

Hermes Advisory B.V.  
Postbus 192  
1250 AD Laren  
info@hermes-advisory.com  
www.hermes-advisory.com

Rapportage ten behoeve van voorgenomen schuldakkoord  
**MVV Maastricht B.V**  
door:  
Drs. P.C. van Prooijen RV- Partner Hermes Advisory  
12 mei 2024

CONCEPT

Dit document is opgesteld door [Hermes Advisory B.V.](#) Dit document is vertrouwelijk en uitsluitend bedoeld voor het schuldakkoord traject inzake MVV Maastricht B.V.. Niets uit dit document mag zonder uitdrukkelijke voorafgaande toestemming worden gekopieerd en/of aan derden worden verstrekt. Hermes Advisory B.V. aanvaardt geen enkele verantwoordelijkheid of aansprakelijkheid jegens derden aan wie dit document kenbaar wordt gemaakt of anderszins ter beschikking wordt gesteld.

<b>1</b>	<b>Inleiding</b> .....	<b>3</b>
1.1	Achtergrond rapportage .....	3
1.2	Achtergrond Deskundige .....	4
1.3	Doel van de opdracht.....	4
1.4	Aard en reikwijdte van de opdracht .....	5
1.5	Structuur van het rapport .....	5
1.6	Verstreckte en gebruikte informatie .....	6
<b>2</b>	<b>Waarderingsmethodologie</b> .....	<b>6</b>
2.1	Waardedefinitie in een WHOA procedure .....	6
2.2	Waarderingsdatum.....	8
2.3	Waarderingsmethodieken .....	8
<b>3</b>	<b>Context waarbinnen de Onderneming opereert</b> .....	<b>10</b>
3.1	Achtergrond MVV Maastricht .....	10
3.2	Juridische context .....	11
3.3	Fiscale context .....	12
3.4	Belanghebbenden bij een schuldakkoord .....	14
3.5	Historische financiële performance van MVV Maastricht.....	15
3.6	Gemotiveerde verklaring van management over het ontstaan van financiële problemen .....	17
3.7	Verwachte geldstroom zonder akkoord .....	18
<b>4</b>	<b>Uitkering bij hypothetisch faillissement situatie</b> .....	<b>21</b>
4.1	Overzicht van de verwachte uitwinning van de activa.....	21
<b>5</b>	<b>Waarde van de activiteiten</b> .....	<b>24</b>
5.1	Verwachte geldstroom met een schuldakkoord.....	25
<b>6</b>	<b>Voorgenomen Schuldakkoord</b> .....	<b>27</b>
6.1	Uitgangspunten van het schuldakkoord .....	27
6.2	Klassenindeling.....	29
<b>7</b>	<b>Conclusie</b> .....	<b>30</b>
	<b>Bijlage Overzicht schuldeisers WHOA WorkFlow Systems</b> .....	<b>31</b>
	<b>Bijlage Financiële overzichten</b> .....	<b>33</b>
	<b>Bijlage Disconteringsvoet</b> .....	<b>34</b>

# 1 INLEIDING

---

## 1.1 ACHTERGROND RAPPORTAGE

1. MVV Maastricht B.V. (hierna ook wel te noemen “de Onderneming” danwel “MVV Maastricht”) is een onderneming die zich bezig houdt met de commerciële exploitatie van het voetbal onder de naam MVV Maastricht.
2. De problematische schulden van MVV Maastricht zijn kort gezegd door de Corona crisis en verschillende lockdowns ontstaan. In de Corona periode waren toeschouwers niet welkom in de voetbalstadions in Nederland. Dit leidde tot verminderde recettes en inkomsten uit de horeca activiteiten op wedstrijddagen. Een (belangrijk) deel van de sponsorinkomsten zijn komen te vervallen omdat de sponsors de wedstrijden niet mochten bijwonen.
3. MVV Maastricht heeft in het 3<sup>e</sup> kwartaal van 2023 een koopovereenkomst met een Amerikaanse investeerder afgesloten. 24 aandelen waren op dat moment al in handen van een andere Amerikaanse investeerder. De koopovereenkomst van het 3<sup>e</sup> kwartaal van 2023 omvatte de koop van de meerderheid van de aandelen die op dat moment in handen was van Stichting MVV Maastricht 2018. De Amerikaanse investeerder zou aanzienlijke bedragen investeren in MVV. Met deze investering konden alle achterstanden betaald worden en kon er in bredere zin in de toekomst van MVV geïnvesteerd worden. Het proces van de wijziging van zeggenschap binnen MVV en de daarvoor benodigde toestemming van de KNVB, is met de Amerikaanse investeerder opgestart. Medio maart 2024 haakte de beoogd Amerikaanse investeerder echter onverwacht af vanwege problemen bij een van diens aandeelhouders en zijn financiële beperking daardoor. MVV Maastricht werd toen geconfronteerd met een acuut probleem. Dit is voor haar de aanleiding geweest voor het opstarten van het WHOA-traject.
4. In de kern is MVV Maastricht vooralsnog en zonder wijzigingen en investeringen in haar bedrijfsstructuur geen levensvatbare onderneming maar, onder de voorwaarde dat het schuldakkoord tot stand komt, geniet zij financiële steun vanuit een grote groep van nieuw toe te treden aandeelhouders uit de regio Maastricht. Deze financiële steun is essentieel voor de levensvatbaarheid voor de onderneming. Met deze steun is MVV Maastricht wel een levensvatbare onderneming. MVV Maastricht wenst een schuldakkoord uit te voeren om tot een voor haar draaglijke schuldenlast te komen.
5. In deze rapportage wordt onderbouwing en uitleg gegeven over:
  - I. de geldstroom prognose als het schuldakkoord wel en niet tot stand komt;
  - II. de verwachte uitkering aan de belanghebbenden bij een hypothetisch faillissement;
  - III. de waarde die behouden blijft als het schuldakkoord tot stand komt;
  - IV. de uitkering aan de belanghebbenden als het schuldakkoord tot stand komt;
  - V. de wijze waarop MVV Maastricht mogelijk wordt gefinancierd als het akkoord tot stand komt;
  - VI. de levensvatbaarheid van de activiteiten van MVV Maastricht gegeven de nieuwe kapitaalstructuur.

Zowel binnen als buiten de rechtbank voor nadere toelichting bereid,

Hermes Advisory B.V.  
Drs. Pieter Christiaan van Prooijen RV

## 1.2 ACHTERGROND DESKUNDIGE

6. Ik, Pieter Christiaan van Prooijen, word regelmatig door de rechterlijke macht of door partijen als (gerechtelijk) deskundige gevraagd te ondersteunen in procedures waar de waarde van een object centraal staat.
7. Ik verzorg tezamen met het team van Hermes Advisory B.V. (hierna te noemen: Hermes Advisory) economische en statistische analyses en deskundigenberichten ter ondersteuning van nationale en internationale (gerechtelijke of buitengerechtelijke) procedures. Daarnaast geef ik over diverse onderwerpen binnen mijn deskundigheid les aan advocaten (zoals: “Waarderen bij Geschillen”, “Onderhandelen bij Financiële Herstructureringen”, “Waarderen van Intellectueel Eigendom”).
8. Ik heb 20 jaar corporate finance/ investment banking ervaring opgedaan bij PwC (Business Recovery Services /Corporate Finance), Fortis Bank (Global Acquisition and Leveraged Finance), ABN Amro Bank (Financial Restructuring) en Hermes Advisory ((inter)nationale disputen en herstructureringen).
9. Ik heb naast mijn universitaire studie bedrijfseconomie de postdoctorale studies Forensische Accountancy van NIVRA/Nyenrode en de Universiteit Leiden, Business Valuation aan de RSM Erasmus Universiteit en het Certificate Patent Value Analyst programma (CPVA) met goed gevolg afgerond. Ik ben ingeschreven als Register Valuator bij het Nederlandse Instituut voor Register Valuators (NIRV).
10. Met ondersteuning van het ministerie van Economische Zaken en Milieu is de cloud applicatie [WHOA WorkFlow Systems](#) ontwikkeld. Deze cloud applicatie biedt ondersteuning bij het structureren, documenteren en communiceren van schuldakkoorden naar belanghebbenden.
11. Een Register Valuator opgenomen in het register van het Nederlands Instituut voor Register Valuators (NIRV) dient te handelen naar de maatstaven van de gedrags- en beroepsregels die door de Stichting Gedrags- en Beroepsregels Business Valuation zijn uitgevaardigd. De Stichting Gedrags- en Beroepsregels Business Valuation ziet toe op de naleving van deze regels en kent een klachtenregeling en tuchtrechtspraak.
12. Ik handel in deze kwestie als partijdeskundige en mijn honorering bestaat enkel uit de vergoeding per uur maal de gepresteerde urenbesteding.

## 1.3 DOEL VAN DE OPDRACHT

13. Het doel van de opdracht is om ondersteuning en onderbouwing te geven bij het voorgenomen schuldsaneringstraject.
14. Hiertoe zal onderbouwing worden gegeven over :
  - a) de verwachte onvermijdelijke staat van insolventie;
  - b) problemen en maatregelen die MVV Maastricht heeft ondernomen om deze problemen te ondervangen;
  - c) beschrijving van de juridische context waar binnen de MVV Maastricht opereert;
  - d) overzicht van de bij het schuldakkoord betrokken belanghebbenden;
  - e) benaderde uitkering die de schuldeisers bij een hypothetisch faillissement van MVV Maastricht zouden ontvangen;
  - f) de waarde die behouden blijft als het schuldakkoord tot stand komt;
  - g) voorgenomen schuldakkoord en uitkering aan betrokken belanghebbenden;
  - h) de kapitaalstructuur na het schuldakkoord;
  - i) de levensvatbaarheid van MVV Maastricht gegeven de nieuwe kapitaalstructuur.



#### 1.4 AARD EN REIKWIJDTE VAN DE OPDRACHT

15. Alhoewel ik dit rapport als deskundige voor MVV Maastricht heb opgesteld, is dit rapport op objectieve en onafhankelijke wijze tot stand gekomen. Dit rapport is enkel en alleen ten behoeve van de standpuntbepaling van Opdrachtgevers tot stand gekomen.
16. Het rapport met betrekking tot deze opdracht is bedoeld voor een beperkte kring van gebruikers, te weten het bestuur van MVV Maastricht, de belanghebbenden van deze vennootschap, en hun (juridische) adviseurs. Dit rapport dient enkel ter ondersteuning in de voorgenomen schuldakkoord en mag bij een eventuele procedure worden ingebracht en aan alle bij het schuldakkoord traject betrokken belanghebbenden worden verstrekt. Het is niet toegestaan het rapport zonder schriftelijke toestemming van Hermes Advisory vooraf buiten de bovengenoemde kring van gebruikers te verspreiden of te gebruiken.
17. Het rapport is als concept aan het bestuur van MVV Maastricht voorgelegd die bevestiging hebben gegeven de uitgangssituatie overeenstemt met wat hen bekend is. Zij hebben akkoord gegeven om het rapport in deze concept vorm voor te leggen aan de schuldeisers. Eventuele opmerkingen van belanghebbenden op dit concept worden in de finale versie opgenomen en waar noodzakelijk worden de daartoe strekkende aanpassingen uitgevoerd.
18. Het rapport vormt samen met de bijlagen een integraal geheel en mag niet in afzonderlijke delen worden gesplitst. De resultaten van de analyse, zoals uitgevoerd, kunnen slechts bij integraal gebruik van het rapport tot een juiste oordeelsvorming leiden omtrent de waarde van de activiteiten van de Onderneming. Het moet voor de lezer duidelijk zijn dat de in dit rapport, gehanteerde aannames bij een andere invulling daarvan, kunnen leiden tot een andere waarde dan opgenomen in dit waarderingsrapport.
19. Opsteller(s) van het rapport en Hermes Advisory aanvaarden geen enkele verantwoordelijkheid of aansprakelijkheid jegens derden aan wie dit rapport kenbaar is of zal worden gemaakt of anderszins ter beschikking is of zal worden gesteld. Deze opdracht wordt uitgevoerd op basis van de aan Hermes Advisory verstrekte informatie. De gehanteerde informatiebronnen zijn in de bijlage weergegeven. Deze informatie is geanalyseerd. Er is getracht een zo getrouw mogelijk beeld te schetsen van de situatie zoals deze zich heeft voorgedaan. Echter, binnen de reikwijdte van deze opdracht vallen niet de werkzaamheden met het karakter van een due diligence, noch accounting, fiscale of juridische advisering. Het conceptrapport is aan het management voorgelegd en na verwerking van het commentaar is het rapport in finale vorm opgesteld.
20. Deze opdracht is niet uitgevoerd door een registeraccountant. De aard van de werkzaamheden in deze opdracht houdt in dat géén accountantscontrole in de zin van artikel 2:393 BW is uitgevoerd ten aanzien van de verstrekte informatie. Derhalve kan geen zekerheid worden verstrekt omtrent de getrouwheid en volledigheid van de verstrekte en in deze opdracht gebruikte informatie. Evenmin is een beoordelings- of aan een controle verwante opdracht uitgevoerd. Er wordt geen oordeel of zekerheid gevraagd of verwacht zoals bedoeld bij een zogenaamde 'assurance-opdracht'.
21. Het rapport is in de maanden april en mei 2024 tot stand gekomen en omschrijft de verwachte liquidatiewaarde per 31 maart 2024 en de uitkering die de belanghebbenden zullen krijgen als zij zullen instemmen met het schuldakkoord.

#### 1.5 STRUCTUUR VAN HET RAPPORT

22. In hoofdstuk 2 wordt achtergrond van het voorgenomen schuldakkoord weergegeven. In hoofdstuk 3 wordt de context waarbinnen de Onderneming opereert gegeven en de geldstroomprognose wanneer er geen schuldakkoord plaatsvindt. In hoofdstuk 4 wordt benaderd welke uitkering de belanghebbenden zouden ontvangen als de Onderneming per peildatum faillissement zou zijn gegaan. In hoofdstuk 5 wordt de geldstroomprognose gegeven wanneer er wel een schuldakkoord plaatsvindt. In hoofdstuk 6 wordt weergegeven wat de uitkering is die de belanghebbenden zullen ontvangen zal zij met het schuldakkoord instemmen.

