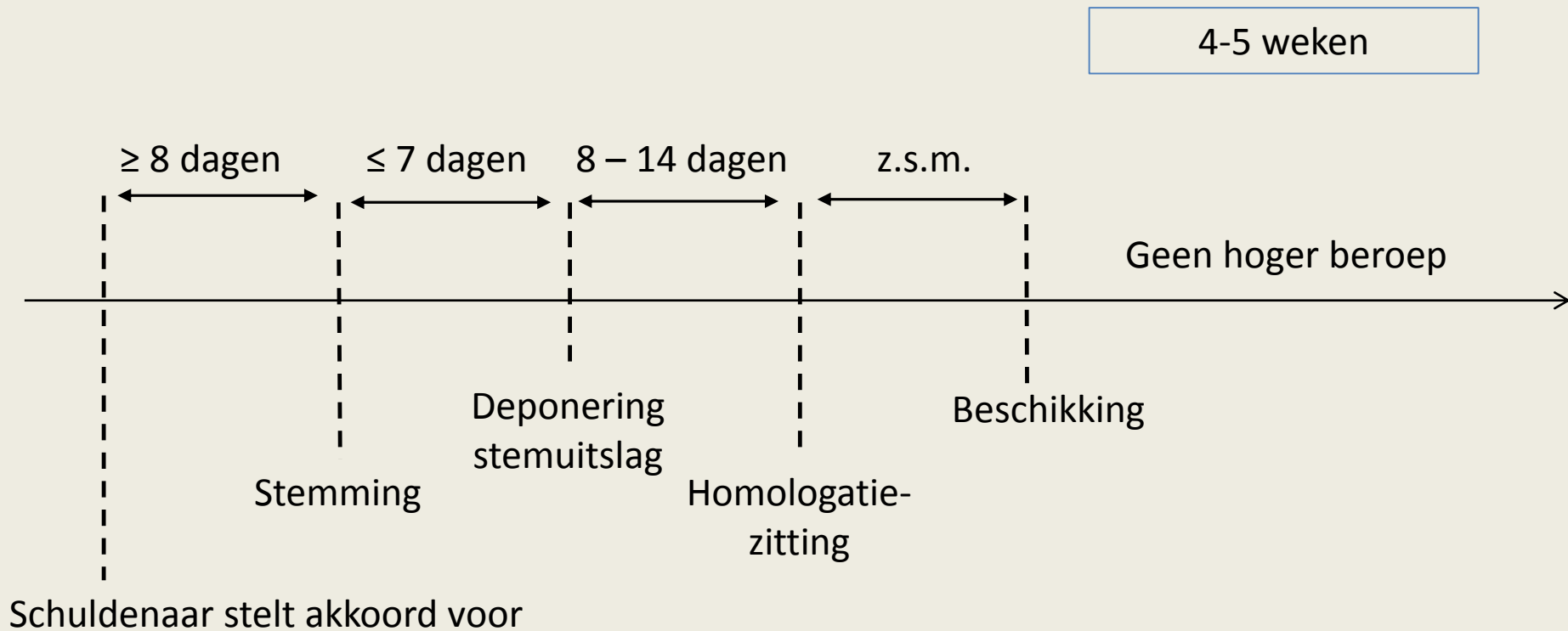
WFOA vanwege gebrek aan slagkracht

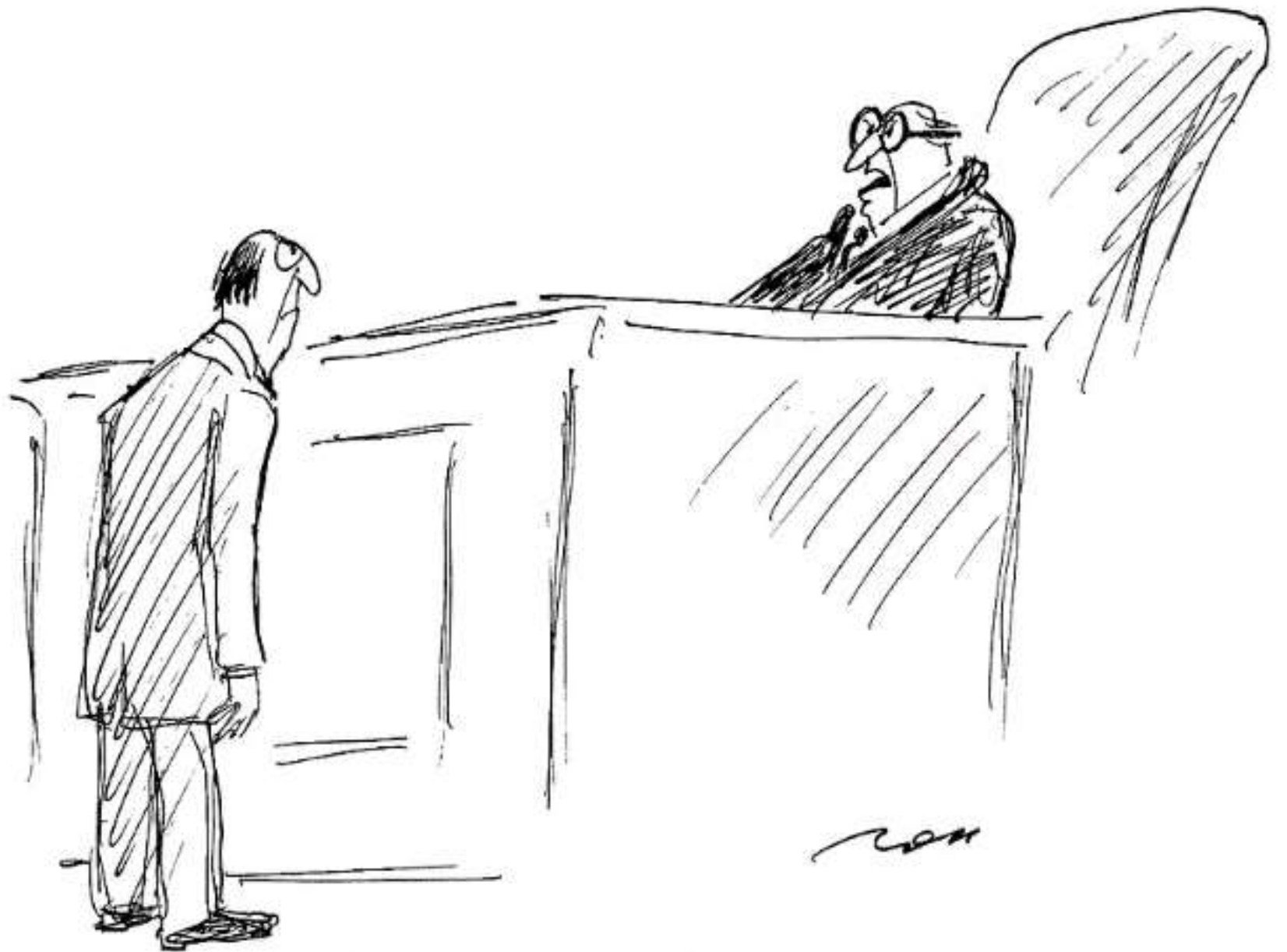
- Zonder insolventieprocedure
 - 100% consent nodig
 - Oplossing = WFOA: buitengerechtelijk akkoord / dwangakkoord / pre-insolventieakkoord
- Niet hetzelfde als surseance- en faillissementsakkoord:
 - a) Flexibiliteit t.a.v. wie bij het akkoord wordt betrokken
 - b) Geen bewindvoerder of curator (bestuur = bevoegd)
 - c) Beperkte rechterlijke betrokkenheid
 - d) Klassenindeling (vgl. UK Scheme en US Chapter

WHOA – Klassenindeling en stemming

1. Stemmen vindt plaats in klassen
2. Crediteuren met verschillende rang worden in verschillende klassen geplaatst
3. Stemming kan elektronisch plaatsvinden; geen crediteurenvergadering vereist
4. Klasse crediteuren heeft ingestemd als $\frac{2}{3}$ in bedrag vóór heeft gestemd van degene die hebben deelgenomen aan de stemming
5. Klasse aandeelhouders: $\frac{2}{3}$ van het aantal uitgebrachte stemmen

WHOA – Kort proces





"And don't go whining to some higher court."

