

# WHOA in economisch perspectief

Peter Wolterman  
VCL bijeenkomst  
5 November 2019



# Agenda

1. Rol van de debiteur
2. Belangrijke concepten: liquidatiewaarde en reorganisatiewaarde
3. Toepassing van deze concepten in een WHOA-traject



Bij de WHOA is, in beginsel, de debiteur leidend – het is een ‘debtor in possession’ proces.

Dreigend  
faillissement

Opstellen operationeel en  
financieel herstructureringsplan

Bij elkaar brengen stakeholders +  
eventueel nieuw geld

Voorleggen finale plan aan betrokken  
stakeholders, rekening houdend met...

... *procedurele regels WHOA*  
... *‘best interest of creditors’-test*  
... *‘absolute priority rule’*  
... *‘cash out’-optie*

# Waarderings concepten – ”valuation is an art, not a science”

## Liquidatiewaarde

*De meest waarschijnlijke opbrengst welke gerealiseerd wordt uit de activiteiten en/of activa van de onderneming bij een faillissement*

Dit kan een combinatie zijn van:

- Veiling van activa
- (Gedeeltelijke) verkoop van bedrijfsactiviteiten in een ‘distress’ omgeving
- Kosten/opbrengsten uitwinning

## Reorganisatiewaarde

≠ Enterprise value

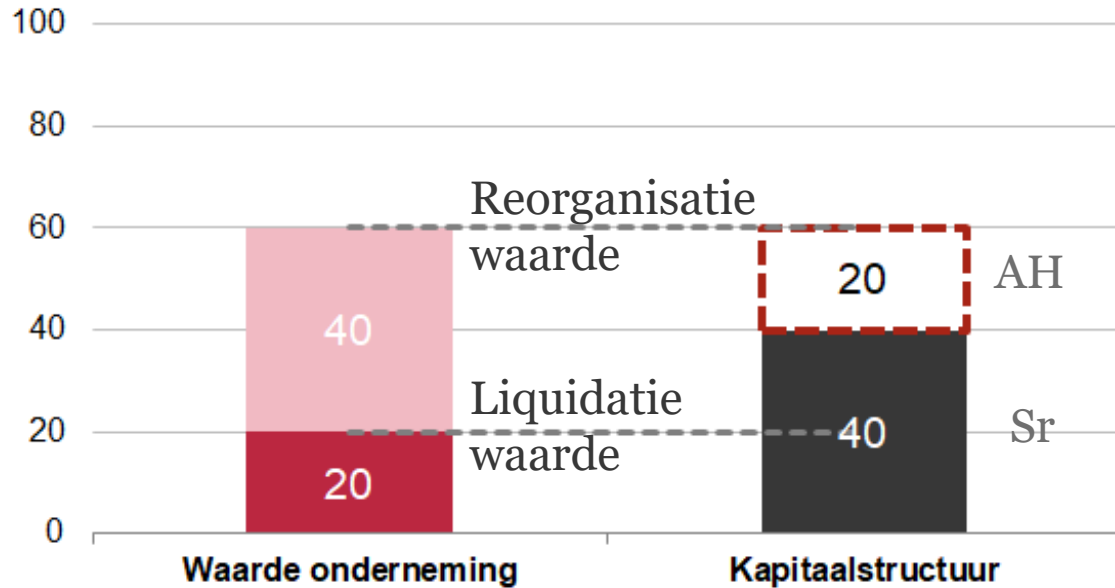
*De verwachte waarde van de onderneming nadat het herstructureringsplan goedgekeurd is en met inachtneming van eventueel nieuw geld dat ingebracht wordt als onderdeel van het plan*

Methoden om waarde te berekenen (niet uitputtend!):

