

Noodzaakfinanciering: wie niet financiert moet dulden

Marjon Lok

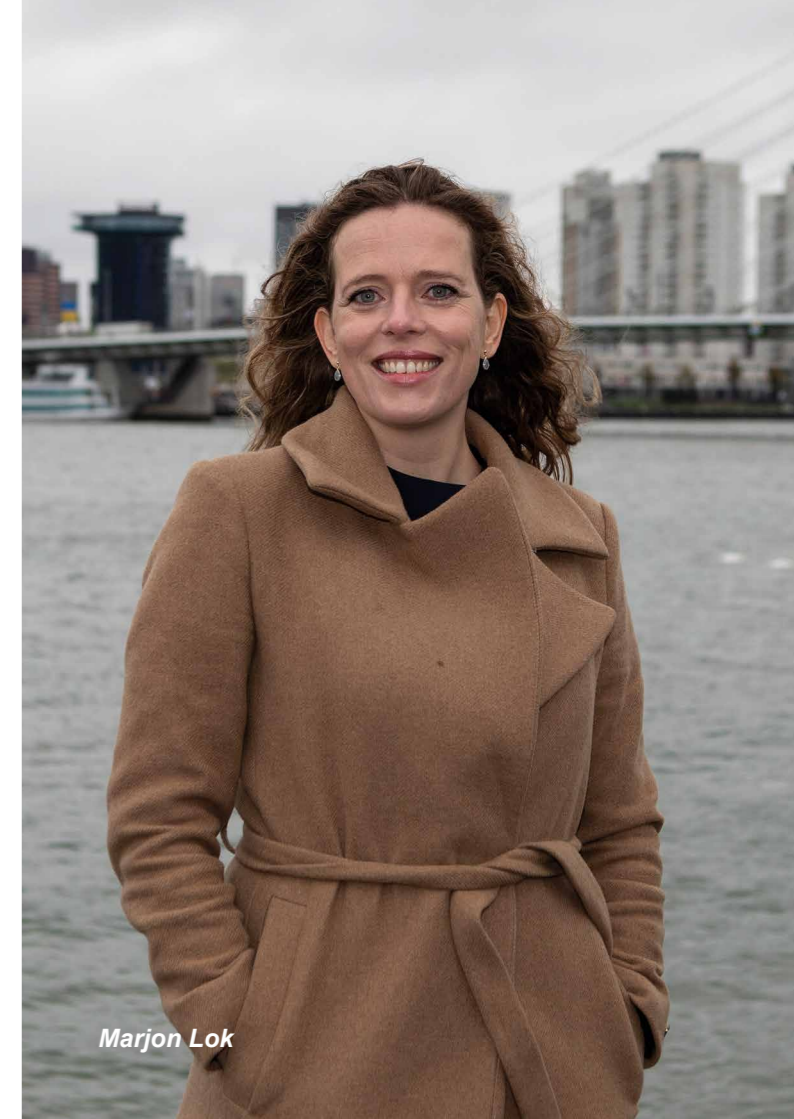
Het komt geregeld voor: een onderneming heeft dringend financiering nodig. Er wordt daarom gekeken naar de uitgifte van nieuwe aandelen met eventuele agiostorting. Of naar het omzetten van schulden in nieuw uit te geven aandelen (*debt to equity swap*). In beide gevallen zijn de aandeelhouders nodig en juist daar loopt het spaak. De aandeelhouders komen maar niet tot overeenstemming. Reële alternatieven zijn er niet. Wat te doen?

Kunnen aandeelhouders worden gedwongen te financieren?