## 1.6 VERSTREKTE EN GEBRUIKTE INFORMATIE

23. Voor de totstandkoming van dit rapport is gebruik gemaakt van navolgende informatie:

- transfermarkt waarde spelers.png
- 1000309-2020-Jaarrapport incl. verklaring.pdf
- 2024.4.11\_rapport\_MVV Maastricht BV\_LQW.pdf
- Meerjaren begroting 24 - 27 tbv Hermes.xlsx
- MVV - Begroting 2024-2025 V2.xlsx
- Rapportage 31-03-2024.pdf
- 20221031 - Def Jrrk 2021-2022 MVV Maastricht incl verklaring - getekend LP.pdf
- 20231031 Def. JRRK 2022-2023 MVV Maastricht B.V. incl verklaring.pdf
- Verwachte geldstromen apr-jun 2024 WHOA (Hermes).xlsx
- Belastingdienst - bevestiging betaalpauze en aanpassing betalingsregeling 28-03-2023.pdf
- UWV - bevestiging betalingsregeling NOW 4 (6e periode).pdf
- MVV Openstaande posten debiteuren op 31-03-2024.xlsb
- 2024.4.11\_rapport A\_MVV Maastricht BV\_LQW.pdf

## 2 WAARDERINGSMETHODOLOGIE

### 2.1 Waardedefinitie in een WHOA procedure

24. De opdracht ziet erop dat de waardering van de Onderneming wordt opgesteld in de context van een voorgenomen WHOA Schuldakkoord procedure. In dergelijk procedures dient inzage te worden verstrekt in de liquidatiewaarde en de reorganisatiewaarde van de Onderneming.<sup>1</sup>

#### *Liquidatiewaarde*

25. In een faillissementsscenario bestaat doorgaans tijdsdruk om een doorstart te realiseren, waarbij een periode van vier tot zes weken<sup>2</sup> de maximale periode voor een curator is om een doorstart (*going concern*) te bewerkstelligen. Dit zal een prijsdrukkend effect hebben op de waarde die gerealiseerd kan worden uit de verkoop van de activa en goodwill die aanwezig zijn binnen de Onderneming.

In ieder faillissementsscenario wordt gezocht naar waardemaximalisatie. De maximale waarde kan worden gerealiseerd door het verkopen van de activiteiten als geheel ("*value as going concern*"). Als dit niet mogelijk is of een te lage prijs wordt geboden op de activiteiten wordt doorgaans overgegaan tot het verkopen van de individuele activa ("*value on a piecemeal basis*"), waarbij de aftrek van eventuele transactie- dan wel afwikkelingskosten in ogenschouw moet worden genomen. Bij de verkoop van de individuele activa valt nog een onderscheid te maken tussen een gedwongen liquidatiewaarde ("*value as a forced liquidation*") die doorgaans lager zal zijn dan de ongedwongen liquidatiewaarde ("*value as an orderly disposition*")<sup>3</sup>. Het is aannemelijk dat de opbrengsten van een niet-gedwongen verkoop hoger zullen zijn dan wanneer beperkte tijd beschikbaar is om de activa te verkopen.<sup>4</sup>

26. In casu wordt verondersteld dat de activiteiten van MVV Maastricht niet via een doorstart kunnen worden gecontinueerd. Dat hangt samen met het feit dat de voor het betaald voetbal benodigde licentie als gevolg van het faillissement door de KNVB wordt ingetrokken<sup>5</sup>. Er wordt vanuit gegaan dat de medewerking van de KNVB inzake het verstrekken van een nieuwe licentie aan de doorstartende entiteit niet wordt verleend. Daarnaast wordt er rekenschap gegeven van het feit dat alle onder contract staande voetballers en leden

<sup>1</sup> Artikel 384 lid 4 onderdeel a Fw

<sup>2</sup> Mede in verband met de opzegtermijn van arbeidsovereenkomsten o.g.v. art. 40 Fw.

<sup>3</sup> S.P. Pratt "Financial Valuation applications and models" James R. Hitchner of "Valuing a Business, the analysis and appraisal of closely held companies"

<sup>4</sup> Mr. K.C. Mensink, Mr M.M. Dellebeke en Drs. P.C. van Prooijen RV "Liquidatieakkoorden onder de WHOA"

<sup>5</sup> Zie hiertoe : "Richtlijn waarborgen onafhankelijkheid en continuïteit licentiehouden" van de KNVB

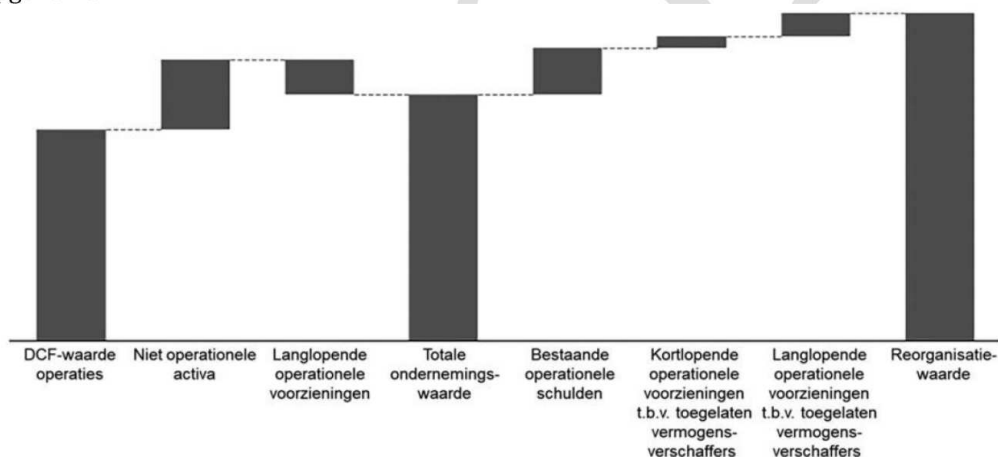
van de begeleiding staf zullen worden ontslagen door de curator. Zij zijn alsdan vrij om – transfervrij - een contract aan te gaan met andere betaald voetbal organisaties. Het ligt in de rede dat de voetballers van deze mogelijkheid gebruik maken, aangezien zij zelf bij een transfervrije overstap een betere onderhandelingspositie hebben, hetgeen zal resulteren in een hogere gage dan wanneer er een transfersom door de overnemen club verschuldigd zal zijn. Van een door de curator te ontvangen goodwill zal derhalve ook geen sprake zijn.

27. De benadering zal zodoende zijn om een piecemeal benadering waarbij de individuele activa van de Onderneming onder tijdsdruk gedwongen worden verkocht (“value as a forced liquidation”) te hanteren. Taxatiebureau NTAB is ingeschakeld om een benadering te geven van de mogelijk opbrengsten van de bezittingen als deze gedwongen worden verkocht en bij onderhandse verkoopwaarde.

Hoofdstuk 4 geeft een onderbouwing van de verwachte uitkering aan de belanghebbenden in geval van een hypothetisch faillissement.

#### *Reorganisatiewaarde*

28. De reorganisatiewaarde van de Onderneming wordt benaderd door de waarde van de activiteiten van de Onderneming te benaderen aan de hand van de contante waarde van de toekomstige kasstromen (met correcties voor niet-operationele activa en langlopende operationele voorzieningen) en deze vervolgens te corrigeren naar gelang operationele schuldeisers en schuldeisers van wie de kortlopende en langlopende operationele voorzieningen in het WHOA akkoord worden getroffen, in het akkoord worden betrokken (d.w.z. gesaneerd worden).<sup>6</sup> Ter illustratie is (enkel als voorbeeld) onderstaand schematisch verloop van de ondernemingswaarde naar de reorganisatiewaarde uit het artikel van S.W. van den Berg opgenomen.



*Figuur 1 Opbouw Reorganisatiewaarde*

29. Bij een waarderingsoopdracht is het van belang om de uitgangspunten voor de waardering van het object en de definitie van “waarde” te formuleren. In de literatuur worden de navolgende waardedefinities onderkend (niet limitatief):

- Liquidatiewaarde (gedwongen verkoopwaarde)
- Liquidatiewaarde (ongedwongen verkoopwaarde)
- Fair (market) value going concern (waarde in het economisch verkeer)
- Investment value (strategische waarde)

30. Voor het bepalen van de reorganisatiewaarde dient te worden bepaald wat voor de Onderneming een duurzame kapitaalstructuur is en in welke mate de Onderneming van additioneel kapitaal moet worden voorzien om die kapitaalstructuur te bewerkstelligen en zodoende het akkoord te financieren. Bij het

<sup>6</sup> De reorganisatiewaarde onder de WHOA door S.W. van den Berg



bepalen van de reorganisatiewaarde kan onderscheid worden gemaakt tussen de *waarde in het economisch verkeer* en de *strategische waarde*.

31. Aangezien het onbekend is welke strategische voordelen (synergiën) een hypothetische (onbekende) kapitaalverschaffer c.q. koper heeft en of hij deze voordelen in zijn onderhandeling zal betrekken, gaan wij in het kader van de opdracht uit van de definitie van *de waarde in het economische verkeer*. De *waarde in het economische verkeer* wordt omschreven als de prijs die bij een ongedwongen verkoopproces door een hypothetische goed geïnformeerde koper en een welwillende verkoper tot stand zou komen.
32. Hoofdstuk 5 geeft een onderbouwing van de omvang en samenstelling van de reorganisatiewaarde.

## 2.2 Waarderingsdatum

33. Een waardering wordt op een waarderingsmoment uitgevoerd waarbij de situatie en positie van het waarderingsobject (de Onderneming) van belang is. Omstandigheden wijzigen door de tijd en daarmee ook de uitgangspunten voor de waardebeoordeling. In de context van een WHOA schuldakkoord zal men vanwege de (op termijn) onvermijdelijke staat van insolventie van de Onderneming de verwachte uitkering in geval van een hypothetisch faillissement (de liquidatiewaarde) moeten afwegen tegen de waarde die behouden blijft als het WHOA schuldakkoord tot stand komt (de reorganisatiewaarde).
34. Conform de uitspraak van rechtbank Gelderland per 19 oktober 2022<sup>7</sup> dient de waarderingsdatum dicht tegen de datum van het aanbieden van het akkoord aan te liggen. In casu is de waarderingsdatum op **31 maart 2024** gesteld. Deze datum komt overeen met de door de Onderneming gehanteerde fixatiedatum. De door de Onderneming bij de rechtbank Limburg ingediende startverklaring neemt ook 31 maart 2024 als 'datum aanvang' tot uitgangspunt. Het concept rapport is in de maand mei aan de belanghebbenden verstrekt.

*Er zijn geen omstandigheden bekend dat de in het rapport opgenomen prognose en disconteringsvoet materieel aan verandering onderhevig zijn waardoor de waarderingsuitkomsten noemenswaardig zouden wijzigen.*

## 2.3 WAARDERINGSMETHODIEKEN

35. In de praktijk worden verschillende methodieken gebruikt om te komen tot een economische waardebeoordeling van een object. In het algemeen gesproken kan bij een economische waardebeoordeling van een object gebruikt worden gemaakt van de navolgende waarderingsmethoden:<sup>8</sup>
  - kostenmethode (herbouwwaarde);
  - relatieve waardemethode (vergelijken van de waarde met andere, vergelijkbare objecten);
  - inkomstenbenaderingmethodiek (prognosticeren en contant maken van toekomstige geldstromen).
36. Voor het waarderen van ondernemingen wordt vaak gebruikt gemaakt van de inkomstenbenaderingmethodiek (*discounted cash flow method*). De inkomstenbenaderingmethodiek stelt dat onzekere toekomstige geldstromen contant moeten worden gemaakt naar het heden door gebruik te maken van een zogenoemde disconteringsvoet.

*“Value today always equals future cash flow discounted at the opportunity cost of capital”<sup>9</sup>*

37. De inkomstenbenadering methodiek impliceert dat:

<sup>7</sup> [Rechtbank Gelderland, ECLI:NL:RBGEL:2022:5945](#).

<sup>8</sup> Zie voor verdere achtergrond over waarderingsmethodieken onder andere S. Pratt “The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies” hoofdstukken 9 tot en met 14

<sup>9</sup> R. A. Brealey and S. C. Myers, “Principles of Corporate Finance”, 7de editie pagina 75

- de toekomstige geldstromen van de Onderneming voor de prognoseperiode contant worden gemaakt en dat deze geldstromen goed zijn in te schatten;
- de Onderneming blijft bestaan (*going concern* gedachte) en dat de Onderneming haar potentie kan realiseren en dat deze potentie resulteert in geldstromen, terwijl wanneer de onderneming failliet gaat deze potentie niet wordt gerealiseerd;
- de geldstromen van de Onderneming na de prognoseperiode continue doorgaan (*continuing value*) – vaak maakt dit element een groot gedeelte uit van de ondernemingswaarde en juist bij ondernemingen in nood is het de vraag of deze aanname realistisch is;
- de geldstromen van de Onderneming na de prognoseperiode in lijn met de inflatie doorgroeien – deze situatie zal zich bij ondernemingen in nood niet altijd voordoen (de groeivoet zal dan lager zijn dan de inflatie);
- de Onderneming financiering kan aantrekken indien zij geld nodig heeft – er wordt uitgegaan van het feit dat er geen financieringsbeperkingen zijn en dat kapitaal vrijelijk kan worden verkregen; en
- dat de risicovergoeding voor het contant maken van de toekomstige geldstromen (*cost of capital*) goed is in te schatten.

Aangezien de opdracht zich onder andere uitstrekt tot het benaderen van de reorganisatiewaarde (de waarde die behouden blijft als het WHOA traject succesvol verloopt) is de aanname gerechtvaardigd dat de Onderneming na het akkoord weer financieel gezond is.<sup>10</sup> Hiermee wordt minimaal voldaan aan bovengenoemde de uitgangspunten van de inkomstenbenaderingmethodiek.

38. Bij de uitvoering van de opdracht hebben wij derhalve gebruik gemaakt van de inkomstenbenaderingmethodiek waarbij de verwachte toekomstige geldstromen, mede uitgaande van de veronderstellingen waaronder het WHOA Schuldakkoord tot stand komt, worden geprognosticeerd en vervolgens contant worden gemaakt tot de waardingsdatum met een daarbij behorende disconteringsvoet.
39. Voor het mogelijk maken van het schuldakkoord zullen uiteindelijk de aandeelhouders financiering beschikbaar stellen. Het akkoordbedrag is zodoende gelimiteerd aan de welwillendheid van de aandeelhouders om financiële ondersteuning te bieden.
40. Het totale akkoordbedrag is hoger dan de geschatte liquidatiewaarde van de bezittingen in geval van faillissement en de theoretische waarde van de activiteiten.
41. De Onderneming heeft sinds het deponeren van de startverklaring aan haar lopende verplichtingen voldaan.