WHOA – Homologatievoorwaarden

Wanneer te homologeren?

- Als iedere klasse vóór heeft gestemd: algemene toetsen
 - procedure deugdelijk?
 - liquidatie-uitkeringstest (uitkering in faillissement)
- Als tenminste 1 klasse voor heeft gestemd (maar een ander 'tegen'): cram down

RESOR

“Cram down” van tegenstemmende klasse



RESOR

WHOA – Voorwaarden

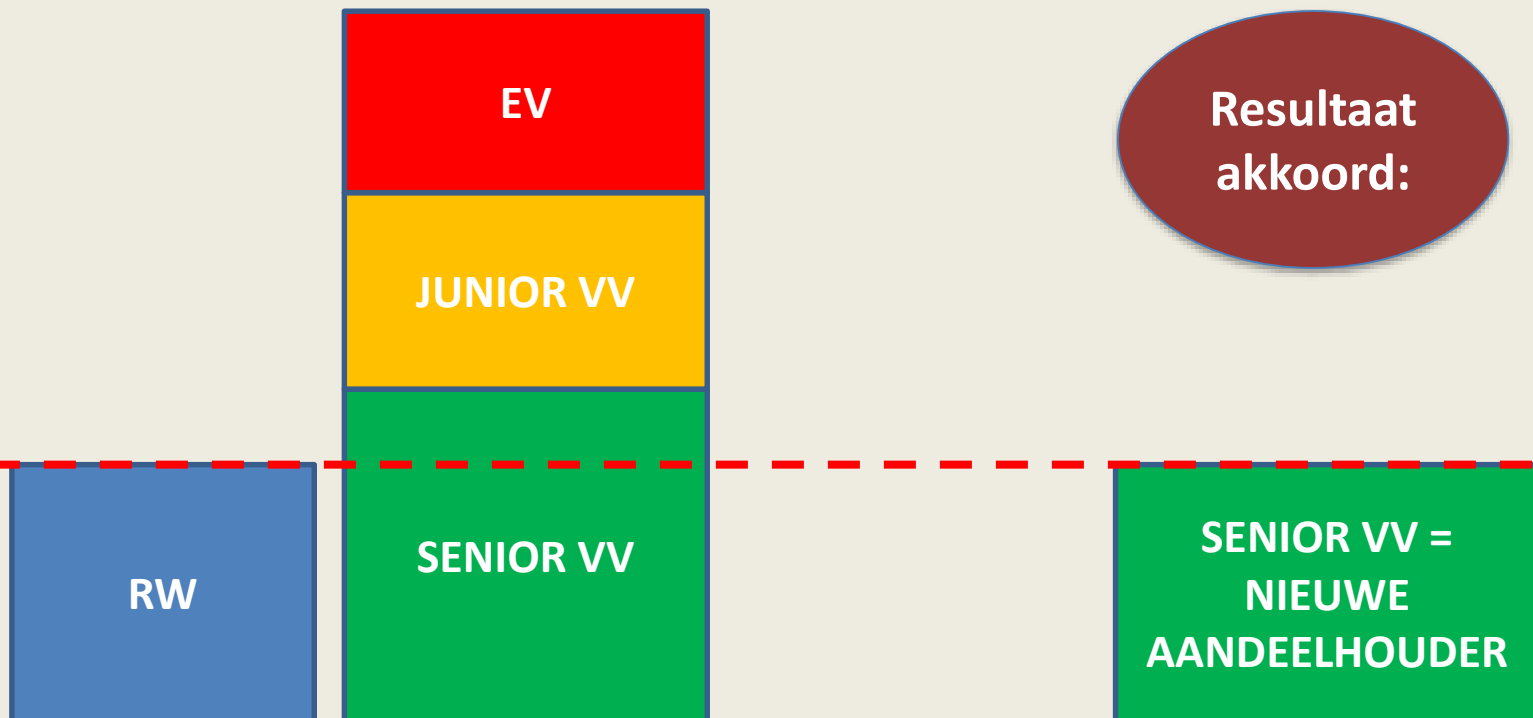
Tegenstemmende klasse maakt aanspraak op:

- uitkering in andere vorm dan contanten o.b.v. **reorganisatiewaarde** → aanspraak conform juridische rang:
 - junior klassen mogen niets ontvangen totdat de senior klassen volledig zijn voldaan (tenzij nieuw geld) (*absolute priority rule*); en
 - senior klassen mogen niet meer dan 100% van hun vordering ten koste van junior klassen ontvangen (*not more than 100%-rule*).
- Of: uitkering in contanten o.b.v. liquidatiewaarde (**cash out option**)

RESOR

Situatie 1: Wat doet de rechter?

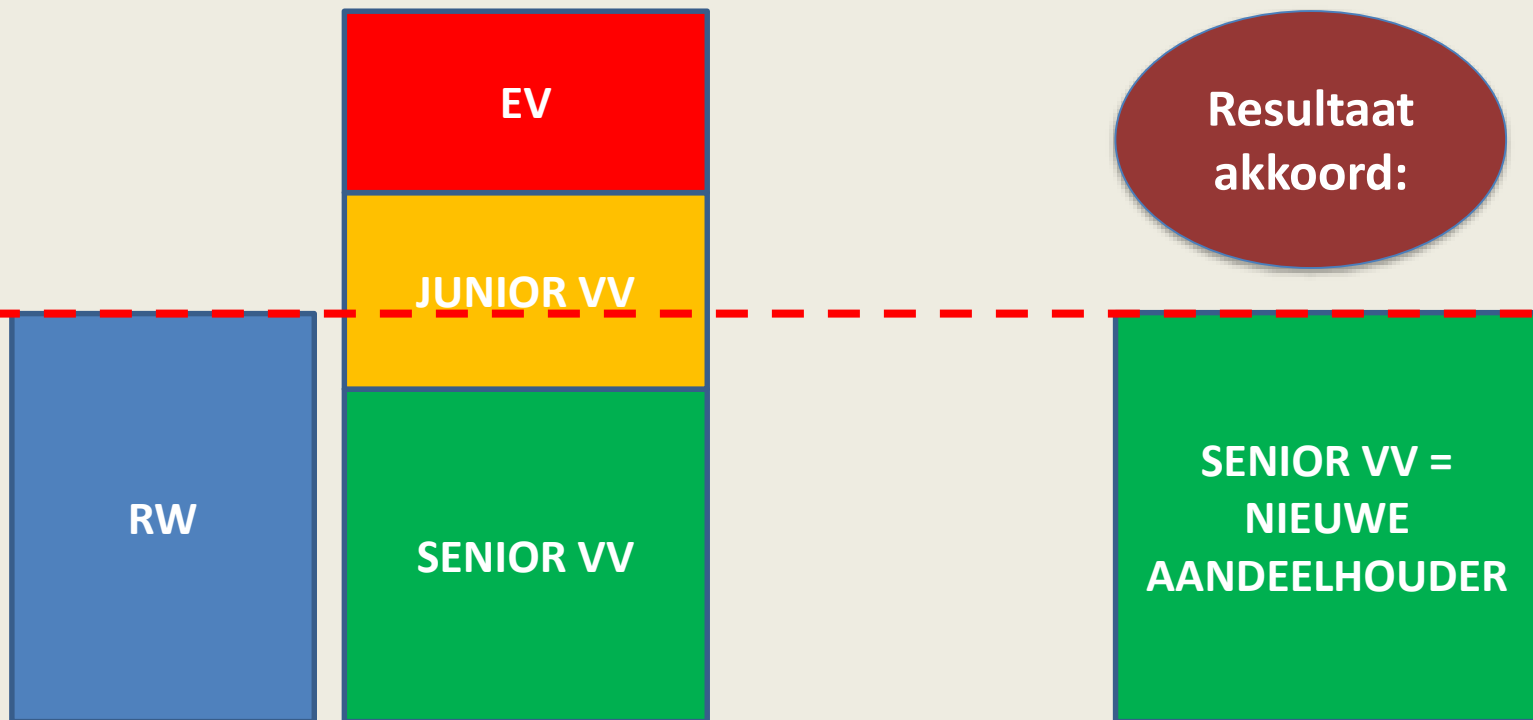
Toets: “not more than 100% rule”



