

Homologatiecriteria & waardering

Hans Haanappel (Value Insights)

Sebastiaan van den Berg (RESOR)

RESOR



Ministerie van Justitie en Veiligheid



INSOLAD
Vereniging Insolventierecht Advocaten



Nederlandse Vereniging
van Leasemaatschappijen



Juridisch kader (I)

Uitgangspunten

(I)
2019

1. Day of reckoning
2. Collectieve verhaalsuitoefening
3. Cram down

Juridisch kader (II)

Homologatiecriteria

(I)
2019

384 (2)

Algemene homologatiecriteria

Ambtshalve en op
verzoek

384 (3)

Best-interest-of-creditors test

Op verzoek

384 (4)

“eerlijke” absolute priority rule

Op verzoek

Altijd: algemene homologavorwaarden (art. 384 lid 2)

Ambtshalve en op verzoek



- a) Geen toestand van onvermijdelijke insolventie
- b) Gebrek t.a.v. in stemming brengen/oproeping voor de homologatie
- c) Gebrek t.a.v. informatieverstrekking/klassenindeling/stemprocedure
- d) Gebrek t.a.v. toelating tot de stemming (verkeerd bedrag)
- e) Nakoming onvoldoende gewaarborgd (marginale toets t.a.v. financiële instrumenten)
- f) Verkapte *feasibility* test t.a.v. nieuwe financiering (o.g.v. art. 10 lid 2 onder 2 van EU RL)
- g) Oneerlijke middelen (bedrog/sluipakkoord)
- h) Betaling/zekerheidstelling loon van wettelijke functionarissen
- i) Ambtshalve weigering o.g.v. andere redenen