---

<sup>10</sup> Zie hiertoe *Memorie van Toelichting Kamerstukken II, 2018-2019, 35 249, nr. 3, pagina 5.*

### 3 CONTEXT WAARBINNEN DE ONDERNEMING OPEREERT

---

#### 3.1 ACHTERGROND MVV MAASTRICHT

42. De onderneming MVV Maastricht. voert de exploitatie van de voetbalclub uit Maastricht. Sinds het seizoen 1961/1962 vormt Stadion De Geusselt de thuisbasis voor MVV. Vanaf 1954 speelt MVV betaald voetbal en zij komt in het seizoen 2023/2024 uit in de Keuken Kampioen Divisie, het tweede (professionele) niveau in Nederland.
43. MVV Maastricht heeft net zoals veel andere voetbalclubs en bedrijven te maken met de gevolgen en de naweën van de Corona-periode. Het seizoen 2022/2023 was voor het eerst weer een normaal jaar na de Corona-periode. Het was ook het seizoen waar – in overleg met de Amerikaanse investeerder – het Visie-document (onderschreven door AvA, RvC en de directie) in gang werd gezet. Dit leidde tot meer kosten en investeringen in spelers maar ook vooral in de MVV Academy (jeugdopleiding), waar de lasten duidelijk voor de baten gaan. Dit alles om het ambitieniveau van MVV Maastricht op te schroeven. De komst van de nieuwe Amerikaanse investeerder (in 2022 waren al 24 aandelen in bezit van een andere Amerikaanse aandeelhouder en in 3<sup>e</sup> kwartaal de koopovereenkomst met de nieuwe grootaandeelhouder) ondersteunde en stimuleerde deze ambitie.
44. Voor aanvang van de Corona-periode had MVV Maastricht een positief eigen vermogen van rond de 400.000 euro en een sluitende jaarrekening, waarbij de financiën nog eens extra versterkt werden door enkele goede speler-transfers. De Coronaseizoenen vertroebelden vervolgens niet alleen de cijfers (schulden werden uitgesteld/mochten op een later moment worden terugbetaald), maar de Coronacompensatieregelingen waren zwaar onvoldoende om de kosten af te dekken. Hierdoor ontstonden de eerste grote verliezen.
45. Het slechte Corona-jaar in het seizoen 2021/2022 leidde tot een negatief eigen vermogen waarbij de liquiditeit nog positief was. Er werd nagenoeg niets geïnvesteerd en de schulden liepen terug. De totale schulden (lang en kortlopend) liepen aan het einde van het seizoen 2021/2022 met ongeveer €200.000 op (€1.933.000 versus €1.736.000), doordat voor de uitgestelde Corona-belastingsschulden en de terug te betalen NOW-subsidies langere betalingstermijnen golden. Op de balans aan het einde van het seizoen 2022/2023 zien we hetzelfde beeld: de investeringen in activa nemen af (van €1.407.000 naar €1.220.000), de liquiditeit blijft positief en het negatieve eigen vermogen neemt toe van €526.000 naar €898.000. De schulden nemen toe met ongeveer €200.000 doordat huurschulden aan de gemeente Maastricht als gevolg van enkele door de gemeente Maastricht gepleegde investeringen in het gehuurde stadion toegenomen zijn.

#### Compensatie

46. Na de Coronaperiode zijn seizoenkaarthouders het eerste seizoen gecompenseerd door twee gratis wedstrijden en korting op de nieuwe seizoenkaarten te verstrekken. Dat verlaagde de inkomsten maar, zo was de redenering, konden supporters de weg naar het stadion weer vinden. Net als in de cultuursector moet achteraf geconstateerd worden dat bij MVV Maastricht, ondanks de genoemde prijsreductie, de bezoekersaantallen zich niet meteen volledig herstelden tot het pre-Corona tijdperk.
47. De financiële administratie werd in die periode uitbesteed en dus geprofessionaliseerd. Met behulp van deze externe (controller en administratieve ondersteuning) is het inzicht in de geldstromen verbeterd waardoor ook verbeterstappen in de bedrijfsvoering in gang konden worden gezet. Een eerste resultaat van deze professionalisering was dat na 10 jaar van oordeelsonthouding door de accountant de jaarrekening 2022-2023 een goedkeurende accountantsverklaring kreeg. Ook het contractbeheer en -beleid is verbeterd zodat spelers die nog onder contract staan, niet zonder compensatie de deur uitlopen.

#### Regulier seizoen

48. Het seizoen 2022/2023 was dus voor het eerst weer een normaal jaar na de Coronaperiode. Een seizoen met hogere wedstrijd- en trainingskosten. Verder waren er kosten in verband met de overgang van Masita



naar Nike, met name in kleding voor de MVV Academy. Een verdere slag richting professionalisering werd er gemaakt richting de spelersgroep: extra coaching, begeleiding, maaltijden maar ook het hogere spelersbudget. Daarnaast zijn door verplichte verscherpte maatregelen van de KNVB de beveiligingskosten enorm opgelopen. Ook de huisvestingskosten stegen: hogere huurkosten stadion en aanverwante ruimten en veel (achterstallig) onderhoud waar MVV Maastricht voor opdraaide. Ook waren de verkoopkosten hoger zoals: hogere Led-boarding kosten (eis KNVB) en professionalisering communicatie stakeholders, supporters en de buitenwereld.

#### **Seizoen 2023-2024**

49. In de periode december 2023 tot en met maart 2024 bleken de opbrengsten tegen te vallen (minder sponsorinkomsten onder ander als gevolg van het ontbreken van commerciële staf en minder wedstrijdbaten als gevolg van minder toeschouwersaantallen). De kosten bleken daarentegen toe te nemen (onder andere vanwege eisen van beveiliging, personeelskosten, eisen KNVB, etc.).
50. Er is een stringent kostenbeleid ontwikkeld. Het spelersbudget is beperkt en enkel de strikt noodzakelijke investeringen worden uitgevoerd. Tijdelijke contracten worden niet verlengd. Daarnaast zijn er acties opgestart om het stadion weer vol te krijgen zodat de wedstrijdbaten weer zouden toenemen. Er is daarnaast gekozen voor een actieve benadering van sponsors.
51. MVV Maastricht heeft in het 3<sup>e</sup> kwartaal van 2023 een koopovereenkomst met een Amerikaanse investeerder afgesloten. 24 van de 100 normale aandelen waren al in handen van een andere Amerikaanse investeerder. De koopovereenkomst in het 3<sup>e</sup> kwartaal van 2023 omvatte de koop van de meerderheid van de aandelen. De Amerikaanse investeerder zou aanzienlijke bedragen investeren in MVV Maastricht. Met deze investering konden alle achterstanden betaald worden en kon er, in brede zin, geïnvesteerd worden in MVV Maastricht. Het proces van de wijziging van zeggenschap binnen MVV Maastricht en de daarvoor benodigde toestemming van de KNVB is met de Amerikaanse investeerder opgestart. Medio maart 2024 haakte de Amerikaanse investeerder onverwacht af vanwege problemen in de relationele sfeer bij een van diens aandeelhouders en een financiële beperking daardoor. MVV werd plots geconfronteerd met een acuut probleem. Dit is voor MVV Maastricht de aanleiding geweest voor het opstarten van het WHOA-traject.

#### **WHOA**

52. MVV zal ondanks de genomen maatregelen om te komen tot een kostenneutrale begroting, niet in staat zijn om aan haar financiële verplichtingen te blijven voldoen. Zodoende verkeert zij op dit moment in een staat van onvermijdelijke insolventie. De schuldenreductie via het WHOA-traject leidt ertoe dat de continuïteit van MVV Maastricht wordt gegarandeerd. De kostenbesparingen zullen direct dan wel op korte termijn kunnen worden geëffectueerd. Het WHOA-traject moet zomer 2024 zijn afgerond.

### **3.2 JURIDISCHE CONTEXT**

53. MVV Maastricht B.V. is een op zichzelf staande onderneming. Het aandelenkapitaal bestaat uit 100 normale aandelen welke worden gehouden door Stichting MVV Maastricht 2018 (76 normale aandelen) en Dutch Soccer Holdings LLC (24 normale aandelen). Daarnaast heeft de Vereniging MVV Maastricht een prioriteitsaandeel.
54. MVV Maastricht heeft een kredietovereenkomst gesloten met de Coöperatieve Rabobank U.A.. Het verleende krediet bestaat uit een krediet in rekening-courant waardoor MVV Maastricht tot overeengekomen hoogte mocht 'rood' staan. Per 31 maart 2024 jongstleden was het saldo op de rekening-courant positief, waardoor de Coöperatieve Rabobank U.A. geen vordering had en niet in het schuldakkoord zal worden betrokken.
55. Tijdens de coronaperiode is een subsidie topsportwedstrijden en topsportevenementen inkomstenderving kaartverkoop COVID-19 (STIK) ontvangen. Een gedeelte van deze subsidie zal ook moeten worden terugbetaald, namelijk €161.328. Dit gedeelte is opgenomen in het schuldakkoord. Ook is er tijdens de

Coronaperiode een subsidie van het UWV verkregen. Hier moet nog een gedeelte van worden terugbetaald, namelijk: €41.263.

56. MVV Maastricht heeft van een viertal partijen geldleningen van in totaal €75.000 ontvangen. Het rentepercentage over deze geldleningen bedraagt 5%. De aflooptdatum van deze is 31 augustus op welke datum het volledige bedrag zou moeten worden terugbetaald. Deze geldleningen zijn achtergesteld bij alle andere schulden van MVV Maastricht. Deze geldleningen worden in het akkoord opgenomen. Naast de geldleningen zijn er ook garantstellingen ter hoogte van €375.000 afgegeven aan MVV Maastricht die in het eerste kwartaal van 2024 door MVV Maastricht zijn aangesproken. Deze garantstellingen zijn niet achtergesteld en worden ook betrokken in het akkoord.

### 3.3 FISCALE CONTEXT

57. Ten behoeve van de opbouw van de financiële prognoses beschrijven wij de navolgende elementen van de fiscale context van de Onderneming:
- belastingplichtige(n)
  - tarieven vennootschapsbelasting
  - afteikbaarheid van rentebestanddelen (financieringskosten in deelnemingsverhoudingen)
  - verrekenbare verliezen
  - kwijtscheldingswinstvrijstelling
  - Samenloop verrekenbare verliezen en kwijtscheldingswinst en betrekken in schuldakkoord
  - BTW en betrekken in het schuldakkoord
58. Ten aanzien van andere mogelijk toepasselijke fiscale componenten (waarmee wij niet bekend zijn) nemen wij aan dat deze geen invloed hebben op de waarde(ontwikkeling) van de Onderneming. Wij hebben de fiscale context waarbinnen de Onderneming opereert niet getoetst of afgestemd met de Belastingdienst.
59. Op grond van artikel 2 lid 1, onderdeel a Wet VPB zijn vennootschappen die in Nederland gevestigd zijn met een (geheel of gedeeltelijk) in aandelen verdeeld kapitaal Nederlands belastingplichtig. MVV Maastricht is een Nederlands belastingplichtige vennootschap.
60. Op grond van artikel 22 Wet VPB bedraagt het tarief van de Nederlandse vennootschapsbelasting in 2023 19% over de eerste €200.000 aan belastbare winst. Over het meerdere aan belastbare winst geldt een tarief van 25,8%.
61. Uit het overzicht van de Belastingdienst blijkt dat de belastingschulden voortkomende uit Coronaschulden €819.913 bedragen en die uit de loonheffing €96.747.
62. Conform de Aanslag beschikking Vennootschapsbelasting 2022/2023 bedragen de compensabele verliezen €3.622.971. Het verlies over de periode 2023/2024 is nog niet definitief maar wordt op een bedrag van €1.700.000 ingeschat.
63. Artikel 20 Wet VPB bepaalt dat fiscaal compensabele verliezen mogen worden verrekend met belastbare winsten van het voorafgaande jaar (*carry back*) en de winsten van volgende jaren (*carry forward*). Verliezen worden eerst verrekend met de winst van het voorgaande jaar en pas daarna met de winsten van toekomstige jaren. Tot en met 2021 was de termijn voor voorwaartse verliesverrekening (*carry forward*) zes jaar. Deze termijn is met ingang van 2022 vervallen, waardoor verliezen uit boekjaren die beginnen op 1 januari 2013 of later onbeperkt voorwaarts verrekenbaar zijn. Indien de belastbare winsten in 2022 of latere jaren €1.000.000 of lager zijn, kunnen verliezen uit voorgaande jaren verrekend worden tot maximaal het bedrag van de belastbare winst van dat jaar. Indien de belastbare winsten in 2022 of latere jaren hoger dan €1.000.000 zijn, mag maximaal de eerste €1.000.000 aan winst plus 50% van de resterende winst gecompenseerd worden d.m.v. verliesverrekening in dat jaar.
64. Op grond van art. 8 lid 1 Wet VPB jo. Art. 3.13, lid 1, onderdeel a Wet IB worden voordelen die ontstaan door het prijsgeven van niet voor verwezenlijking vatbare rechten door schuldeisers (d.w.z. voordelen uit

kwijtschelding van schulden) vrijgesteld van vennootschapsbelasting, voor zover de voordelen meer bedragen dan de (nog) verrekenbare verliezen van het jaar zelf en van vroegere jaren. Het bedrag aan verrekenbare verliezen wordt in dat geval dus verminderd met het bedrag van de kwijtscheldingswinst. Een zakelijke kwijtschelding door de schuldeiser van een niet voor verwezenlijking vatbare schuld wordt bij de schuldenaar vrijgesteld, voor zover het bedrag van de kwijtscheldingswinst de verrekenbare verliezen overtreft. Vanwege de temporisering van de verliesverrekening zoals beschreven onder punt 53, blijft met ingang van 2022 een deel van de verliezen onbenut en is in zoverre de kwijtscheldingswinstvrijstelling niet van toepassing

65. De samenloop van artikel 8 lid 1 Wet VPB jo. Artikel 3.13 lid 1 onderdeel 1 Wet IB met het gewijzigde artikel 20 VPB leidt ertoe dat belaste kwijtscheldingswinst boven de franchise van €1.000.000 voor maximaal 50% kan worden verrekend met de fiscaal compensabele verliezen<sup>11</sup>. De samenloop van de maximering van de verliesverrekening en de kwijtingswinst zal ertoe leiden dat mogelijk een gedeelte van de kwijtingswinst niet kan worden verrekend en zal leiden tot vennootschapsbelastinglast.

66. De benaderde kwijtingswinst bedraagt €1.920.119 (zie randnummer 112). De voorziene belastinggrondslag voor compensabele verliezen waarbij de kwijtingswinst en verwachte resultaat 2023/2024 in ogenschouw is genomen bedraagt €231.204. Wanneer de maximering van de compensabele verliesrekening mogelijk wordt gehanteerd ontstaat de vennootschapsbelastinggrondslag van €0.