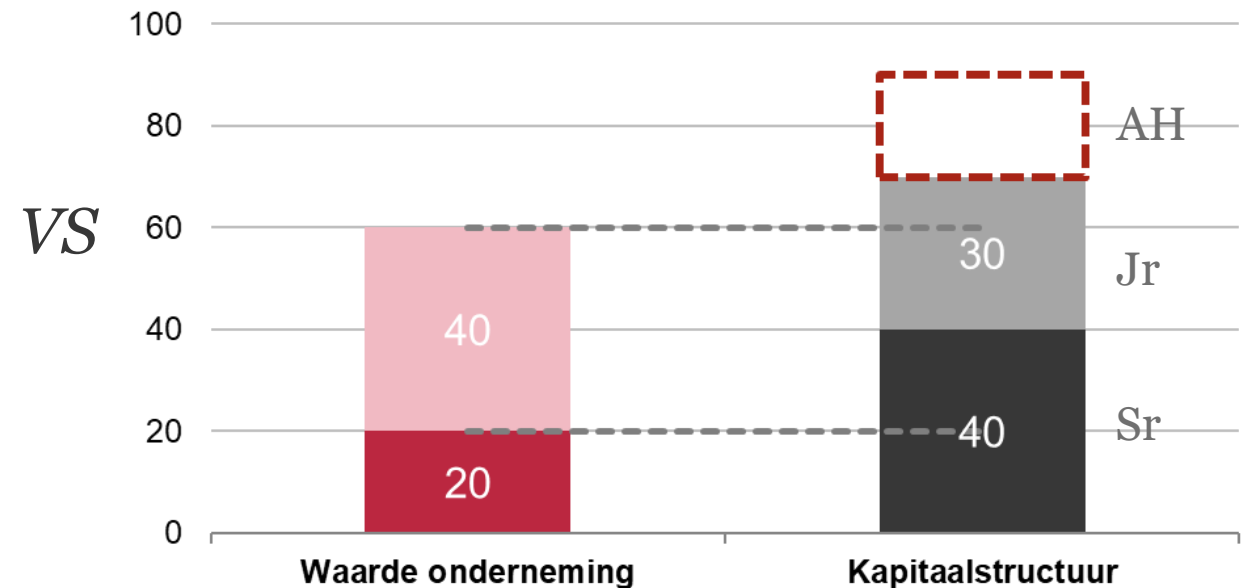
- ‘Discounted cash flow’-methode
- Markt gebaseerde methode (bijv. multiple-analyse)
- Combinatie van methoden

# Belangrijke uitgangspunten

## In-the-money



## Out-of-the-money



VS

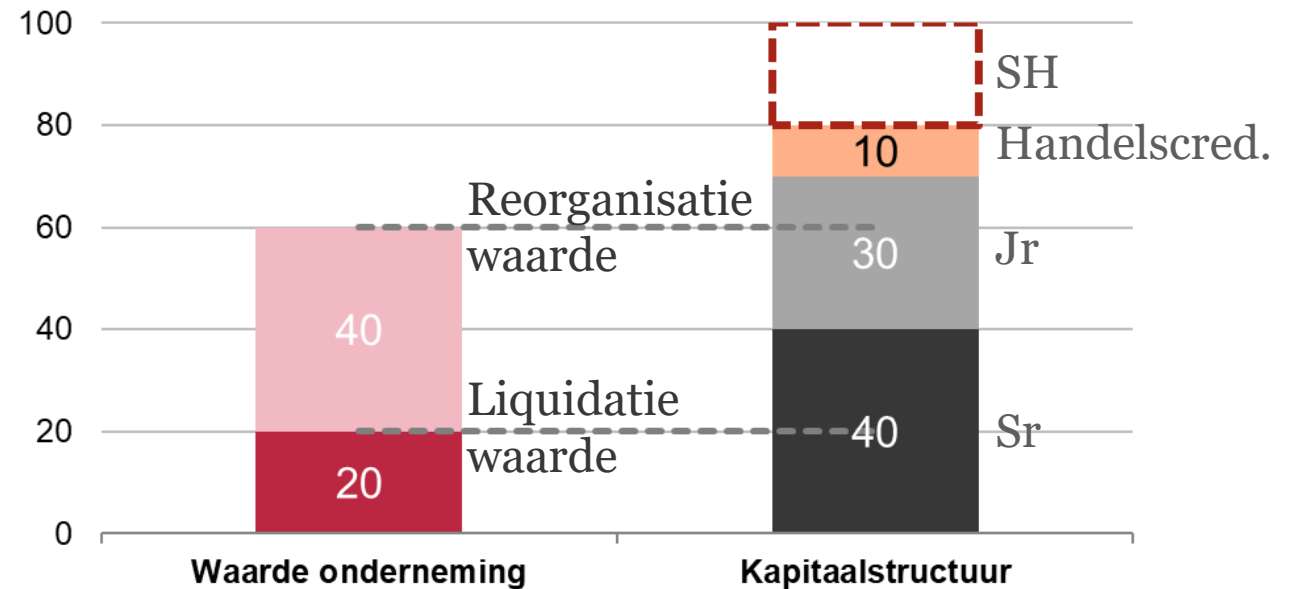
# Debiteur moet rekening houden met de economische positie van partijen → waarborg tegen misbruik