Aanvullende homologatievoorwaarden

Uitgangspunten

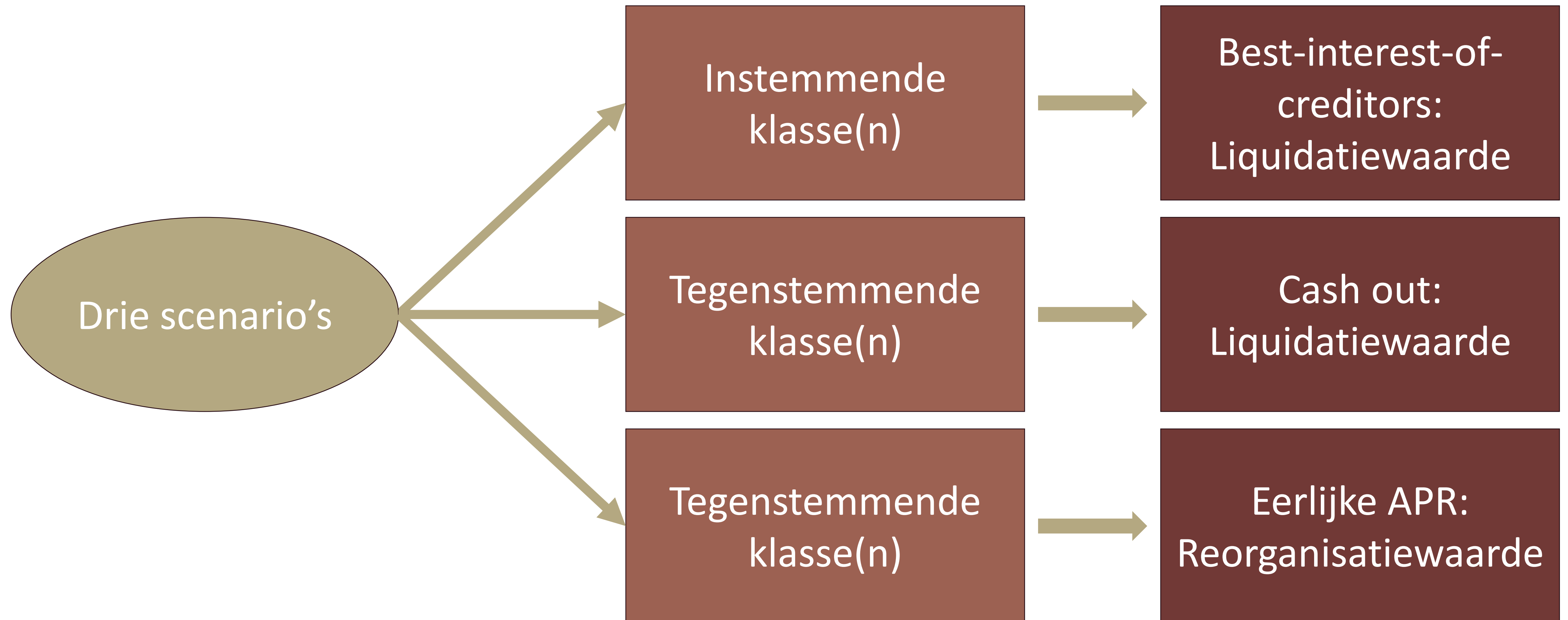


1. Art. 384 (3): best interest = waarde/opbrengst vereffening in faillissement
2. Art. 384 (4): cram down
 - a. Nederlandse “eerlijke” absolute priority rule
 - waternal conform rang; of
 - afwijking van de rang (goede reden + niet in belangen geschaad)
 - of*
 - b. Cash out option

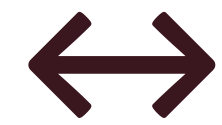
Samenvattend

Verschillende waarderingen kunnen noodzakelijk zijn

2019



Berekening van de
reorganisatiewaarde



Verdeling van de
reorganisatiewaarde

Totale ondernemingswaarde (I)