Compensabele verliezen begin periode	3.622.971
Geprognosticeerde resultaat voor belastingen voor geheel 2023/2024	-1.688.915
Voorziene kwijtingswinst	1.920.119
<b>Subtotaal voor verliesverrekening</b>	<b>231.204</b>
Verliesverrekening mogelijkheid (€1.000.000)+(bedrag- €1.000.000)*50%	231.204
<b>Grondslag vennootschapsbelasting 2023</b>	-
Benaderde vennootschapsbelasting 2023	-

Tabel 1 Voorziene VPB | bedragen in €

67. Op grond van artikel 29 lid 7 wet op de omzetbelasting kan de BTW van niet betaalde facturen worden teruggevraagd. De Onderneming zal deze BTW moeten terugbetalen. De omvang van deze omzetbelasting claim is op **€50.738** benaderd. Verzocht zal worden deze BTW claim in het schuldakkoord te betrekken.
68. Wij gaan er voor doeleinden van dit waarderingsrapport en de onderliggende financiële prognoses vanuit dat de hiervoor beschreven fiscale context waarbinnen de Onderneming opereert ongewijzigd blijft en dat er geen materiële wijzigingen optreden die van invloed zijn op de prognoses.
69. Het management van MVV Maastricht heeft ons geïnformeerd dat er op de datum van dit waarderingsrapport geen lopende fiscale geschillen of procedures betreffende de Onderneming bestaan tussen de Onderneming en de Belastingdienst en dat er geen formele of informele afspraken en/of vaststellingsovereenkomsten met de Belastingdienst zijn afgesloten.

<sup>11</sup> De samenloop van artikel 8 Wet VPB lid 1 jo. Artikel 3.13 lid 1 onderdeel 1 Wet IB met het gewijzigde artikel 20 VPB conflicteert met het doel van de kwijtscheldingswinstvrijstelling (i.e. voorkomen dat schuldenaren die zich in een insolvable positie bevinden belasting moeten betalen over hun kwijtgescholden schulden). Dit punt is aan de orde gekomen tijdens de parlementaire behandeling van het Belastingplan 2021. De Staatssecretaris van Financiën heeft aangegeven dat een dergelijke uitkomst in lijn is met doel en strekking van de nieuwe verliesverrekeningsmaatregel en dat de regeling op dit punt geen aanpassing behoeft. In de literatuur is kritiek geuit op de samenloop tussen de kwijtscheldingswinstvrijstelling en de nieuwe verliesverrekeningsmaatregel. Zie: A.C.P. Bobeldijk, "Maatschappelijk onaanvaardbaar: belastingheffing over kwijtscheldingswinst", WFR 2021/16 en R.P.C. Cornelisse, "Kwijtschelding van schulden en verliesverrekening: een giftige cocktail", NTFR Opinie 2022/1616.

### 3.4 BELANGHEBBENDEN BIJ EEN SCHULDAKKOORD

70. MVV Maastricht heeft per 31 maart jl. de schuldomvang van de belanghebbende als volgt gecategoriseerd:

In akkoord betrokken schulden	Bedrag
Ontvanger van Belastingen	916.660
Gemeente Maastricht	476.215
Crediteuren met eigendomsvoorbehoud	42.855
MKB Crediteuren	110.452
Overige concurrente crediteuren	778.511
Achtergestelde crediteuren	75.000
<b>Totaal</b>	<b>2.399.693</b>

Tabel 2 In akkoord betrokken schulden | bedragen in €

Het overzicht van de betrokken schuldeisers welke afkomstig is uit WHOA WorkFlow Systems is in de bijlage weergegeven.

#### *Crediteurenbestand en vorderingen van leveranciers*

Wij hebben een bijgewerkte crediteurenbestand ontvangen waarbij 57 uitstaande handelscrediteuren met een totale omvang van €347.102 zijn opgenomen (het betreft de hiervoor gespecificeerde categorieën crediteuren, MKB-crediteuren en crediteuren/verplichtingen uit transferactiviteiten). Daarnaast is er een huurschuld van €476.215 aan de Gemeente Maastricht. Deze staat in de balans verwerkt onder handelscrediteuren maar wordt hier omwille van de transparantie apart gespecificeerd..



### 3.5 HISTORISCHE FINANCIËLE PERFORMANCE VAN MVV MAASTRICHT

#### 3.5.1 Historische winst en verliesrekening

71. In onderstaande tabel 3 is de historische winst- en verliesrekening getoond over de periode juli 2020 tot en met 30 juni 2023:

<b>Historische winst- en verliesrekening</b>	<b>2020-2021</b>	<b>2021-2022</b>	<b>2022-2023</b>
Wedstrijdbaten	159.990	381.842	729.448
Sponsoring	839.795	861.684	1.295.794
Media gerelateerde baten	602.340	542.090	532.564
Prijzengeld	150.453	168.083	150.442
Horeca	34.950	103.728	116.097
Merchandise	13.517	10.880	48.947
Subsidies en giften	278.007	350.225	140.829
Overige baten	398.007	352.652	160.517
<b>Netto omzet</b>	<b>2.477.059</b>	<b>2.771.184</b>	<b>3.174.638</b>
Kostprijs van de omzet (horeca)	33.505	49.338	34.411
<b>Bruto omzet</b>	<b>2.443.554</b>	<b>2.721.846</b>	<b>3.140.227</b>
Lonen en salarissen	874.411	980.359	1.089.543
Sociale lasten	233.530	206.504	199.774
Pensioenlasten	6.860	13.847	2.248
Overige personeelskosten	503.200	727.273	901.080
<b>Totale personeelskosten</b>	<b>1.618.001</b>	<b>1.927.983</b>	<b>2.192.645</b>
Huisvestingskosten	402.715	516.544	619.922
Wedstrijd- en trainingskosten	358.435	438.337	860.962
Verkoopkosten	295.094	315.585	431.358
Algemene kosten	158.403	195.540	260.216
<b>Totale overige bedrijfskosten</b>	<b>1.214.647</b>	<b>1.466.006</b>	<b>2.172.458</b>
<b>OPEX</b>	<b>2.832.648</b>	<b>3.393.989</b>	<b>4.365.103</b>
<b>EBITDA zonder vergoedingssommen</b>	<b>-389.094</b>	<b>-672.143</b>	<b>-1.224.876</b>
Vergoedingssommen	99.562	183.621	195.389
Makelaarskosten vergoedingssommen	27.439	25.557	12.569
<b>EBITDA met vergoedingssommen</b>	<b>-316.971</b>	<b>-514.079</b>	<b>-1.042.056</b>
Afschrijvingen	50.200	49.381	49.076
<b>EBIT</b>	<b>-367.171</b>	<b>-563.460</b>	<b>-1.091.132</b>
Rentelasten en soortgelijke kosten	726	4.091	15.911
<b>EBT</b>	<b>-367.897</b>	<b>-567.551</b>	<b>-1.107.043</b>
Belastingen	-	-	-
<b>Netto resultaat</b>	<b>-367.897</b>	<b>-567.551</b>	<b>-1.107.043</b>

Tabel 3 Historische winst en verliesrekening | bedragen in €

### 3.5.2 Balans ontwikkelingen

72. De onderstaande tabel geeft de balansontwikkeling van de Onderneming weer over de periode seizoen 2020/2021 tot en met 30 juni 2023:

Historische balans	2020-2021	2021-2022	2022-2023
<b>Materiële vaste activa</b>	<b>192.227</b>	<b>185.208</b>	<b>170.861</b>
<b>Financiële vaste activa</b>	<b>63.730</b>	<b>133.644</b>	<b>95.460</b>
<b>Vorraden</b>	<b>8.700</b>	<b>8.700</b>	<b>8.700</b>
<b>Vorderingen</b>	<b>940.942</b>	<b>656.984</b>	<b>562.996</b>
Debiteuren	305.404	215.670	138.593
Belastingen en premies sociale verzekeringen	28.986	-	-
Overige vorderingen en overlopende activa	606.552	441.314	424.403
<b>Liquide middelen</b>	<b>582.136</b>	<b>422.867</b>	<b>382.856</b>
<b>Totaal activa</b>	<b>1.787.735</b>	<b>1.407.403</b>	<b>1.220.873</b>
<b>Eigen vermogen</b>	<b>41.264</b>	<b>-526.286</b>	<b>-898.929</b>
Geplaatst kapitaal	100	101	101
<b>Agio</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>734.400</b>
Overige reserves	41.164	-526.387	-1.633.430
<b>Langlopende schulden</b>	<b>1.122.094</b>	<b>964.934</b>	<b>913.103</b>
Schulden aan leveranciers en handelskredieten	169.147	100.554	124.495
Belastingen en premies sociale verzekeringen	952.947	864.380	749.821
Overige schulden	-	-	38.787
<b>Kortlopende schulden</b>	<b>624.377</b>	<b>968.755</b>	<b>1.206.699</b>
Schulden aan leveranciers en handelskredieten	311.940	538.085	633.821
Belastingen en premies sociale verzekeringen	11.100	257.800	248.162
Overige schulden en overlopende passiva	301.337	172.870	324.716
<b>Totaal passiva</b>	<b>1.787.735</b>	<b>1.407.403</b>	<b>1.220.873</b>

Tabel 4 Historische balans van de Onderneming | bedragen in €

73. Het financieel slechte Corona jaar in het seizoen 2021/2022 leidde tot een negatief eigen vermogen van - €526.000 en oplopende (kortlopende en langlopende) schulden (van €1.736.000 tot €1.933.000) als gevolg van betalingsregelingen van de overheid. Er werd in dit seizoen daarnaast nauwelijks geïnvesteerd.

Op de balans aan het einde van het seizoen 2022/2023 zien we hetzelfde beeld: de investeringen in activa nemen af (van €1.407.000 naar €1.220.000), maar het negatieve eigen vermogen neemt toe van €526.000 naar 898.000. De liquiditeit blijft positief, ook omdat de totale schulden met ongeveer €200.000 verder oplopen als gevolg van het (tijdelijk) stopzetten van de betaling van de huur aan gemeente Maastricht.



### 3.6 GEMOTIVEERDE VERKLARING VAN MANAGEMENT OVER HET ONTSTAAN VAN FINANCIËLE PROBLEMEN

#### *Welke problemen zijn er ondervonden?*

De problematische schulden van MVV vinden hun oorsprong in de Corona crisis. In de Corona periode waren toeschouwers niet welkom in de voetbalstadions in Nederland. Dit leidde tot verminderde recettes en inkomsten uit de horeca activiteiten op wedstrijddagen. Een (belangrijk) deel van de sponsorinkomsten zijn komen te vervallen omdat de sponsors de wedstrijden niet mochten bijwonen.

In de periode december 2023 tot en met maart 2024 bleken de opbrengsten ten opzichte van de begroting tegen te vallen (minder sponsorinkomsten onder ander als gevolg van het ontbreken van commerciële staf en minder wedstrijdbaten als gevolg van minder toeschouwersaantallen). De kosten bleken daarentegen toe te nemen (onder andere vanwege eisen van beveiliging, personeelskosten, eisen KNVB, etc.).

#### *Welke pogingen zijn ondernomen om deze problemen op te lossen?*

Er is een stringent kostenbeleid ontwikkeld. Het spelersbudget is beperkt en enkel de strikt noodzakelijke investeringen worden uitgevoerd. Tijdelijke contracten worden niet verlengd. Daarnaast zijn er acties opgestart om het stadion weer vol te krijgen zodat de wedstrijdbaten weer zouden toenemen. Er is ook gekozen voor een actieve benadering van sponsors. MVV Maastricht is in gesprek geraakt met een Amerikaanse investeerder en heeft een koopovereenkomst afgesloten om niet alleen de meerderheid van de aandelen te kopen maar ook om aanzienlijke bedragen te investeren in MVV Maastricht. Met deze investering konden alle achterstanden betaald worden en kon er in brede zin in MVV Maastricht geïnvesteerd worden. Het proces van de wijziging van zeggenschap binnen MVV Maastricht en de daarvoor benodigde toestemming van de KNVB is met de Amerikaanse investeerder opgestart. Medio maart 2024 haakte de Amerikaanse investeerder af en werd MVV Maastricht geconfronteerd met een acuut probleem. Dit is de aanleiding voor het opstarten van het WHOA-traject.

#### *Wijze waarop deze maatregelen bijdragen aan een oplossing*

Deze maatregelen moeten bijdragen aan een gezondere exploitatiebegroting. MVV Maastricht zal ondanks de genomen maatregelen om te komen tot een kostenneutrale begroting, niet in staat zijn om aan haar financiële verplichtingen te kunnen voldoen. Zodoende verkeert zij in een staat van onvermijdelijke insolventie. De schuldenreductie via het WHOA-traject zal ertoe moeten leiden dat de continuïteit van MVV Maastricht kan worden behouden.

#### *Hoeveel tijd het naar verwachting vergt om de operationele maatregelen uit te voeren*

De kostenbesparingen zullen direct dan wel op korte termijn kunnen worden geëffectueerd. Het WHOA-traject moet binnen drie a vier maanden zijn afgerond.

### 3.7 VERWACHTE GELDSTROOM ZONDER AKKOORD

74. MVV Maastricht heeft een liquiditeitsprognose opgesteld voor de komende drie jaar die gestoeld is op de verwachte winstgevendheid, investeringen en mutaties in het werkkapitaal.
75. In onderstaande tabel is de verwachte winstgevendheid van de Onderneming tot EBITDA niveau opgenomen over de periode 2023/24 – 2026/27:

<b>Winst- en verliesrekening prognose</b>	<b>31-mrt</b>	<b>Resterend 2023/2024</b>	<b>2024/2025</b>	<b>2025/2026</b>	<b>2026/2027</b>
Wedstijdbaten	564.521	110.479	650.000	666.250	682.906
Sponsoring	1.073.379	301.621	1.500.000	1.600.000	1.700.000
Media gerelateerde baten	480.026	91.974	908.000	908.000	908.000
Prijzengeld	93.249	-	93.000	95.000	95.000
Horeca	86.986	23.014	200.000	205.000	210.125
Merchandise	23.388	1.612	25.000	25.000	25.000
Subsidies en giften	106.093	38.907	93.000	100.000	100.000
Overige baten	91.383	617	82.000	100.000	100.000
<b>Netto Omzet</b>	<b>2.519.025</b>	<b>568.224</b>	<b>3.551.000</b>	<b>3.699.250</b>	<b>3.821.031</b>
Horeca kostprijs van de omzet	33.999	12.001	66.000	67.650	69.341
<b>Totale netto omzet</b>	<b>2.485.026</b>	<b>556.223</b>	<b>3.485.000</b>	<b>3.631.600</b>	<b>3.751.690</b>
Personeelskosten	1.814.265	705.735	2.500.000	2.562.500	2.626.563
Verkoopkosten	280.490	129.510	397.000	406.925	417.098
Huisvestingskosten	509.051	163.949	682.000	699.050	716.526
Wedstrijd- en trainingskosten	497.185	129.815	594.000	608.850	624.071
Algemene kosten	187.145	220.855	226.000	231.650	237.441
<b>Totale bedrijfskosten</b>	<b>3.288.136</b>	<b>1.349.864</b>	<b>4.399.000</b>	<b>4.508.975</b>	<b>4.621.699</b>
<b>EBITDA zonder transfers</b>	<b>-803.110</b>	<b>-793.641</b>	<b>-914.000</b>	<b>-877.375</b>	<b>-870.009</b>
Verwachte makelaarskosten transfers	-	-	21.855	22.401	22.961
Verwachte resultaat transfer vergoedingen	-	23.656	159.524	163.512	167.600
<b>EBITDA met transfers</b>	<b>-803.110</b>	<b>-769.985</b>	<b>-776.331</b>	<b>-736.264</b>	<b>-725.371</b>