Liquidatie- en reorganisatiewaarde zijn de basis van de waarborgen

Altijd: 'Best-interest-of-creditors'

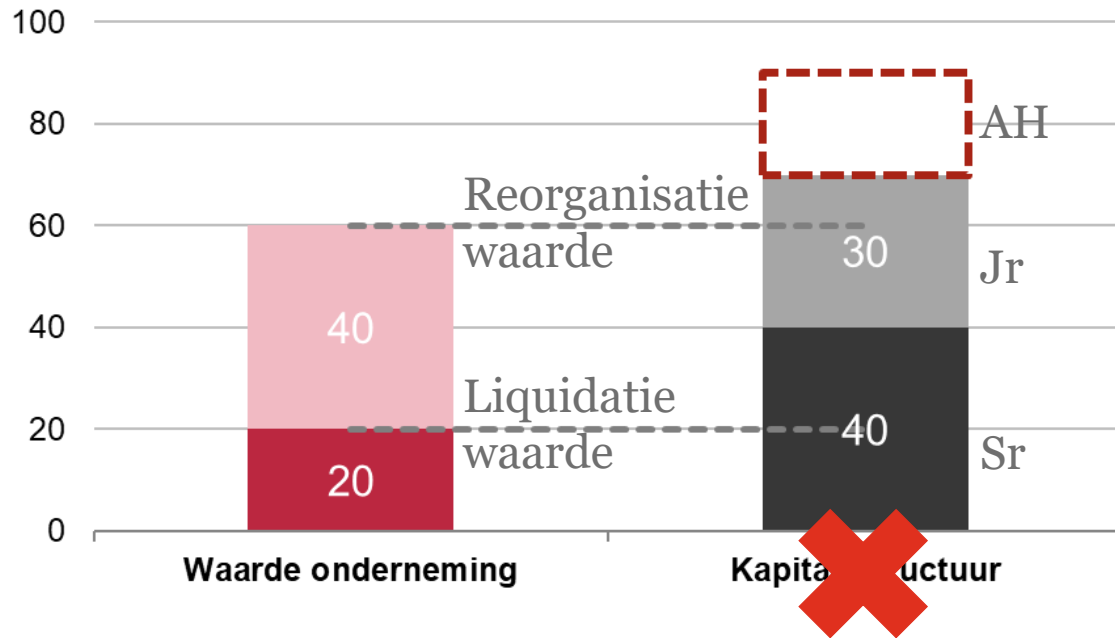
Wanneer er een 'cross-class cram-down' is: 'Absolute priority rule'