RESOR

Situatie 2: Wat doet de rechter?

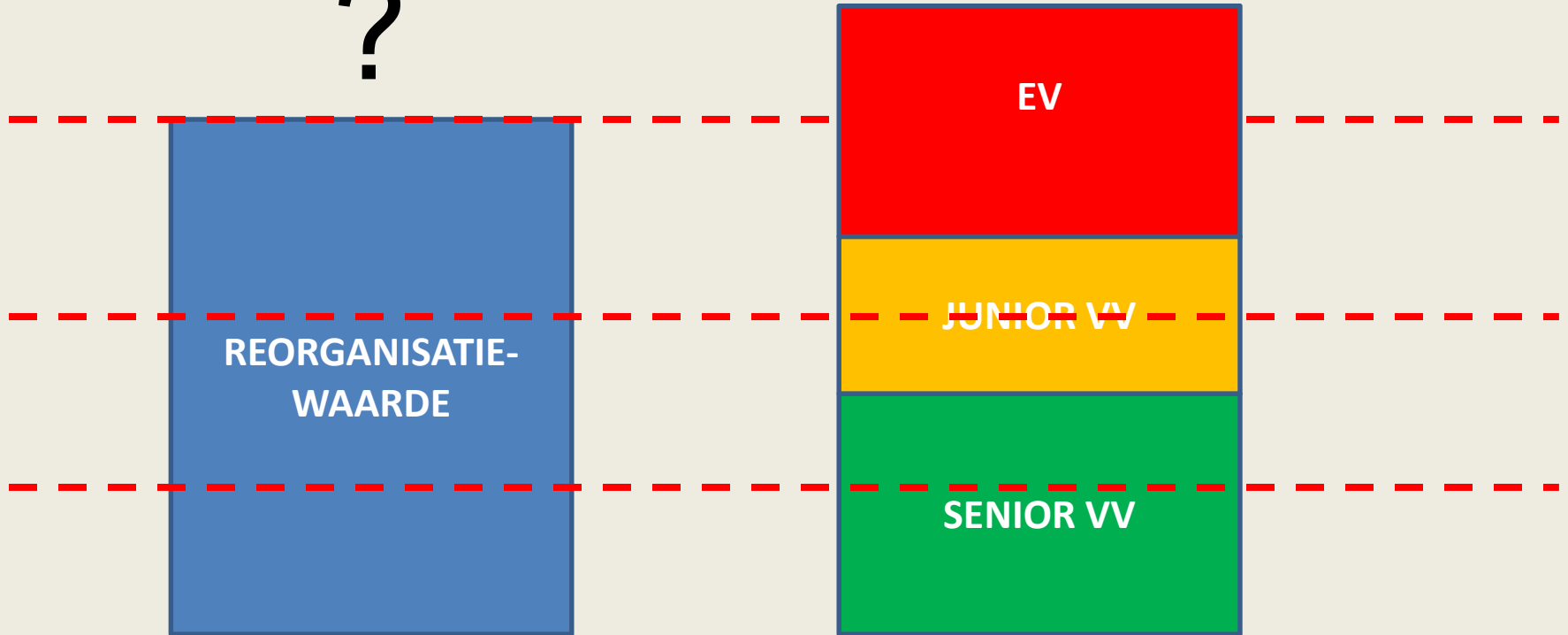
Toets: “not more than 100% rule”



RESOR

Where does the value break?