Tabel 5 Verwachte winstgevendheid tot EBITDA 2024 – 2027 | bedragen in €

76. MVV Maastricht heeft een nieuwe sponsorovereenkomst afgesloten waardoor de inkomsten uit sponsoring en media gerelateerde baten aanzienlijk toenemen in de prognoseperiode.
77. De verwachte bedrijfskosten zijn gebaseerd op de lasten uitgaande dat er geen kostenreducties plaatsvinden.
78. De verwachte vergoedingen vanuit de transfer activiteiten kunnen aanzienlijk schommelen. De waarde van de spelers van MVV Maastricht is d.m.v. de website: [www.transfermarkt.nl](http://www.transfermarkt.nl) geschat op €4.730.000. Deze waarde is niet direct te materialiseren en kan ook niet als liquidatiewaarde genomen worden. Wanneer de Onderneming failliet gaat zullen de contracten worden ontbonden en kan de alsdan failliete boedel géén transferinkomsten genereren. Onderstaand een screenshot van de verwachte totale transferwaarde van de spelers van MVV Maastricht:

SELECTIEDETAILS PER POSITIES			
Positie	Ø-Leeftijd	Marktwaaarde	Ø-Marktwaaarde
Keeper	21,50	550 dzd. €	138 dzd. €
Verdediging	23,86	1,43 mln. €	204 dzd. €
Middenveld	22,25	1,40 mln. €	175 dzd. €
Aanval	21,00	1,35 mln. €	193 dzd. €
<b>Totaal:</b>	<b>22,23</b>	<b>4,73 mln. €</b>	<b>182 dzd. €</b>

Figuur 2 Schatting waarde spelers MVV Maastricht d.m.v. transfermarkt.nl | bedragen in €

79. In randnummer: 71 staan de jaarlijkse vergoedingssommen (lees transfer vergoedingen) aangegeven. Hiervan is een gemiddelde genomen. De aanname is gehanteerd dat de jaarlijkse vergoedingssommen €159.524 (exclusief makelaarskosten) per jaar zullen bedragen en deze met de inflatie groei van 2,5% zullen toenemen.

#### Investeringen

80. De verwachte investeringen voor de komende seizoenen zijn beperkt en bestaan enkel uit onderhoud van de materiële vaste activa. Onderstaand een tabel met de verwachte investeringen:

Prognose investeringen	Resterend 2023/2024	2024/2025	2025/2026	2026/2027
Bedrijfsgebouwen en -terreinen	3.000	12.000	12.300	12.608
Machines en installaties	750	3.000	3.075	3.152
Andere vaste bedrijfsmiddelen	3.150	12.600	12.915	13.238
<b>Totaal</b>	<b>6.900</b>	<b>27.600</b>	<b>28.290</b>	<b>28.997</b>

Tabel 6 Verwachte investeringen | bedragen in €

#### Mutatie werkkapitaal zonder schuldakkoord

81. In onderstaande tabel is het verwachte verloop van het werkkapitaal gegeven uitgaande dat geen schuldakkoord plaatsvindt:

Prognose werkkapitaal	31-3-2023	Resterend 2023/2024	2024/2025	2025/2026	2026/2027
Voorraden	8.700	8.700	8.700	8.700	8.700
Vorderingen uit transferactiviteiten	95.880	71.910	-	-	-
Handelsdebiteuren	239.454	168.467	199.417	208.125	214.661
Verplichtingen transferactiviteiten	69.754	52.315	-	-	-
Handelscrediteuren	811.570	827.847	850.936	877.461	901.595
<b>Werkkapitaal</b>	<b>-537.290</b>	<b>-631.085</b>	<b>-642.819</b>	<b>-660.636</b>	<b>-678.234</b>
Mutatie		-93.796	-11.734	-17.816	-17.598

Tabel 7 Verloop werkkapitaal 2024-2027 zonder schuldakkoord | bedragen in €

#### Winstbelasting zonder schuldakkoord

82. De benaderde winstbelasting voor de komende jaren is uitgaande van de negatieve exploitatie nihil.

Vennootschapsbelasting	Belastinggrondslag	VPB tarief	VPB
2023/2024	-	19%/25,8%	-
2024/2025	-	19%/25,8%	-
2025/2026	-	19%/25,8%	-
2026/2027	-	19%/25,8%	-

Tabel 8 Vennootschapsbelasting zonder schuldakkoord | bedragen in €

MVV Maastricht maakt geen winsten en heeft zodoende geen belastingdruk.

*Geldstroom prognose zonder schuldakkoord*

83. Op basis van de verwachte winstgevendheid, verloop netto werkkapitaal en investeringen kan de operationele geldstroom worden opgesteld. Onderstaande tabel geeft de verwachte operationele geldstroom op jaarbasis weer:

<b>Operationele geldstroom prognose</b>	<b>Resterend 2023/2024</b>	<b>2024/2025</b>	<b>2025/2026</b>	<b>2026/2027</b>
EBITDA	-793.641	-914.000	-877.375	-870.009
Geldstroom transfers	16.531	137.669	141.111	144.638
Winstbelasting / BTW sanering	-	-	-	-
Mutaties werkkapitaal	93.796	11.734	17.816	17.598
Investeringen	-6.900	-27.600	-28.290	-28.997
<b>Totaal operationele geldstroom</b>	<b>-690.214</b>	<b>-792.197</b>	<b>-746.738</b>	<b>-736.770</b>

Tabel 9 Operationele geldstroom prognose 2024 - 2027 zonder schuldakkoord | bedragen in €

Zonder een schuldakkoord zullen de schulden volgens de aflossingsregelingen moeten worden afgelost. Voor de fiscale schulden die tijdens de Corona jaren zijn ontstaan en de NOW schuld zijn aflossingsregelingen overeengekomen. De openstaande geldleningen moeten per 31 augustus 2024 worden terugbetaald. Voor de reguliere loonheffing schuld en de STIK schuld is een aanname gemaakt dat deze over een periode van 12 maanden worden voldaan.

<b>Financiële geldstroom prognose</b>	<b>Resterend 2023/2024</b>	<b>2024/2025</b>	<b>2025/2026</b>	<b>2026/2027</b>
Aflossing belastingdienst bijzonder uitstel	-61.827	-247.308	-247.308	-247.308
Aflossing loonheffingen	-24.187	-72.560	-	-
Aflossing dus-i-STIK	-	-161.328	-	-
Aflossing NOW	-2.476	-9.903	-9.903	-9.903
Aflossing geldleningen	-	-75.000	-	-
Rente verplichtingen	-1.055	-43.126	-85.099	-123.537
<b>Financiële geldstroom</b>	<b>-89.544</b>	<b>-609.225</b>	<b>-342.310</b>	<b>-380.748</b>

Tabel 10 Financiële geldstroom prognose 2024 - 2027 zonder schuldakkoord | bedragen in €

De hoge renteverplichtingen komen voort uit een oplopende rekening courant.

De totale geldstroomprognose komt uit op:

<b>Totale geldstroom prognose</b>	<b>Resterend 2023/2024</b>	<b>2024/2025</b>	<b>2025/2026</b>	<b>2026/2027</b>
Totale geldstroom	-779.759	-1.401.422	-1.089.048	-1.117.518

Tabel 11 Totale geldstroomprognose 2024 - 2027 zonder schuldakkoord | bedragen in €

*Wel of niet uitvoeren van schuldakkoord*

84. Als het schuldakkoord niet wordt aangenomen zal MVV Maastricht failliet gaan. De huidige aandeelhouders zijn niet bereid, of in staat, de tekorten aan te zuiveren. In randnummer 83 is te zien dat de totale geldstroom voor de gehele prognose periode negatief zal zijn. MVV Maastricht heeft zonder de steun van haar nieuwe aandeelhouders niet de middelen om deze tekorten op te vangen en zodoende verkeert zij in staat van onvermijdelijke insolventie.



## 4 UITKERING BIJ HYPOTHETISCH FAILLISSEMENT SITUATIE

### 4.1 OVERZICHT VAN DE VERWACHTE UITWINNING VAN DE ACTIVA

85. Bij een hypothetisch faillissement zal men de bezittingen van de vennootschap onder druk verkopen. In randnummer 26 is aangegeven dat het is niet aannemelijk dat de vennootschap een doorstart zal maken. In onderstaande tabel zijn de verwachte uitwinningsoptbrengsten van de bezittingen van de Onderneming gegeven wanneer deze gedwongen worden verkocht:

Liquidatie Waterval	Boekhoudkundige		Liquidatiewaarde	Gemeente	Crediteuren met eigendomsvoorbehoud	Zaken vrij van zekerheden
	waarde	(%)				
Vergoedingssommen	43.598	100%	43.598			43.598
Materiële vaste activa	162.600	24%	38.300			38.300
Overige vorderingen	66.058	0%	-			-
Voorraden	8.700	115%	10.000		10.000	
Debiteuren/vorderingen uit transferactiviteiten	95.880	100%	95.880			95.880
Reguliere debiteuren	-	0%	-			-
Sponsoring debiteuren	239.454	13%	31.968	31.968		
Overige vorderingen	161.838	66%	106.664			106.664
Overlopende activa	194.481	0%	-			-
Liquide middelen	340.216	100%	340.216			340.216
<b>Totaal:</b>	<b>1.312.825</b>		<b>666.626</b>	<b>31.968</b>	<b>10.000</b>	<b>624.658</b>

Tabel 12 Overzicht van verwachte uitwinning bij hypothetisch faillissement | bedragen in €

86. De vergoedingssommen hebben betrekking op de verkoop van spelers welke in het (recente) verleden onder contract stonden van MVV Maastricht. Deze post valt samen met de vorderingen uit transferactiviteiten. Bij de verkoop van deze spelers zijn uitgestelde betalingen aan MVV Maastricht overeengekomen. In een faillissement situatie zal de curator trachten deze vorderingen te innen. De verwachting is dat deze posten tot volledige uitwinning zullen komen in een faillissement scenario.
87. De materiële bezittingen van MVV Maastricht bevinden zich op het voetbalcomplex aan de Geusseltweg. Deze locatie wordt gehuurd. De gedwongen verkoopwaarde van de activa van de bedrijfsgebouwen en tribunes (met een boekwaarde van €74.855), Machines en installaties (met een boekwaarde van €49.828) en de overige vaste bedrijfsmiddelen (met een boekwaarde van €37.917) is door Taxatie- bureau NTAB op €38.300 gewaardeerd. Het taxatierapport waarnaar wordt verwezen is als bijlage bij dit rapport gevoegd.
88. De overige vorderingen behoren tot de financiële vaste activa en bestaan uit het langlopende deel van de lening 5.1.2e. Deze vordering kan door 5.1.2e worden verrekend met door haar geleden schade als gevolg van de (noodgedwongen) bedrijfsbeëindiging van MVV Maastricht in geval van haar insolventie. Op dat moment ontstaat er een schadevordering van 5.1.2e op MVV Maastricht die verrekenbaar is met de voornoemde vordering van MVV Maastricht op haar uit hoofde van de geldlening. Aangezien de vordering van 5.1.2e groter zal zijn dan de vordering van MVV Maastricht op haar, zal er uit dien hoofde geen geld in de boedel vloeien. 5.1.2e kan op haar beurt het niet verrekende deel van haar vordering op MVV Maastricht ter verificatie indienen.
89. De voorraden hebben een boekwaarde van €8.700. Taxatiebureau NTAB heeft deze voorraden op €10.000 getaxeerd. De voorraad bestaat uit dranken. 5.1.2e heeft eigendomsvoorbehoud op deze voorraad.

90. Het debiteurenportfolio per 31 maart 2024 heeft een boekwaarde van €239.454 en bestaat uit:

Naam	Toelichting	totaal saldo	Zonder barter saldo
5.1.2e	Barter	96.701	
	Voorzien	40.281	
	Barter	15.610	
	Barter	9.075	
	Cash	8.310	8.310
	Barter	7.563	
	Cash	5.810	5.810
	Barter	4.578	
	Cash	4.538	4.538
	Barter	4.106	
	Cash	3.933	3.933
	Barter	3.630	
	Barter	3.025	
	Barter	2.289	
	Cash	2.178	2.178
	Cash	1.815	1.815
	Cash	5.385	5.385
	Barter	31.944	
Barter	2.118		
<b>Totaal</b>		<b>252.886</b>	<b>31.968</b>

Tabel 13 debiteurenoverzicht | bedragen in €

Het verschil tussen de totaalbedragen ontstaat doordat de laatste twee debiteuren 5.1.2e pas in april zijn gefactureerd. Met het overgrote deel (€220.918) van de debiteuren heeft MVV Maastricht zogenaamde 'barterdeals' gesloten. Een dergelijke afspraak houdt in, dat MVV Maastricht de debiteur een factuur (in geld) mag sturen, maar deze debiteuren daar een dienst voor terugontvangen, zoals *exposure* tijdens wedstrijddagen op de LED-boarding etc. Een kernelement van dergelijke afspraken is steeds, dat de sponsorfacturen bij vooruitbetaling aan de debiteuren zijn toegestuurd en de daar tegenoverstaande dienst daarna nog door MVV Maastricht moet worden geleverd. Dit leidt ertoe, dat wanneer MVV Maastricht haar bedrijf dient te beëindigen, deze debiteuren weliswaar een factuur hebben ontvangen, maar de daar tegenoverstaande dienst niet zullen ontvangen. Tot betaling kan een dergelijke debiteur dan ook niet langer worden gedwongen in een dergelijk geval. Deze vorderingsrechten dienen als onderpand waarop de gemeente Maastricht een pandrecht heeft gevestigd. Dit betekent dat in het geval van een faillissement de alsdan nog te realiseren opbrengst van €31.968 volledig zal worden uitgekeerd aan de gemeente Maastricht.

91. De overige vorderingen en overlopende activa wordt gevormd door de navolgende elementen:

<b>overige vorderingen</b>	
Kruisposten	-923
Kortlopende deel vordering 5.1.2e	38.948
UEFA solidarity 23-24	55.000
Afgrenzing media gelden	47.273
Voortuitbetaling 5.1.2e	17.149
WLT 2023	4.391
<b>Totaal</b>	<b>161.838</b>
<b>Overlopende activa</b>	
transitorische posten	194.481

Tabel 14 Overige vorderingen en overlopende activa | bedragen in €

Het wordt verondersteld dat de posten UEFA solidariteit 2023-2024, Afgrenzen media gelden en WLT 2023 volledig zullen worden uitgekeerd in het geval van een faillissement aangezien het een afrekening betreft over het verleden en dat de rest van de posten niet zullen leiden tot enige uitkering. Hierdoor zal de totale uitwinning van overige vorderingen en overlopende activa €106.664 bedragen.