'Cash out'-optie

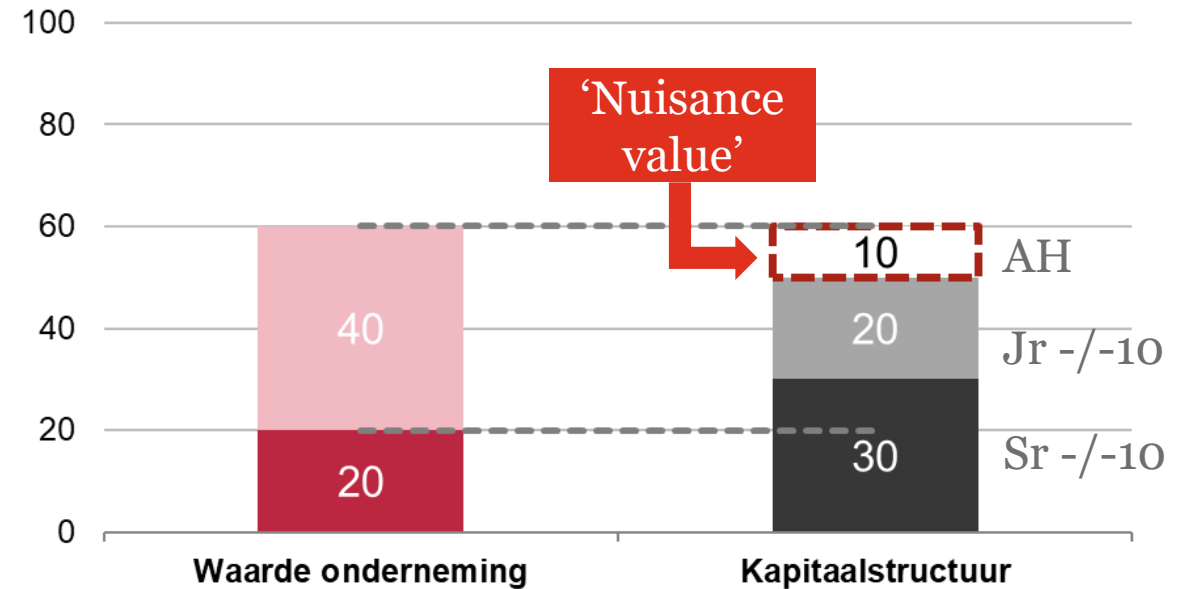


# Verdeling van de reorganisatiewaarde vandaag de dag

## Onhoudbare kapitaalstructuur