?



RESOR

Reorganisatiewaarde?

Whoa voorontwerp: “de te verwachten waarde van de activa en de activiteiten van de schuldenaar indien het akkoord tot stand komt,”

- Waarde die als gevolg van een pre-insolventieakkoord beschikbaar komt voor alle ten tijde van de homologatie bestaande aandeelhouders en schuldeisers \neq *enterprise value*
- Bij herstructurering:
 - Genormaliseerde/herstelde vermogensstructuur
 - Genormaliseerde/herstelde vermogenskostenvoet
 - Geen distress premium in WACC
 - Business case van een geherstructureerde vennootschap

RESOR

Voorbeeld

APR

✓

Best interest

✓

Tabel 1: Huidige marktwaarde XYZ in distress

| | | | |
|--------------------|-----------|----------------------------|-----------|
| Ondernemingswaarde | 80 | Eigen vermogen | 10 |
| | | Achtergestelde schuld (60) | 20 |
| | | Senior schuld (100) | 50 |
| <i>Totaal</i> | <u>80</u> | <i>Totaal</i> | <u>80</u> |

Tabel 2: Opbrengst XYZ bij faillissement

| | | | |
|------------------|----|-----------------------------|----|
| Liquidatiewaarde | 40 | Uitkering aan senior schuld | 40 |
|------------------|----|-----------------------------|----|

Tabel 3: Waarde XYZ bij financiële herstructurering

| | | | |
|---------------------|------------|--|------------|
| Reorganisatiewaarde | 120 | Eigen vermogen | |
| | | - geconverteerde senior schuld | 75% 60 |
| | | - geconverteerde achtergestelde schuld | 25% 20 |
| | | | <u>80</u> |
| | | Senior schuld | 40 |
| <i>Totaal</i> | <u>120</u> | <i>Totaal</i> | <u>120</u> |

Voorbeeld

APR

✓

Best interest

✓

Tabel 4: Reorganisatiewaarde van 100 in plaats van 120

| | | | | |
|---------------------|------------|--|-----|------------|
| Reorganisatiewaarde | 100 | Eigen vermogen | | |
| | | - geconverteerde senior schuld | 75% | 45 |
| | | - geconverteerde achtergestelde schuld | 25% | 15 |
| | | | | <u>60</u> |
| | | Senior schuld | | <u>40</u> |
| <i>Totaal</i> | <u>100</u> | <i>Totaal</i> | | <u>100</u> |

- De senior crediteuren krijgen in dit geval 85% van hun oorspronkelijke vordering.

RESOR

Voorbeeld

Not more than 100%



Best interest



Tabel 5: Reorganisatiewaarde van 140 in plaats van 100

| | | | | |
|---------------------|------------|--|-----|------------|
| Reorganisatiewaarde | 140 | Eigen vermogen | | |
| | | - geconverteerde senior schuld | 75% | 75 |
| | | - geconverteerde achtergestelde schuld | 25% | 25 |
| | | | | <u>100</u> |
| | | Senior schuld | | 40 |
| <i>Totaal</i> | <u>140</u> | <i>Totaal</i> | | <u>140</u> |

- De senior crediteuren krijgen in dit geval 115% van hun oorspronkelijke vordering.

RESOR

Stelling 1

Bij invoering van de WHOA:

“Kredietopzegging zal in meeste gevallen worden voorafgegaan door WHOA-traject.”

RESOR

Stelling 2

Bij invoering van de WHOA:

“Banken zullen in de regel opteren voor cash-out option.”