92. De verwachte boedelopbrengst kan als volgt worden weergegeven:

Schuld Gemeente Maastricht	476.215
Zekerheden Gemeente Maastricht	31.968
Residu na Gemeente Maastricht	-
<b>5.1.2e</b>	42.855
	10.000
	-
<b>Boedel</b>	
Bodemzaken	-
Residu na Gemeente Maastricht	-
<b>5.1.2e</b>	-
Activa vrij van zekerheden	624.658
Goodwill vergoeding	nihil
<b>Totale boedel</b>	<b>625.458</b>

Tabel 15 Totale boedel | bedragen in €

### Boedelkosten

93. Naast opbrengsten voortkomende uit de uitwinning van de activa zal men tevens rekening moeten houden met zogenoemde boedelkosten. De boedelkosten zijn benaderd door de UWV loondoorbetaling van het personeel op te nemen voor zes weken (gelijk aan de opzegtermijn van artikel 40 FW), de verwachte kosten voor de curator en daarnaast de huurcontinuatie van drie maanden (gelijk aan de opzegtermijn van artikel 39 FW). De boedelkosten zijn op €408.505 benaderd en deze zijn als volgt opgebouwd:

<b>Boedelkosten</b>	
Loondoorbetaling UWV 6 weken	201.000
Huurcontinuatie 3 maanden	107.505
Kosten aanstelling curator	100.000
<b>Totaal boedelkosten</b>	<b>408.505</b>

Tabel 16 Boedelkosten | bedragen in €

Management heeft aangegeven dat de maandelijkse loonlasten €134.000 bedragen, zodoende bedraagt de loondoorbetaling €201.000.

De huurverplichtingen van april tot en met juni bestaan uit het volgende:

Huurverplichtingen	April tot en met juni	Per maand
Stadion	29.573	9.858
Kunstgras	12.125	4.042
Camerasysteem	1.305	435
Kleedlokalen	1.757	586
Commandoruimte	2.454	818
Berging	1.864	621
Business ruimte	43.323	14.441
Servicekosten businessruimte	15.105	5.035
<b>Totaal</b>	<b>107.505</b>	<b>35.835</b>

Tabel 17 Huurverplichtingen | bedragen in €

Tentatief is aangenomen dat de huurcontinuatie voor drie maanden €107.505 bedraagt.

94. Wanneer van de boedelopbrengsten de boedelkosten in mindering worden gebracht ontstaat het saldo wat de Ontvanger van de Belastingdienst vanwege haar algehele preferentie zal ontvangen:

<b>Resterend na boedelkosten</b>	<b>216.153</b>
Totale belastingschulden	916.660
Uitkering Ontvanger van de Belastingen	216.153
<b>Resterend voor concurrente schuldeisers</b>	<b>-</b>
<b>Uitkeringspercentage Ontvanger van de Belastingen</b>	<b>23,58%</b>

Tabel 18 Beschikbaar voor Ontvanger van de Belastingen | bedragen in €

95. Op basis van voorgaande uitgangspunten zullen de concurrente schuldeisers geen uitkering ontvangen bij een faillissement van MVV Maastricht.

## 5 WAARDE VAN DE ACTIVITEITEN

96. De waarde die behouden blijft voor de schuldeisers moet worden bepaald. Deze bepaling kan op twee wijzen tot stand komen, namelijk welke uitkering de schuldenaar aan de belanghebbenden wil aanbieden en qua financiering beschikbaar is (deductieve benadering) en de theoretische benadering (op basis van een economische waarde bepaling).
97. Het startpunt voor de benadering van de theoretische reorganisatiewaarde is het benaderen van de ondernemingswaarde vermeerderd met de niet-operationele activa c.q. niet-operationele liquiditeitspositie. Echter is het zeer de vraag of de vennootschap enige economische waarde realiseert.

### *Waarderingsmethodiek*

98. Voor de theoretische waarde bepaling kan gebruik worden gemaakt van drie methodes:
- I. kostenmethode (herbouwwaarde).
  - II. relatieve waardemethode (vergelijken van de waarde met andere, vergelijkbare objecten).
  - III. inkomstenbenaderingmethodiek (prognosticeren en contant maken van toekomstige geldstromen).
99. Voor het waarden van ondernemingen wordt vaak gebruikt gemaakt van de inkomstenbenaderingmethodiek (*discounted cash flow method*). De inkomstenbenaderingmethodiek stelt dat onzekere toekomstige geldstromen contant moeten worden gemaakt naar het heden door gebruik te maken van een zogenoemde disconteringsvoet.

*"Value today always equals future cash flow discounted at the opportunity cost of capital"<sup>12</sup>*

100. De inkomstenbenadering methodiek impliceert dat:
- de toekomstige geldstromen van de Onderneming voor de prognoseperiode contant worden gemaakt en dat deze geldstromen goed zijn in te schatten;
  - de Onderneming blijft bestaan (*going concern* gedachte) en dat de Onderneming haar potentie kan realiseren en dat deze potentie resulteert in geldstromen, terwijl wanneer de onderneming failliet gaat deze potentie niet wordt gerealiseerd;
  - de geldstromen van de Onderneming na de prognoseperiode continue doorgaan (*continuing value*) – vaak maakt dit element een groot gedeelte uit van de ondernemingswaarde en juist bij ondernemingen in nood is het de vraag of deze aanname realistisch is;
  - de geldstromen van de Onderneming na de prognoseperiode in lijn met de inflatie doorgroeien – deze situatie zal zich bij ondernemingen in nood niet altijd voordoen (de groeivoet zal dan lager zijn dan de inflatie);
  - de Onderneming financiering kan aantrekken indien zij geld nodig heeft – er wordt uitgegaan van het feit dat er geen financieringsbeperkingen zijn en dat kapitaal vrijelijk kan worden verkregen; en
  - dat de risicovergoeding voor het contant maken van de toekomstige geldstromen (*cost of capital*) goed is in te schatten.
101. Bij de uitvoering van de opdracht is gekeken of de exploitatie van de activiteiten tot een positieve geldstroom leidt. In randnummer 75 e.v. is gesteld dat de liquiditeitsbegroting bestaat uit:
- I. Operationele en financiële activiteiten voortkomende uit directe voetbal activiteiten;
  - II. transfer vergoedingen;
  - III. Ondersteuning van de achterliggers.
- In de navolgende paragraaf zal onderbouwing voor deze onderdelen worden gegeven.

<sup>12</sup> R. A. Brealey and S. C. Myers, "Principles of Corporate Finance", 7de editie pagina 75

## 5.1 VERWACHTE GELDSTROOM MET EEN SCHULDAKKOORD

102. De operationele geldstroom zal met uitzondering van de mutaties van het netto werkkapitaal niet afwijken van de situatie als geen akkoord tot stand komt. De verwachte EBITDA is aangegeven in randnummer: 75, en de verwachte investeringen zijn aangegeven in randnummer: 80.

### Mutatie werkkapitaal met schuldakkoord

103. Het verloop van het werkkapitaal 2024 – 2027 is in de onderstaande twee tabellen weergegeven:

Prognose werkkapitaal	31-3-2023	Sanering	Cash	Na sanering
Voorraden	8.700	-	-	8.700
Vorderingen uit transferactiviteiten	95.880	-	-	95.880
Handelsdebiteuren	239.454	-	-	239.454
Verplichtingen uit transferactiviteiten	69.754	-62.778	-6.975	-
Handelscrediteuren	811.570	-629.391	-124.173	58.007
<b>Werkkapitaal</b>	<b>-537.290</b>	<b>692.169</b>	<b>131.148</b>	<b>286.027</b>
Mutatie		-	-	823.317

Tabel 19a Verloop werkkapitaal 2024 - 2027 met schuldakkoord | bedragen in €

Prognose werkkapitaal	Na sanering	Resterend 2023/2024	2024/2025	2025/2026	2026/2027
Voorraden	8.700	8.700	8.700	8.700	8.700
Vorderingen uit transferactiviteiten	95.880	-	-	-	-
Handelsdebiteuren	239.454	168.467	199.417	208.125	214.661
Verplichtingen uit transferactiviteiten	-	-	-	-	-
Handelscrediteuren	58.007	137.733	263.791	301.037	308.737
<b>Werkkapitaal</b>	<b>286.027</b>	<b>39.434</b>	<b>-55.674</b>	<b>-84.212</b>	<b>-85.376</b>
Mutatie	823.317	-246.593	-95.108	-28.538	-1.164

Tabel 19b Verloop werkkapitaal 2024 - 2027 met schuldakkoord | bedragen in €

De omvang van de debiteuren zal tot en met eind van het seizoen dalen om de liquiditeit te versterken en vervolgens zal de omvang in lijn met de toegenomen sponsor toezeggingen en overige inkomsten stijgen. De omvang van de crediteuren zal na het akkoord wanneer het vertrouwen is teruggewonnen weer tot normaal niveau stijgen.

### BTW claim

104. Als gevolg van het schuldakkoord zal een zogenoemde BTW claim ontstaan. Deze BTW claim zal bij de eerst navolgende BTW aangifte worden opgenomen. De omvang van de BTW claim is benaderd op €50.738.

BTW claim	Sanering	Resterend 10%	Juli 2024
50.738	45.664	5.074	5.074

Tabel 20 BTW claim voortkomend uit schuldakkoord | bedragen in €

### Geldstroom prognose

105. In onderstaande tabel is de operationele geldstroom prognose voor waarderingdoeleinden gerecapituleerd:

Operationele geldstroom prognose	Resterend 2023/2024	2024/2025	2025/2026	2026/2027
EBITDA	-793.641	-914.000	-877.375	-870.009
Geldstroom transfers	23.656	137.669	141.111	144.638
Winstbelasting / BTW sanering	-	-	-	-
Mutaties werkkapitaal	246.593	95.108	28.538	1.164
Investerings	-6.900	-27.600	-28.290	-28.997
<b>Totaal operationele geldstroom</b>	<b>-530.292</b>	<b>-708.823</b>	<b>-736.017</b>	<b>-753.204</b>

Tabel 21 Operationele geldstroom prognose met schuldakkoord | bedragen in €

Bovenstaand overzicht geeft aan dat de operationele geldstroom negatief is. Deze wordt enigszins gecompenseerd door de transfer vergoedingen maar zonder de steun van de nieuwe aandeelhouders is de exploitatie niet mogelijk.

De financiële geldstroom prognose met schuldakkoord ziet er als volgt uit:

Financiële geldstroom prognose	Resterend 2023/2024	2024/2025	2025/2026	2026/2027
Aflossing belastingdienst bijzonder uitstel	-	-	-	-
Aflossing loonheffingen	-	-	-	-
Aflossing dus-i-STIK	-	-	-	-
Aflossing NOW	-	-	-	-
Aflossing geldleningen	-	-	-	-
Rente verplichtingen	-	-	-	-
<b>Financiële geldstroom</b>	-	-	-	-

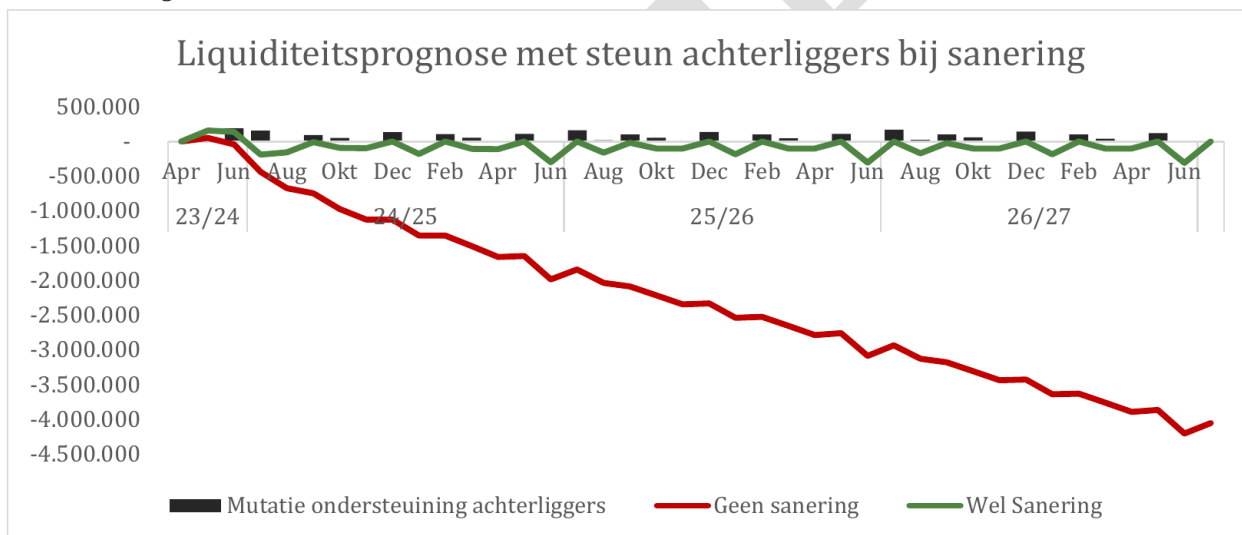
Tabel 22 Financiële geldstroomprognose 2024 - 2027 met schuldakkoord | bedragen in €

Dit leidt tot een totale geldstroomprognose met schuldakkoord van:

Totale geldstroom prognose	Resterend 2023/2024	2024/2025	2025/2026	2026/2027
Totale geldstroom	-530.292	-713.897	-736.017	-753.204
Steun achterliggers	-	903.972	736.017	753.204
<b>Totale geldstroom met steun</b>	<b>-530.292</b>	<b>190.076</b>	-	-

Tabel 23 Totale geldstroomprognose 2024 - 2027 met schuldakkoord en steun achterliggers | bedragen in €

106. In onderstaande grafiek is het verwachte liquiditeitsverloop opgenomen in geval van wel en geen sanering. Daarnaast is aangegeven in welke mate de achterliggers in de prognosejaren de Onderneming ondersteuning moeten bieden:



Figuur 3 Liquiditeitsverloop 2024 - 2027 | bedragen in €

In de bijlage zijn de prognoses op maandbasis opgesteld.

**Uit bovenstaande grafiek blijkt dat MVV Maastricht zonder sanering een dermate negatieve geldstroom heeft dat zij deze niet kan dragen.**

#### Waarde activiteiten

107. De inkomstenbenadering stelt dat de economische waarde van een object kan worden benaderd door de toekomstige onzekere geldstromen contant te maken met een zogenoemde risicovoet ("disconteringsvoet"). In casu is de disconteringsvoet benaderd op 9,63%. Echter, is de voorziene geldstroom negatief voor de komende seizoenen.