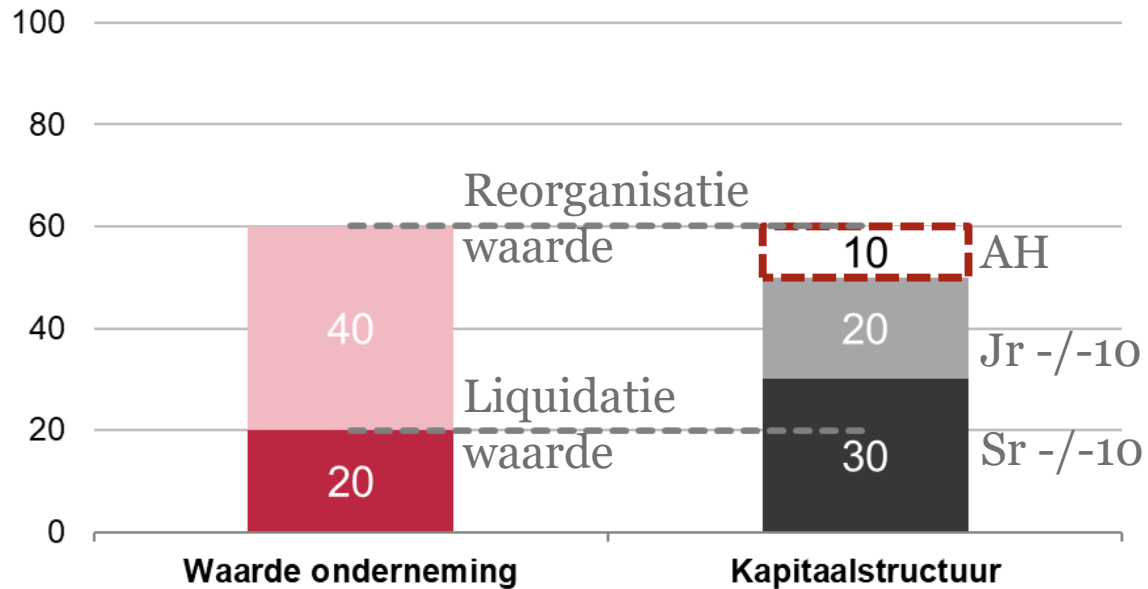


## Zonder de WHOA



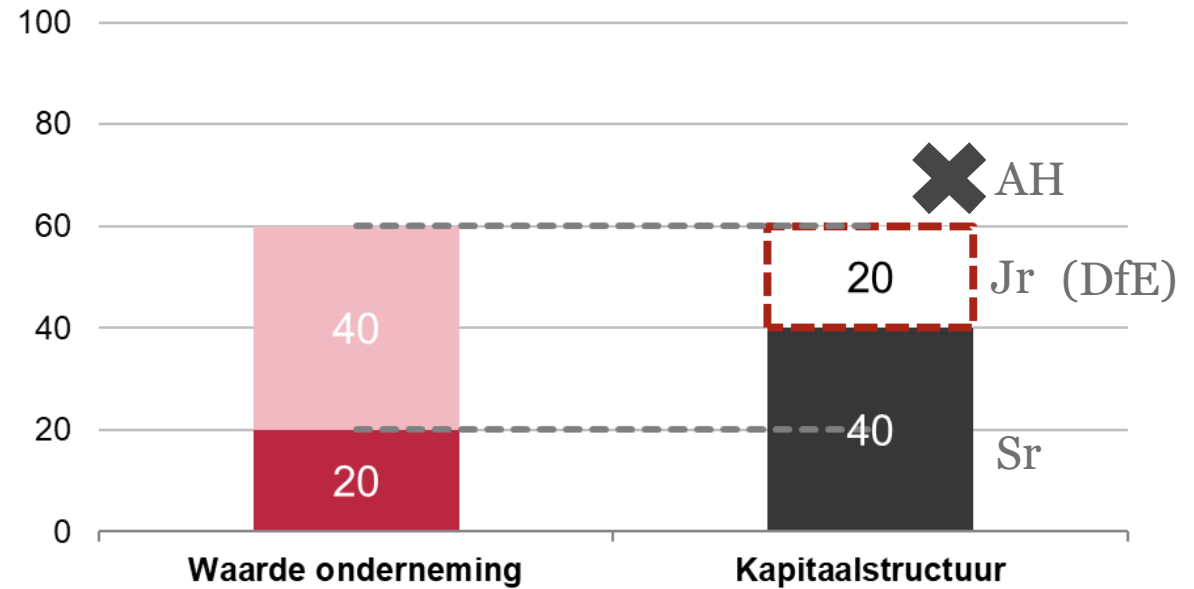
# Verdeling van de reorganisatiewaarde met de WHOA