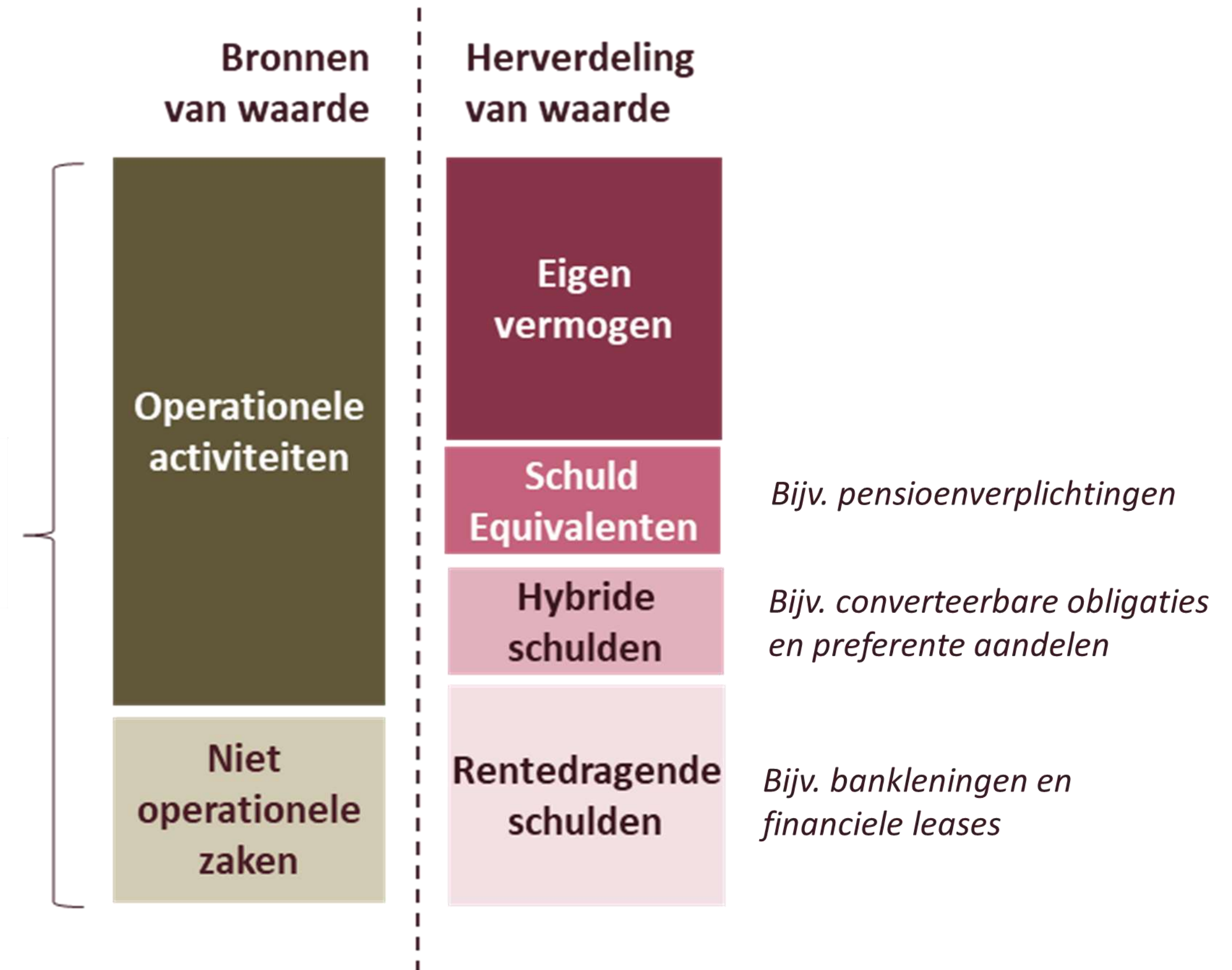
Het concept

(I)
2019

- De totale ondernemingswaarde geeft de waarde van de onderneming weer
- Het is de som van de waarde van de:
 - Operationele activiteiten
 - Niet-operationele zaken¹

...waarop **vermogensverschaffers** aanspraak maken

**Totale
ondernemings-
waarde**



1) Bijvoorbeeld overtollige kasmiddelen en financiële activa

Totale ondernemingswaarde (II)

In de praktijk gehanteerde waarderingsmethoden

(I)
2019

1. Discounted Cash Flow-methode
2. Multiple-methode
3. Boekhoudkundige methoden

Totale ondernemingswaarde (III)

Waardering volgens de Discounted Cash Flow-methode

2019

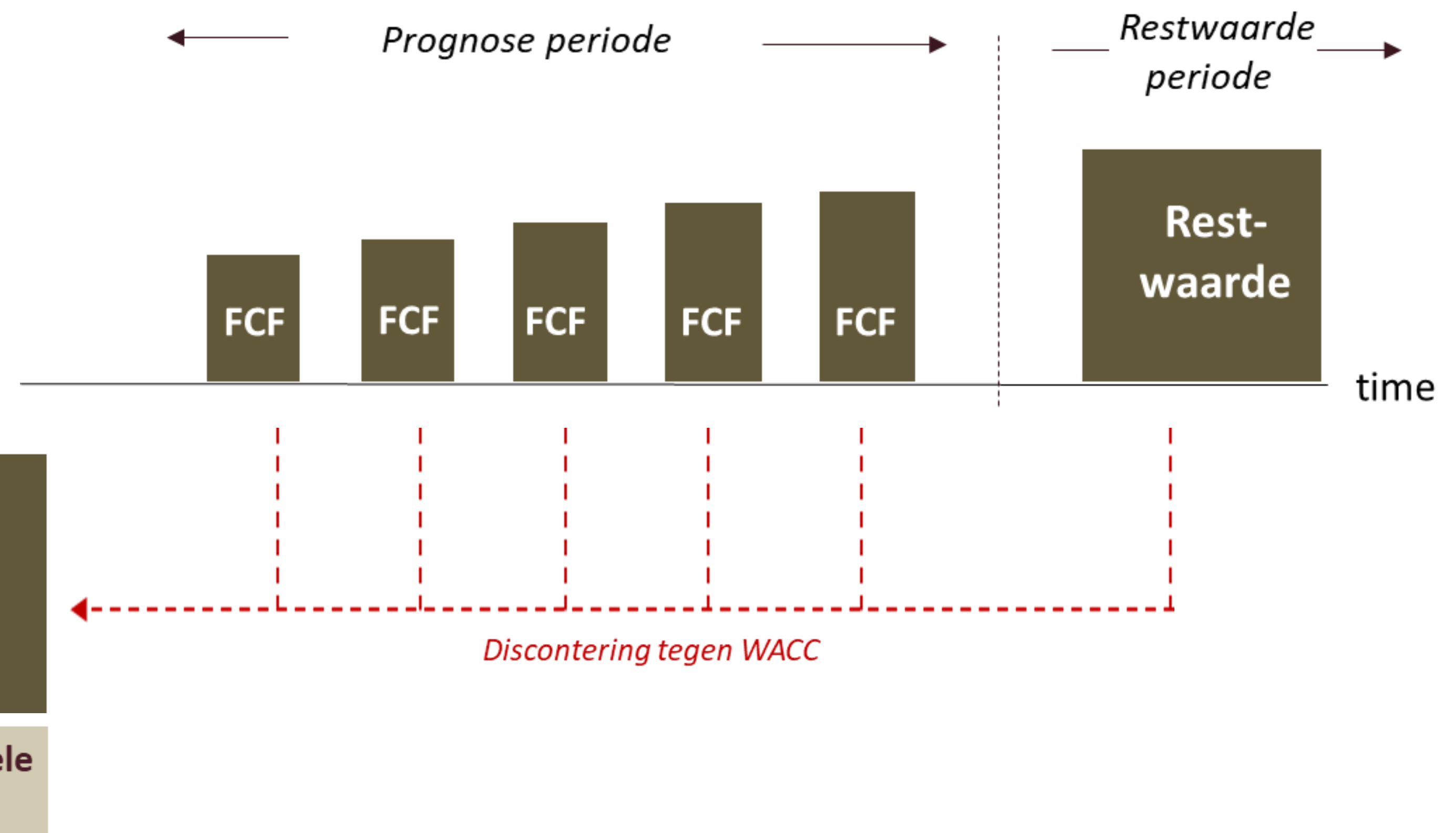
- Operationele activiteiten:

Contante waarde van verwachte toekomstige vrije kasstromen gedurende de prognose-periode

+

Contante waarde restwaarde

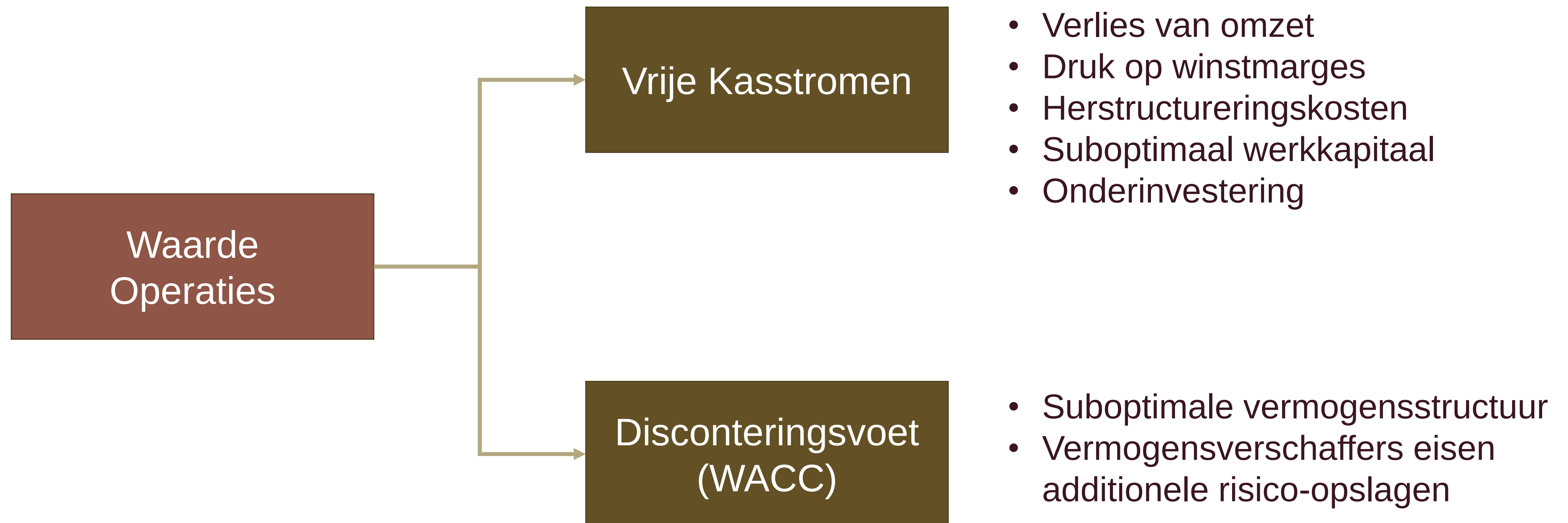
Totale ondernemingswaarde



Totale ondernemingswaarde (IV)