De rekenkundige uitkomst is dat de activiteiten van MVV Maastricht geen economische waarde genereren. De waarde van de activiteiten van de Onderneming zullen daarom gelijk zijn aan de liquidatiewaarde.



## 6 VOORGENOMEN SCHULDAKKOORD

---

108. In voorgaande hoofdstukken is achtergrond gegeven van de oorzaken van de financiële problemen en uitdagingen van MVV Maastricht en de maatregelen die zijn genomen om de financiële situatie het hoofd te bieden.
109. In de waarderingssectie is aangegeven dat de activiteiten van de Onderneming niet leiden tot economische meerwaarde. De entiteit MVV Maastricht heeft echter wel bestaansrecht door de ondersteuning die zij ontvangt van haar nieuwe aandeelhouders.
110. Voor het uitvoeren van een WHOA traject zal additionele waarde moeten worden behouden ten opzichte van de uitkeringen die belanghebbenden zouden ontvangen bij een faillissement.

### 6.1 UITGANGSPUNTEN VAN HET SCHULDAKKOORD

111. MVV Maastricht wenst met voorgaande in acht te hebben genomen navolgend uitgangspunten in haar schuldakkoord op te nemen:
  - I. elke belanghebbende krijgt haar minimale positie die zij ook zou ontvangen bij een faillissement, binnen een termijn van twee maanden na het realiseren van het schuldakkoord.
  - II. elke belanghebbenden, naast de MKB crediteuren en achtergestelde crediteuren, krijgt over het gedeelte waar zij geen uitkering over zou ontvangen bij een faillissement een uitkering van 10%, binnen een termijn van een maand na het realiseren van het schuldakkoord;
  - III. elke MKB crediteur krijgt over het gedeelte waar zij geen uitkering over zou ontvangen bij een faillissement een uitkering van 20%, binnen een termijn van een maand na het realiseren van het schuldakkoord;
  - IV. Elke achtergestelde crediteur krijgt over het gedeelte waar zij geen uitkering over zou ontvangen bij een faillissement een uitkering van 5%, binnen een termijn van een maand na het realiseren van het schuldakkoord;
  - V. de Ontvanger van de Belastingen neemt genoeg met een gelijk percentage van 10% te berekenen over dat deel van haar vordering waarvoor er in een faillissementssituatie geen dekking bestaat;
  - VI. de BTW die met deze sanering moet worden terugbetaald wordt in het akkoord betrokken en hierover wordt aan de Belastingdienst verzocht 90% te kwijten.

## 112. Deze uitgangspunten leiden tot de navolgende structuur:

Schuld	Omvang	LW %	LQW			Uitkering %	Sanering	Resterend	% cash	Cash	Resterend
Crediteuren	200.920	0,0%	-	Secured	-	100%	-	-	0%	-	-
				Unsecured	200.920	10%	180.828	20.092	100%	20.092	-
					<b>200.920</b>		<b>180.828</b>	<b>20.092</b>		<b>20.092</b>	<b>-</b>
5.1.2e	110.452	-	-	Secured	-	100%	-	-	0%	-	-
				Unsecured	110.452	20%	88.361	22.090	100%	22.090	-
					<b>110.452</b>		<b>88.361</b>	<b>22.090</b>		<b>22.090</b>	<b>-</b>
Belastingdienst - bijzonder uitstel	819.913	23,3%	10.000	Secured	10.000	100%	-	10.000	100%	10.000	-
				Unsecured	32.855	10%	29.570	3.286	100%	3.286	-
					<b>42.855</b>	0%	<b>29.570</b>	<b>13.286</b>	0%	<b>13.286</b>	<b>-</b>
Belastingdienst loonheffingen	96.747	23,6%	22.813	Secured	22.813	100%	-	22.813	100%	22.813	-
				Unsecured	73.934	10%	66.540	7.393	100%	7.393	-
					<b>96.747</b>		<b>66.540</b>	<b>30.207</b>		<b>30.207</b>	<b>-</b>
5.1.2e	41.263	0,0%	-	Secured	-	100%	-	-	0%	-	-
				Unsecured	41.263	10%	37.136	4.126	100%	4.126	-
					<b>41.263</b>		<b>37.136</b>	<b>4.126</b>		<b>4.126</b>	<b>-</b>
5.1.2e	75.000	0,0%	-	Secured	-	100%	-	-	0%	-	-
				Unsecured	75.000	5%	71.250	3.750	100%	3.750	-
					<b>75.000</b>		<b>71.250</b>	<b>3.750</b>		<b>3.750</b>	<b>-</b>
5.1.2e	375.000	0,0%	-	Secured	-	100%	-	-	0%	-	-
				Unsecured	375.000	10%	337.500	37.500	100%	37.500	-
					<b>375.000</b>		<b>337.500</b>	<b>37.500</b>		<b>37.500</b>	<b>-</b>
5.1.2e	161.328	0,0%	-	Secured	-	100%	-	-	0%	-	-
				Unsecured	161.328	10%	145.195	16.133	100%	16.133	-
					<b>161.328</b>		<b>145.195</b>	<b>16.133</b>		<b>16.133</b>	<b>-</b>
Gemeente Maastricht	476.215	6,7%	31.968	Secured	31.968	100%	-	31.968	100%	31.968	-
				Unsecured	444.247	10%	399.822	44.425	100%	44.425	-
					<b>476.215</b>		<b>399.822</b>	<b>76.393</b>		<b>76.393</b>	<b>-</b>
<b>Totale schuld</b>	<b>2.399.693</b>		<b>258.121</b>				<b>1.920.119</b>	<b>479.573</b>		<b>479.573</b>	<b>-</b>
BTW 29 lid 7	50.738				50.738	10%	45.664	5.074	0%	-	5.074
Vennootschapsbelasting	-				-		-	-		-	-
<b>Totaal</b>	<b>2.450.430</b>						<b>1.965.783</b>	<b>484.647</b>		<b>479.573</b>	<b>5.074</b>

Tabel 24 Saneringsoverzicht | bedragen in €

113. De totale waarde voor de belanghebbenden die behouden blijft is **€484.647** (namelijk €479.573 + €5.074).

114. In randnummer 105 is aangegeven dat de geldstroom prognose voor de komende jaren negatief is en dat daarmee kan worden gesteld dat de waarde niet hoger kan zijn dan de liquidatiewaarde.

In het voorziene akkoord zal elke belanghebbenden beter af zijn dan in een faillissement situatie. Daarnaast dient de lezer in ogenschouw te nemen dat :

- I. de nieuwe aandeelhouders van MVV Maastricht bereid zijn het akkoord bedrag te financieren;
- II. de nieuwe aandeelhouders van MVV Maastricht tevens bereid zijn om de negatieve exploitatie in de komende jaren te ondersteunen en zo de exploitatie van de voetbal club MVV Maastricht voort te laten bestaan.



## 6.2 KLASSENINDELING

115. In onderstaande tabel is de voorgenomen klassenindeling opgenomen (exclusief BTW claim):

Klassenindeling	Bedrag	Uitkering	Voorziene totale uitkeringspercentage
Klasse 1 Ontvanger van de Belastingen	916.660	286.204	31,2%
Klasse 2 Gemeente Maastricht	476.215	76.393	16,0%
Klasse 3 Crediteuren met eigendomsvoorbehoud	42.855	13.286	31,0%
Klasse 4 MKB Crediteuren	110.452	22.090	20,0%
Klasse 5 Overig concurrent schuldeisers	778.511	77.851	10,0%
Klasse 6 Achtergestelde crediteuren	75.000	3.750	5,0%
<b>Totaal</b>	<b>2.399.693</b>	<b>479.573</b>	

Tabel 25 Klassenindeling exclusief BTW claim van MVV Maastricht B.V. | bedragen in €

CONCEPT

## 7 CONCLUSIE

---

116. Het is aannemelijk dat zonder schuldakkoord een faillissement zal worden uitgesproken en dat de activiteiten van MVV Maastricht worden beëindigd. Het licentie systeem van de KNVB staat niet toe dat de licentie bij een faillissement wordt overgedragen. Dit maakt een eventuele doorstart onmogelijk.
117. Er is geen onderzoek uitgevoerd naar de omvang van de ontstane verliezen echter is duidelijk dat de Corona crisis en de gedwongen lockdowns grote invloed hebben gehad op de winstgevendheid van MVV Maastricht.
118. De Ontvanger van de Belastingen zal vanwege haar preferentie voor €216.153 worden voldaan bij een faillissement scenario. Tevens zal Gemeente Maastricht voldaan worden voor een bedrag van €31.968 en wordt <sup>5.1.2e</sup> [REDACTED] voldaan voor een bedrag van €10.000.
119. Benaderd is dat de uitkering die de overige belanghebbenden bij een faillissement scenario ontvangen nihil is.
120. De theoretische waarde die behouden blijft is niet eenduidig vast te stellen. Het verloop van de verwachte transfer vergoedingen is onzeker en daarnaast geeft de operationele exploitatie een negatieve geldstroom weer. Zonder financiële ondersteuning van de achterliggers zal de vennootschap niet voortbestaan.
121. De achterliggers zijn bereid financiering te verstrekken voor het akkoord bedrag. De financiering is echter gemaximeerd. Hiermee kan elke belanghebbende de haar minimale uitkering bij een faillissement ontvangen. Daarbij ontvangen de MKB crediteuren een uitkering van 20% over het gedeelte waar zij geen uitkering over zou ontvangen in een faillissement. Voor achtergestelde crediteuren is dit percentage 5% en voor de overige belanghebbende 10%.

Voor nadere toelichting gaarne bereid,  
Hermes Advisory B.V.

Drs. P.C. van Prooijen RV

## BIJLAGE OVERZICHT SCHULDEISERS WHOA WORKFLOW SYSTEMS

Belanghebbende	Omvang vordering
<b>Klasse 1 Ontvanger van de Belastingen</b>	<b>916.660</b>
Belastingdienst	916.660
<b>Klasse 2 Gemeente</b>	<b>476.215</b>
Gemeente Maastricht	476.215
<b>Klasse 3 Crediteuren met eigendomsvoorbehoud</b>	<b>42.855</b>
	42.855
	<b>110.452</b>
	2.021
	7.890
	4.489
	2.239
	26.860
	803
	407
	62
	146
	1.344
	890
	1.815
	688
	491
	2.435
	39
	3.769
	792
	1.029
	2.130
	977
	2.058
	7.540
	424
	6.794
	1.508
	94
	4.175
5.1.2e	7.797
	5.450
	1.052
	2.589
	6.806
	703
	2.150
	<b>778.511</b>
	22.778
	50.000
	28.485
	14.153
	21
	40
	1.631
	180
	161.328
	25.000
	170
	2.347
	69.754
	125.000
	11.905
	247
	125.000
	3
	4.904
	7.184
	4.394



5.1.2e		11.114
		13.655
		269
		25.000
		25.000
		41.263
		533
		30
		7.125
		<b>75.000</b>
		50.000
	5.000	
	15.000	
	5.000	
<b>Eindtotaal</b>	<b>2.399.693</b>	

CONCEPT





## **BIJLAGE FINANCIËLE OVERZICHTEN**

---

CONCEPT

## BIJLAGE DISCONTERINGSVOET

122. De vermogensstructuur van een te waarderen economisch object kan verschillende vermogenscomponenten bevatten. De juridische entiteit die de activiteit exploiteert kan gefinancierd zijn met uitsluitend eigen vermogen of met een combinatie van eigen vermogen en (hybride) schuld. De gewogen gemiddelde kostenvoet van het kapitaal waarbij enkel eigen vermogen en schuld is opgenomen, kan worden verkregen door middel van onderstaande formule:

$$WACC = \frac{E}{V}k_e + (1 - T_m) \frac{D}{V}k_d$$

waarbij:

$D/V$	<i>Verhouding voorgenomen schuld (gemeten in marktwaarde) ten opzichte van de ondernemingswaarde is</i>
$E/V$	<i>Verhouding voorgenomen eigen vermogen (gemeten in marktwaarde) ten opzichte van de ondernemingswaarde is</i>
$K_d$	<i>Kostenvoet vreemd vermogen</i>
$K_e$	<i>Kostenvoet eigen vermogen (levered)</i>
$T_m$	<i>Marginale vennootschapsbelastingtarief</i>

*Kostenvoet eigen vermogen*

123. De vermogenskostenvoet eigen vermogen wordt doorgaans benaderd door gebruik te maken van het CAPM (Capital Asset Pricing Model) of door gebruik te maken van de 'Build Up' methode. Beide methoden zijn in de kern gebaseerd op twee componenten: i) een risicovrije premie en ii) een premie voor (additioneel) risico. Het grootste verschil tussen het CAPM en de build-up methode is de introductie van een markt (of systematische) risicofactor voor een specifiek aandeel dat de markt (of equity) risicopremie beïnvloed. In de context van het CAPM wordt dit marktrisico ondervangen door de beta (gevoeligheid van rendement aandeel ten opzichte van het rendement van de markt).
124. In het onderhavige geval is de (modified) CAPM toegepast voor de vaststelling van de vermogenskostenvoet eigen vermogen. In zijn standaard vorm (i.e. geen aanpassing), wordt het CAPM wordt als volgt weergegeven:

$$K_e = R_f + \beta * RP_m$$

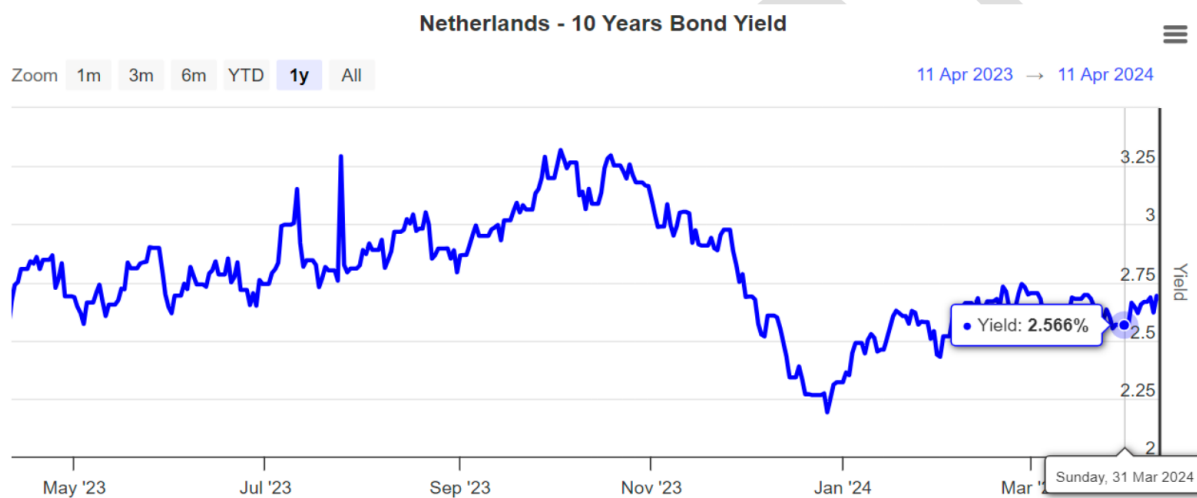
waarbij:

$K_e$	<i>Vermogenskostenvoet eigen vermogen</i>
$R_f$	<i>Risicovrije premie</i>
$\beta$	<i>Beta</i>
$RP_m$	<i>Marktrisico premie</i>

125. Er is een onderscheid te maken tussen het berekenen van de vermogenskostenvoet eigen vermogen *levered* (uitgaande dat de premie wordt berekend op basis van een dataset waarin ondernemingen zijn gefinancierd met vreemd vermogen) en vermogenskostenvoet eigen vermogen *unlevered* (waarbij het effect van de financiering met vreemd vermogen is gedistilleerd). In het onderhavige geval is de vermogenskostenvoet eigen vermogen *levered* als uitgangspunt genomen. De verschillende componenten uit het CAPM behandeld hierna individueel behandeld.