## Zonder de WHOA



VS

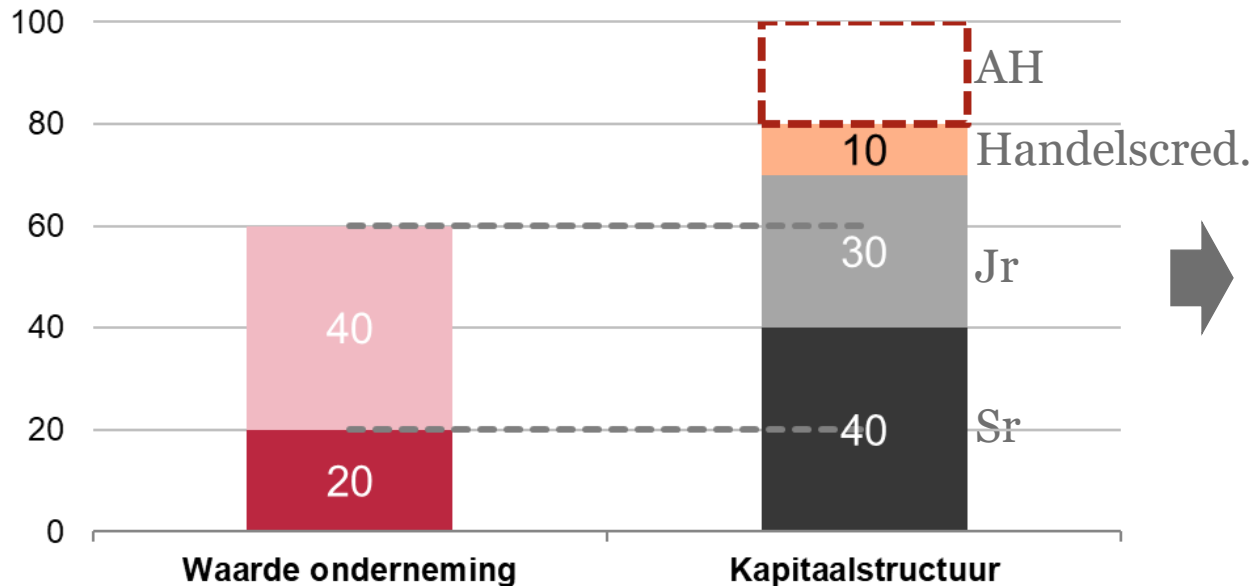
## Met de WHOA



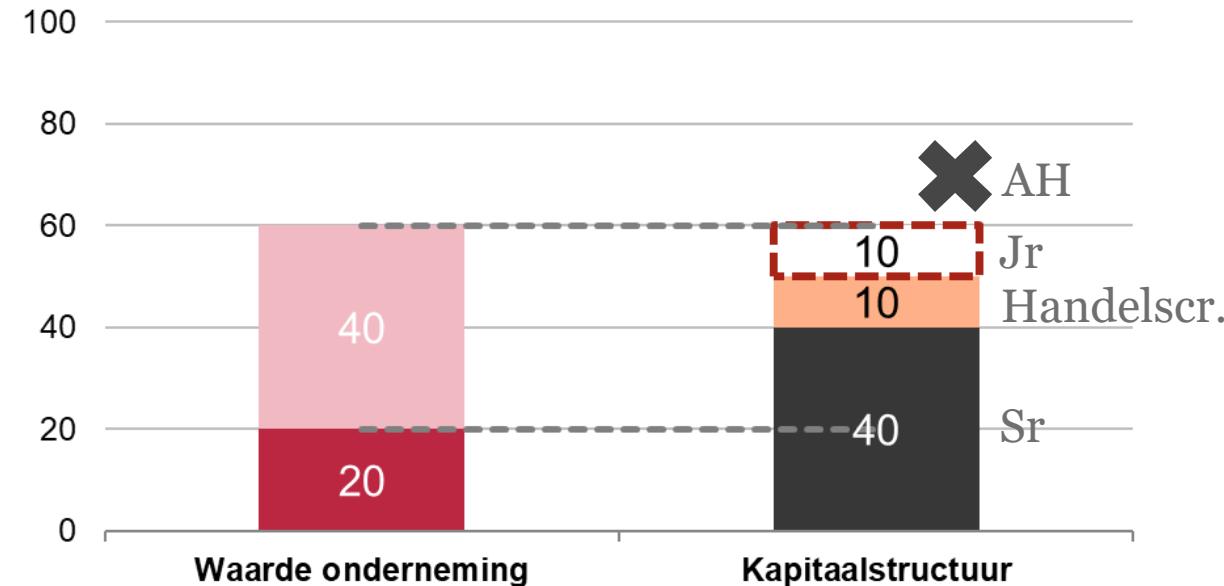


# Er is veel flexibiliteit om de reorganisatiewaarde te verdelen

## Onhoudbare kapitaalstructuur



## Herstructurering met enkel AH en Jr



Maar hoe zit het dan met de 'absolute priority rule'?

[pwc.com](https://www.pwc.com)

© 2019 PwC. All rights reserved. Not for further distribution without the permission of PwC. “PwC” refers to the network of member firms of PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL), or, as the context requires, individual member firms of the PwC network. Each member firm is a separate legal entity and does not act as agent of PwCIL or any other member firm. PwCIL does not provide any services to clients. PwCIL is not responsible or liable for the acts or omissions of any of its member firms nor can it control the exercise of their professional judgment or bind them in any way. No member firm is responsible or liable for the acts or omissions of any other member firm nor can it control the exercise of another member firm’s professional judgment or bind another member firm or PwCIL in any way.