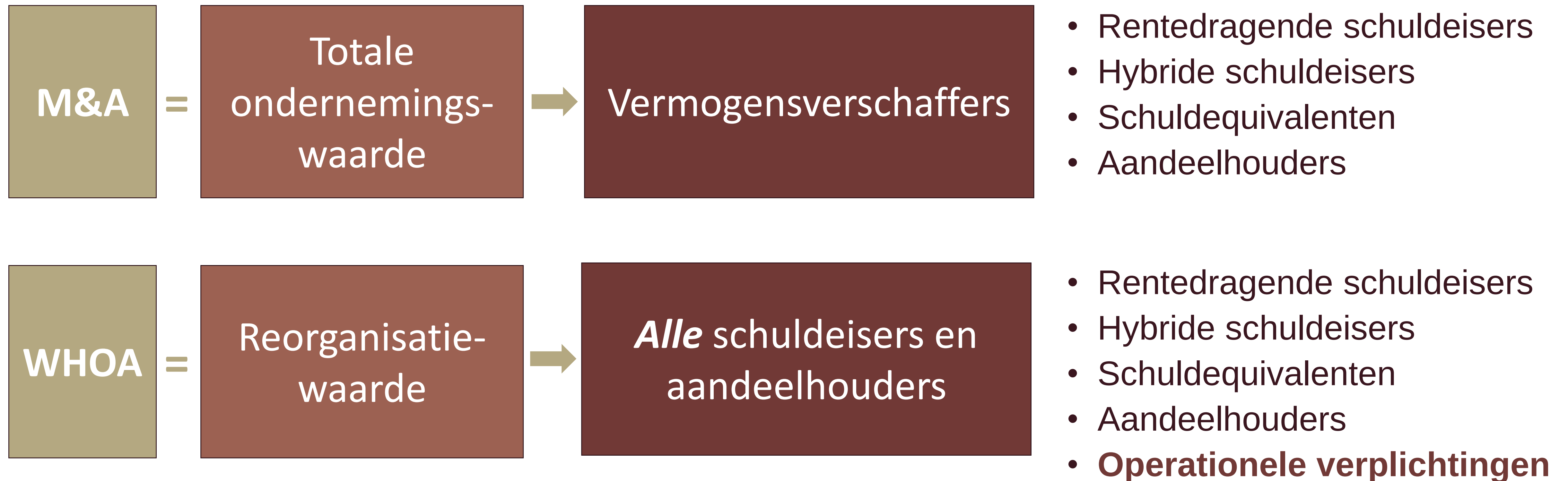
Aandachtspunten Discounted Cash Flow-methode i.g.v. distress

2019



Reorganisatiewaarde (I)