*Risico vrije premie*

126. De risicovrije premie is vastgesteld onder verwijzing naar de methodiek van Duff & Phelps (tegenwoordig: Kroll), waarbij een genormaliseerde risicovrije premie als uitgangspunt wordt genomen. Normaliter wordt als risicovrije premie verwezen naar staatsobligaties met lange looptijden. Het rendement van deze staatsobligaties zou de risicovrije premie weerspiegelen. Echter wordt gesteld dat door het opkopen van obligaties door centrale banken het rendement op de obligaties voor dit doeleinde vertekend is. Duff & Phelps normaliseren hiervoor en hanteren een genormaliseerde risicovrije premie en hanteren een genormaliseerde risicovrije premie.
127. De hoogte van de risicovrije premie wordt door hen op 3,5% gesteld (per maart 2024).<sup>13</sup> Dit betreft echter de risicovrije premie voor de Amerikaanse markt. Voor het benaderen van de risicovrije premie in casu is wordt de 10 jaarse yield op de Nederlandse Staatsobligaties als uitgangspunt genomen. Deze bedroeg op 31 maart 2024 2.566%.



Figuur 4 10-jaarse yield op Nederlandse Staatsobligaties

*Beta*

128. De beta-coëfficiënt weerspiegelt de gevoeligheid van rendement van een aandeel ten opzichte van het rendement op de markt (e.g. S&P 500 Index of AEX Index). Hoewel de beta een forward-looking concept is, wordt deze – vanuit praktisch oogpunt – veelal berekend aan de hand van historische (look-back) data onder de assumptie dat deze in de toekomst een vergelijkbaar patroon vertoont.
129. Beta's worden in de regel berekend aan de hand van een regressieanalyse (ordinary least squares (OLS) regression), waarbij het (exces) rendement op een individueel aandeel ( $R_i - R_f$ ) wordt afgezet tegen het (exces) rendement van de markt ( $R_m - R_f$ ) gedurende de look-back periode. De resulterende regressielijn (slope) is de benadering van de beta, welke als volgt kan worden weergegeven:

<sup>13</sup> <https://www.kroll.com/en/insights/publications/cost-of-capital/recommended-us-equity-risk-premium-and-corresponding-risk-free-rates>

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{var}(R_m)}$$

waarbij:

$\beta$  = Beta

$R_i$  = Rendement aandeel

$R_m$  = Rendement markt

$\text{cov}(R_i, R_m)$  = Covariantie tussen rendement aandeel en de markt

$\text{var}(R_m)$  = Variantie markt

130. De beta is de enige risicomaatstaf van het eigen vermogen onder het CAPM. De beta voor de Onderneming vermenigvuldigd met de marktrisicopremie vertegenwoordigt in dit model de risicopremie voor de Onderneming.
131. De unlevered beta voor de Onderneming is benaderd aan de hand van een peer group analyse, waarbij wij de database van S&P Capital IQ hebben geraadpleegd. Voor het analyseren van publieke data is allereerst gezocht naar beursgenoteerde vergelijkbare ondernemingen met de volgende zoekcriteria:
- Industrie: Sport activiteiten;
  - Type onderneming: Beursgenoteerd;
  - Geografische locatie: Europa;
  - 5-Y Beta: Data beschikbaar.
132. Aan de hand van deze zoekcriteria zijn vervolgens vijf comparables geïdentificeerd, welke vervolgens door ons zijn onderworpen aan een nadere kwalitatieve analyse om de vergelijkbaarheid met de Onderneming te waarborgen.

Company Comp Set					
Company Name	Country/Region	Debt/Equity %	5 Year Beta	Unlevered beta 5Y	
AFC AJAX	Netherlands	56,1%	0,46	0,32	
AIK Fotboll	Sweden	41,9%	0,22	0,17	
Celtic Plc	UK	4,1%	0,35	0,34	
S.S Lazio	Italy	139,9%	1,05	0,51	
Sporting Clube de Braga	Portugal	64,4%	0,96	0,64	
Summary statistics		FY Total Debt/Equity %	5 year beta	5 year unlevered Beta	
Median		56,1%	0,46	0,34	

Tabel 26 Company Comparable Analysis

133. Bovenstaande 5 jaars beta's zijn levered beta's (ook wel equity beta's) en derhalve tot stand gekomen met inachtneming van de financieringsstructuur van de betreffende comparables. Gekozen is om de 5-jaars beta's als uitgangspunt te nemen om het effect van eventuele tijdelijke wijzigingen van de kapitaalstructuur van de comparables weg te nemen ('smoothed' beta's). Daarnaast zijn de 5 jaar se unlevered beta's weergegeven. Deze peer group kent een mediaan van 0,34.



*Marktriscopremie*

134. De marktriscopremie (equity risk premium of market risk premium) wordt gedefinieerd als het extra rendement (i.e. boven het verwachte rendement van een risicovrije belegging) dat investeerders verwachten te realiseren van een investering in marktportfolio met reguliere aandelen (e.g. S&P 500 Index of AEX Index). De marktriscopremie wordt als volgt weergegeven:

- $RP_m = R_m - R_f$

waarbij:

- $RP_m = \text{Marktriscopremie}$
- $R_m = \text{Rendement markt}$
- $R_f = \text{Risicovrije premie}$

135. De marktriscopremie is derhalve een functie van het verwachte rendement op een gediversifieerde portfolio van aandelen, verminderd met het verwachte rendement op een risicovrije belegging. Deze verhoging van de risicopremie vloeit voort uit de gedachte dat beleggen in aandelen (eigen vermogen) van ondernemingen meer risico met zich mee brengt dan het beleggen in bijvoorbeeld staatsobligaties. Aangezien er meer risico wordt gedragen, wensen beleggers een hogere vergoeding. Voor de benadering van de marktpremie is aangesloten bij de marktriscopremie gehanteerd door KPMG Nederland per 31 december 2023 5,0%.<sup>14</sup> In deze wordt een marktriscopremies gehanteerd van 5,0%.

*Premie voor omvang (modified CAPM)*

136. Empirische studies tonen aan dat het beleggen in kleine ondernemingen gemiddeld genomen een hoger rendement oplevert dan het beleggen in grote ondernemingen. Het beleggen in kleine ondernemingen wordt gegeven de relatie tussen risico en rendement als risicovoller ervaren. Daarnaast speelt mee dat de verhandelbaarheid van de aandelen kleine ondernemingen laag is. Hierdoor hanteren beleggers een additionele premie ook wel de liquiditeitspremie. Om dit effect voor kleinere ondernemingen te ondervangen bij de vaststelling van de vermogenskostenvoet eigen vermogen, dient het standaard CAPM te worden aangepast (modified CAPM). Een veel gebruikte manier is de toevoeging van een premie voor omvang (size premium) conform de methodiek van het Duff & Phelps dat hiervoor data gebruikt uit haar Risk Premium Report. De modified CAPM kan als volgt worden weergegeven:

$$K_e = R_f + \beta * RP_m + RP_s$$

waarbij:

$K_e = \text{Vermogenskostenvoet eigen vermogen}$

$R_f = \text{Risicovrije premie}$

$\beta = \text{Beta}$

$RP_m = \text{Equity (market) risk premium}$

$RP_s = \text{Size premium}$

137. De premie voor omvang (size premium) vertegenwoordigt het verschil tussen het werkelijk historisch (exces) rendement en het (exces) rendement voorspeld door beta. Het 'omvangseffect' is gebaseerd op de empirische observatie data – als gezegd – kleinere ondernemingen geassocieerd worden met grotere risico's en daarom een hogere vermogenskostenvoet dragen. De premie voor omvang is beta-adjusted, hetgeen impliceert dat deze is aangepast om het (exces) rendement dat toerekenbaar is aan beta geëlimineerd is, waardoor enkel het effect van omvang op het (exces) rendement overblijft.

<sup>14</sup> <https://indialogue.io/clients/reports/public/5d9da61986db2894649a7ef2/5d9da63386db2894649a7ef5>

138. Voor het benaderen van deze premie wordt gebruikt gemaakt van de formules voor verschillende omvang indicaties conform de Cost of Capital Navigator van Duff en Phelps. Volgens deze methodiek wordt de premie voor markt en omvang benaderd door acht verschillende accountingmaatstaven van het te waarden object te vergelijken met dezelfde maatstaven voor 25 verschillende portfolio's (ingedeeld van groot naar klein) met hun bijbehorende risicopremie. Hierbij worden de volgende maatstaven gebruikt:

- Marktwaaarde van eigen vermogen;
- Boekwaarde van eigen vermogen;
- 5-jaar gemiddelde netto inkomen;
- Marktwaaarde geïnvesteerd kapitaal;
- Totale Activa;
- 5 jaar gemiddelde EBITDA;
- Omzet;
- Aantal werknemers.

139. Bovengenoemde accountingmaatstaven worden ofwel vergeleken met de waarde van de portfolio's die daar het dichtst bij liggen (Guideline Portfolio methode), of geïnterpoleerd ingeval de gehanteerde maatstaf tussen de waarden van twee portfolio's ligt (Regression Equition methode). Aangezien laatstgenoemde methode een meer accuraat beeld geeft in het onderhavige geval is voor de benadering van de omvangspremie aangesloten bij de regressie-methode. Hierbij zij opgemerkt dat voor diverse maatstaven geen input beschikbaar is nu zij negatieve waarden weerspiegelen. De betreffende premie wordt vervolgens berekend aan de hand van een regressie-vergelijking (i.e. Constant – X Coefficient \* Log(waarde)). Toegepast op de onderhavige casus leidt dit tot een mediale premie van **7,951%**.

Size Measure	EUR (MM)	USD (MM)	X Coefficient	Regression Formula
Market Value of Equity	n/a	n/a	1,934%	n/a
Book Value of Equity	n/a	n/a	1,180%	n/a
5-Year Average Net Income	n/a	n/a	1,385%	n/a
MVIC	n/a	n/a	1,805%	n/a
Total Assets	1,3	1,405	1,463%	8,349%
5-Year Average EBITDA	0,0	0,000	1,443%	n/a
Sales	2,5	2,703	1,445%	7,951%
Number of Employees	34,0	34	1,780%	7,766%
			Mediaan	<b>7,951%</b>

Tabel 27 Size premie parameters

140. Voor de benadering van de vermogenskostenvoet eigen vermogen unlevered van de Onderneming zijn geen verdere additionele risicopremies (bijvoorbeeld op grond van risico's t.a.v. klantenconcentraties of afhankelijkheid van management) in aanmerking genomen. In de waardering van de activiteiten zal wel rekening worden gehouden met een korting voor 'illiquidity and lack of marketability'.

141. Het marginale belastingtarief wordt op 19,5% gesteld.

142. De kostenvoet eigen vermogen is derhalve benaderd op 12,98%:

<b>Cost of Equity</b>		<b>12,98%</b>
Risk-free rate	Rf normalized	2,57%
Asset beta		0,34
EMRP	KPMG study (NL)	5,00%
SFP		7,95%
Distress premium		0,00%
Tax rate		19,50%
Relevered (equity) beta		0,49
D/E (input CAPM)		56,10%

Tabel 28 Opbouw Cost of Equity

143. We achten de kosten voet van 12,98% als laag nu het een niet beursgenoteerde onderneming betreft en een historie heeft van operationele verliezen.

*Kostenvoet vreemd vermogen*

144. De kostenvoet voor vreemd vermogen wordt in de regel gekoppeld aan het lange termijn rendement (yield) vereist door obligatiehouders. Gegeven het profiel van de Onderneming dient voor de benadering van de kostenvoet vreemd vermogen een additionele risicovergoeding te worden opgenomen. Hierbij kan worden gekeken naar de vergoeding die wordt gehanteerd bij vergelijkbare situaties. Een gangbare methode hiervoor is de beoordeling van de risicovergoeding (yield spread) ten opzichte van de mate waarin ondernemingen hun rentelasten kunnen betalen (interest rate cover ratio).

<b>Cost of debt</b>	<b>4,52%</b>
Rating	B2/B
Risk Free Rate	2,57%
Spread	3,05%
Cost of debt (pre-tax)	5,62%
Tax rate	19,50%
Cost of debt (pre-tax)	4,52%

Tabel 29 Cost of Debt

*Conclusie vermogenskostenvoet*

145. Aan de hand van de WACC formule zoals eerder opgenomen kan uiteindelijk de gewogen gemiddelde kostenvoet van de Onderneming worden opgemaakt, welke uitkomt op 9,63%. We achten deze gemiddelde kostenvoet van 9,63% als laag nu het een niet beursgenoteerde onderneming betreft en de onderneming een historie heeft van operationele verliezen.

<b>Going-concern</b>	<b>Input</b>
Company	MVV
Valuation date	31-3-2024
<b>Cost of debt</b>	<b>4,52%</b>
Rating	B2/B
Risk Free Rate	2,57%
Spread	3,05%
Cost of debt (pre-tax)	5,62%
Tax rate	19,50%
Cost of debt (pre-tax)	4,52%
<b>Cost of Equity</b>	<b>12,98%</b>
Risk-free rate	Rf normalized
Asset beta	0,34
EMRP	KPMG study (NL)
SFP	7,95%
Distress premium	0,00%
Tax rate	19,50%
Relevered (equity) beta	0,49
D/E (input CAPM)	56,10%
D	35,94%
E	64,06%
D/E	56,10%
<b>WACC</b>	<b>9,63%</b>

Tabel 30 Opbouw vermogenskostenvoet

# Legenda toegepaste uitzonderingsgrondslagen

In dit document zijn gegevens geanonimiseerd op grond van:

Wet	Artikel	Beschrijving	Pagina('s)
Wet open overheid	Art. 5.1 lid 2 sub e	De eerbiediging van de persoonlijke levenssfeer	21 22 23 28 30 31 32