RESOR

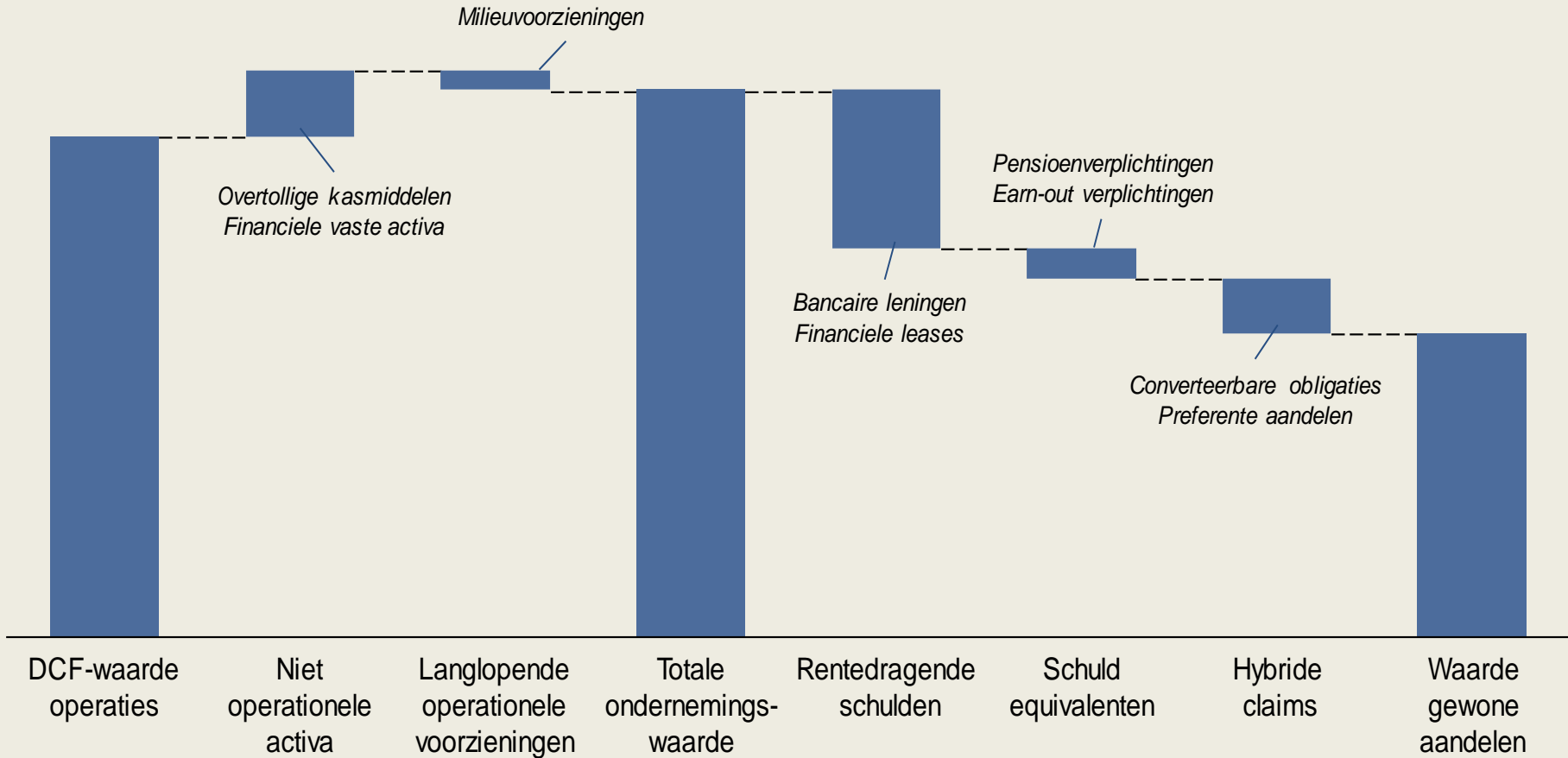
Stelling 3

Bij invoering van de WHOA:

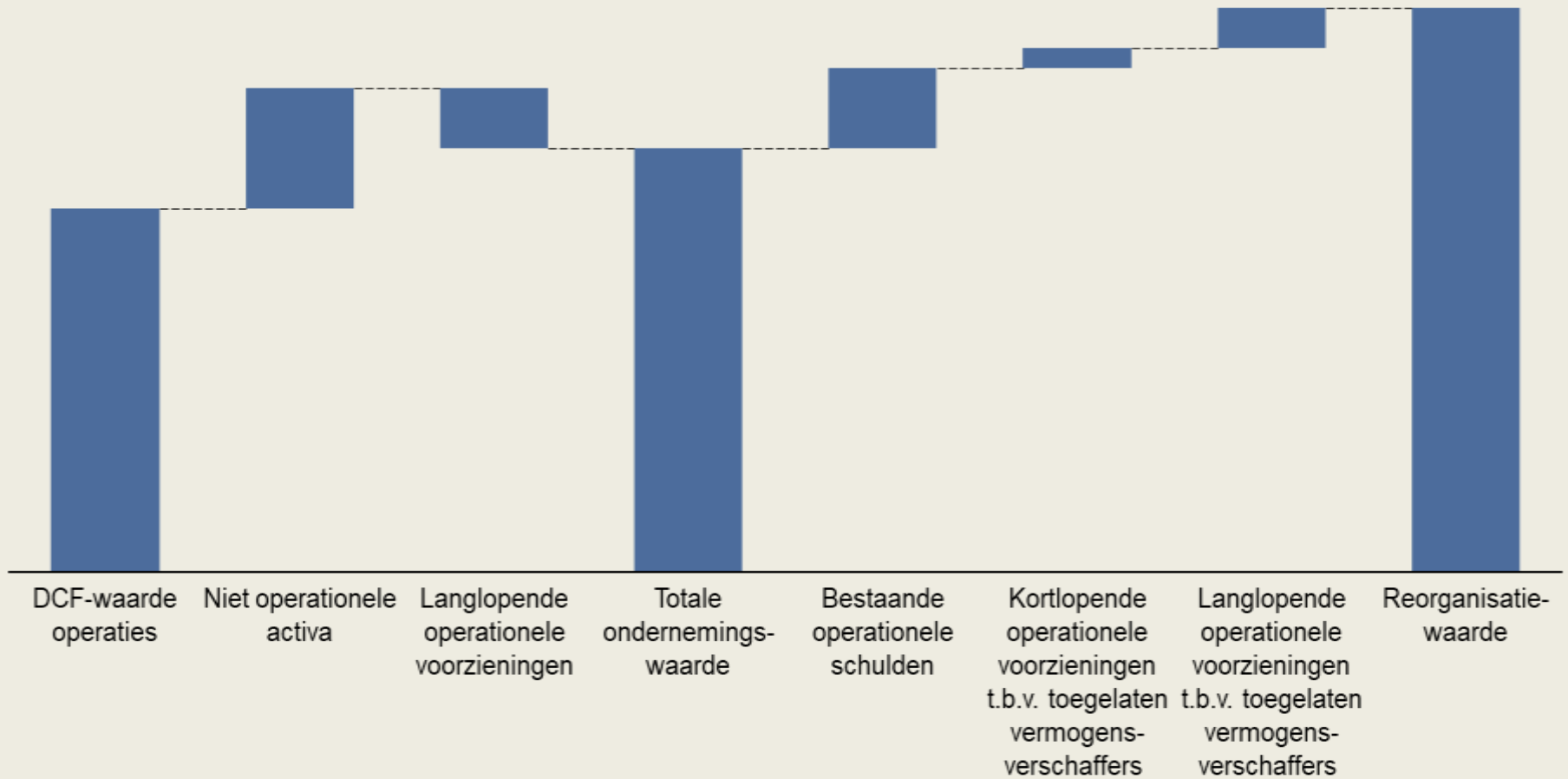
“De WHOA zal de UK Scheme van de troon stoten.”

RESOR

RW ≠ Enterprise Value



RW ≠ Enterprise Value



RESOR