Onderscheid totale ondernemingswaarde en reorganisatiewaarde



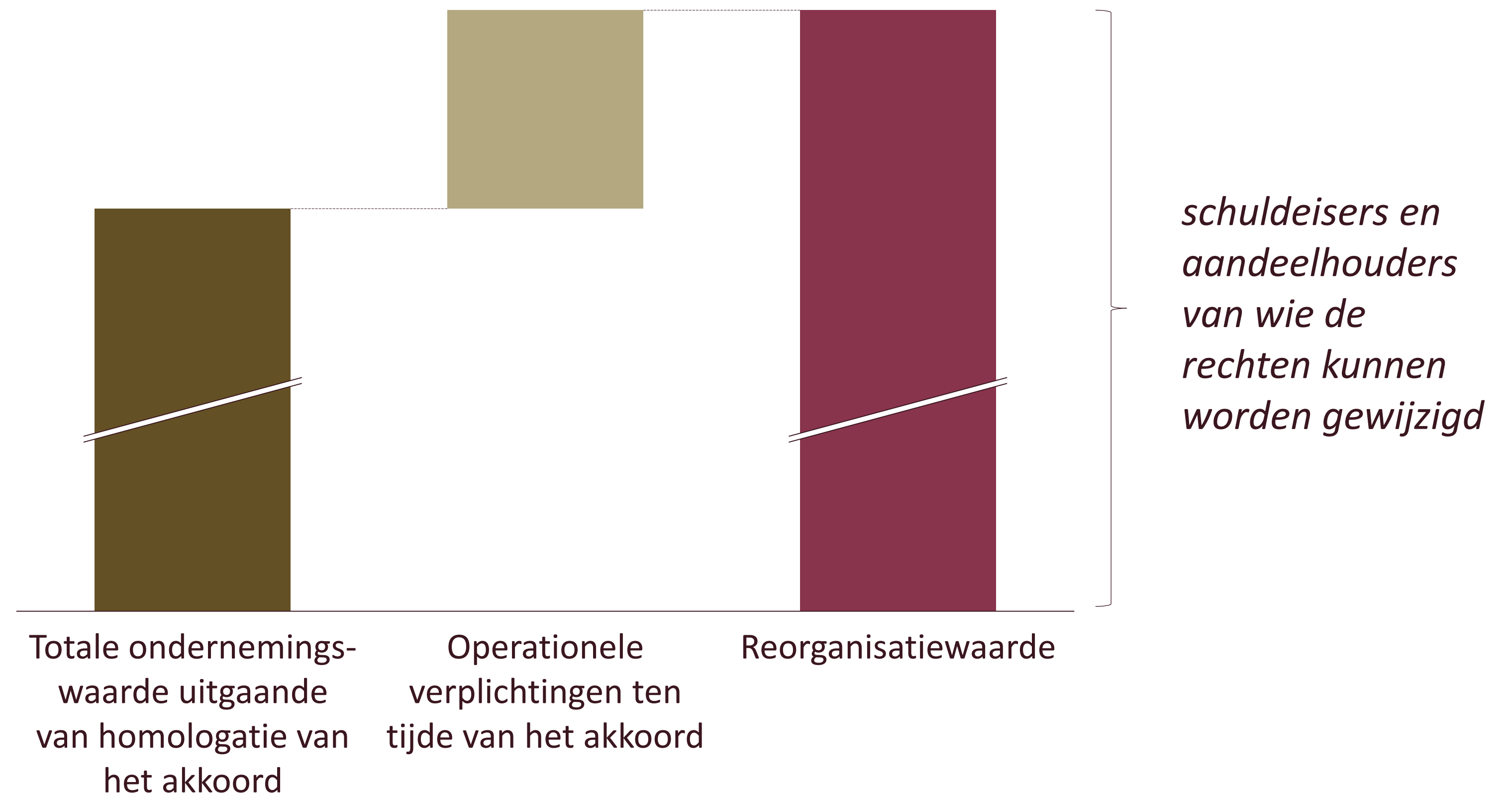
Reorganisatiewaarde (II)

Relatie tussen totale ondernemingswaarde en reorganisatiewaarde

2019

Reorganisatiewaarde =

- 1 Totale ondernemingswaarde bij homologatie van het akkoord
- +
- 2 Operationele verplichtingen ten tijde van het akkoord



Reorganisatiewaarde (III)

1

Uitgangspunten totale ondernemingswaarde t.b.v. bepaling reorganisatiewaarde

- Peildatum waardering: datum akkoord
- Overige waarderingsuitgangspunten:
 - Standalone
 - “Going concern” of “gecontroleerde vereffening”
 - Implementatie akkoord en herstructureringsplan
 - Vermogensstructuur zoals overeengekomen in het akkoord
 - Rekening houdend met herstructureringsplan incl. executierisico's

- Operationele schulden:
 - Onderdeel van de vrije kasstroom via mutatie operationele werkkapitaal
 - Bijvoorbeeld: handelscrediteuren, belastingenschulden en vooruitontvangen bedragen van klanten
- Operationele voorzieningen:
 - Onderdeel van de vrije kasstroom via mutatie operationele voorzieningen
 - Bijvoorbeeld: garantievoorzieningen en voorziening voor retourverplichtingen

Opbouw vrije kasstroom
EBITDA
-/- Afschrijvingen en amortisatie
Bedrijfsresultaat (EBIT)
-/- Operationele belastingen
NOPLAT
+ Afschrijvingen en amortisatie
-/- Investerings
+/- Mutatie in operationeel werkkapitaal
+/- Mutatie in operationele voorzieningen
Vrije kasstromen

Reorganisatiewaarde (V)

Operationele schulden

TECHNISCHE SLIDE
VOOR VALUATORS

- Operationele schulden zijn onderdeel van de vrije kasstroom
- Ook rechten van operationele schuldeisers kunnen worden gewijzigd
- Zonder correctie op de totale ondernemingswaarde worden operationele schuldeisers “**dubbel**” voldaan

Operationeel werkkapitaal	Positie ten tijde van het akkoord	FY1	FY2	FY3
Vorraden	700	675	695	716
Handelsdebiteuren	500	513	525	538
Overige overlopende activa	75	77	78	80
Handelscrediteuren	-400	-335	-345	-355
Te betalen belastingen	-125	-128	-130	-133
Te betalen personeel	-30	-31	-32	-32
Vooruitontvangen bedragen klanten	-75	-78	-79	-81
Overige kortlopende schulden	-45	-46	-47	-48
Operationeel werkkapitaal	600	647	666	686
<i>Mutatie operationeel werkkapitaal</i>		47	19	19

*Omdat operationele schuldeisers enerzijds in DCF-model worden voldaan en anderzijds aanspraak maken op de reorganisatiewaarde...

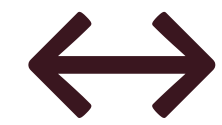
... dient de totale ondernemingswaarde hiervoor gecorrigeerd te worden om de correcte reorganisatiewaarde te berekenen*

Werking van de homologatiecriteria

Analyse

(1)
2019

Berekening van de
reorganisatiewaarde



Verdeling van de
reorganisatiewaarde

Verdeling van de waarde (I)

Introductie



- Onderneming XYZ is in distress
- Voor het akkoord bestaande vermogensstructuur:

• Super senior schuld	100
• Senior schuld	1500
• Junior schuld	600
• Oude aandeelhouders	Restant
- Ten behoeve van implementatie van het akkoord: 300 aan nieuw geld

Verdeling van de waarde (II)

Liquidatiewaarde van 1750

2019

	Bedrag	Distributie Liquidatiewaarde 1,750
Super Senior Schuld	100	100
Senior schuld	1,500	1,500
Junior schuld	600	150
Oude aandeelhouders	Restant	0
TOTAAL		1,750

Liquidatiewaarde relevant voor:

- 1. best-interest-of-creditors test (art. 384 lid 3)*
- 2. cash out bedrag (art. 384 lid 4(a))*

Cash out:

- voor (super) senior schuld: 100%*
- voor junior schuld: 25% (=150/600)*

Verdeling van de waarde (III)

Reorganisatiewaarde van 2000 en 300 nieuw geld



	Bedrag	Distributie Liquidatiewaarde 1,750	Distributie Reorganisatiewaarde 2,000
Super Senior Schuld	100	100	100
Senior schuld	1,500	1,500	1,500
Junior schuld	600	150	400
Oude aandeelhouders	Restant	0	0
TOTAAL		1,750	2,000
Nieuwe investeerder			300
REORGANISATIEWAARDE + NIEUW GELD			2,300

Reorganisatiewaarde voldoende voor:

- 100% voor de (super) senior schuld; en
- 67% (=400/600) voor de junior schuld

Oude aandeelhouders krijgen niks

Nieuwe investeerder euro voor euro, maar zal betere deal proberen uit te onderhandelen

- Belangentegenstellingen tussen verschillende klassen:
 - (Super) senior schuld: lage liquidatie/reorganisatiewaarde
 - Junior schuld/oude aandeelhouders: hoge liquidatie/reorganisatiewaarde
 - Nieuwe investeerder: lage liquidatie/reorganisatiewaarde
- Waarderingonzekerheid is groot
 - Waardering dient in korte tijd tot stand te komen met beperkte informatie
 - Onderneming is instabiel en operationele waarde kan snel verdampen
 - Vermogensstructuur uit akkoord vaak niet gelijk de optimale structuur
 - Wordt in de prognoses afdoende rekening gehouden met executierisico's

- Paar vragen
 - Waar op te letten bij beoordeling reorganisatiewaarde:
 - Onafhankelijkheid
 - Prognoses, prognoses, prognoses
 - tip 1: scenario analyse maar uiteindelijk puntschatting
 - tip 2: visueel laten maken
 - Executierisico's indien er ook sprake is van operationele herstructurering
 - Voorkomen van dubbeltellingen: correctie voor operationele verplichtingen
 - Hoe om te gaan met waarderingsonzekerheid
 - Waar op te letten bij beoordeling liquidatiewaarde:
 - Verkoopbaarheid onderdelen/activa inclusief transactie-onzekerheid
 - Nadruk op bepalen opbrengst in faillissement en potentiële “fire sale” discounts

Homologatiecriteria & waardering

Hans Haanappel (Value Insights)
Sebastiaan van den Berg (RESOR)

RESOR  Onderzoekcentrum
Onderneming & Recht



Ministerie van Justitie en Veiligheid



INSOLAD
Vereniging Insolventierecht Advocaten



**Nederlandse Vereniging
van Leasemaatschappijen**