Nee, tenzij anders overeengekomen of dit uit de statuten volgt, kunnen aandeelhouders niet verplicht worden om te financieren of hun kapitaaldeelname uit te breiden. Een aandeelhouder kan ook niet zo maar worden verplicht om een uitgifte van aandelen te accepteren of zelfs te faciliteren. Wil een aandeelhouder dat niet, dan mag hij tegenstemmen. Als daardoor de vereiste meerderheid niet wordt gehaald, kan het besluit niet worden genomen. Voorkeursrechten, anti-verwateringsbedingen, quorumvereisten, vereiste goedkeuringen of meerderheden kunnen dus allemaal in de weg komen te staan aan de financiering van de onderneming. De aandeelhouder heeft nou eenmaal een grote mate van

vrijheid. Dat is ook vaak een belangrijk uitgangspunt bij een investeringskeuze.

Deze vrijheid is niet onbegrensd. Als er sprake is van (1) acute financiële nood bij de vennootschap, (2) een impasse in de besluitvorming en (3) een gebrek aan reële alternatieven, dan kunnen de aandeelhoudersvrijheden en aandeelhoudersrechten worden beperkt. Er is dan sprake van 'noodzaakfinanciering'. Als een aandeelhouder niet bereid is geld op tafel te leggen bij acute nood, dan hoeft deze ook geen plek aan diezelfde tafel te verwachten. Een aandeelhouder kan dus worden geforceerd om tegen zijn wil te dulden dat op een andere manier in financiering wordt voorzien.



Marjon Lok

Dat klinkt wat dreigend, maar het is goed te beseffen dat blokkering of frustratie van besluitvorming in het kader van broodnodige financiering, of dat nu is ingegeven door *powerplay* of door andere motieven, verstrekkende gevolgen kan hebben. Het is bijvoorbeeld wel eens voorgekomen dat een meerderheidsaandeelhouder die meer dan 70% van de aandelen hield, in een noodzaakfinancieringskwestie door rechterlijk ingrijpen is verwaterd naar 11%. De rechter kan dus fundamenteel ingrijpen.

Een noodzaakfinancieringsscenario biedt natuurlijk ook de nodige kansen. Juist omdat het vergaande gevolgen voor de governance en zeggenschap kan hebben. Een *added benefit* van noodzaakfinanciering kan zijn dat een meer omvangrijk en structureel governancegeschil wordt opgelost. Bijvoorbeeld doordat een (in alle opzichten) frustrerende aandeelhouder buiten spel wordt gezet. Een weloverwogen strategie kan dus tot goede uitkomsten leiden.

Impasse in de besluitvorming

Noodzaakfinanciering speelt alleen als de aandeelhouders (en het bestuur) niet tot overeenstemming komen en daardoor niet de nodige besluiten kunnen worden genomen. Er moet sprake zijn van een impasse die in de weg staat aan

essentiële financiering. Combineer dit met de vereisten van noodzaak en urgentie, en er ontstaat een situatie waarbij alleen nog maar door ingrijpen van een rechter kan worden voorzien in de broodnodige financiering.

Voortbestaan in gevaar!

Juist omdat de gevolgen verreichend zijn, zijn de eisen voor noodzaakfinanciering streng. Er moet eerst en aantoonbaar sprake zijn van nood. De financiering door uitgifte van aandelen moet noodzakelijk zijn voor het voortbestaan van de onderneming. Zonder noodzaakfinanciering is een surseance of faillissement waarschijnlijk. De onderneming moet dus echt en aantoonbaar *'at death's door'* zijn. Idealiter zet het bestuur daarom in een notitie aan de aandeelhouders uiteen waarom er sprake is van een kapitaalbehoefte, wat de omvang hiervan is, wat hiermee kan worden gedaan en wat er nodig is (aan bedrag en voorwaarden) om hierin te voorzien. Uiteraard moet ook duidelijk zijn dat de financiering wel uitkomst zal bieden en dat het faillissement daarmee wordt afgewend.

De urgentie is een apart vereiste en moet separaat worden toegelicht in deze notitie. Duidelijk moet bijvoorbeeld worden waarom er niet nog tijd en mogelijkheden zijn om te

onderhandelen met (andere) financiers. Het enkele stellen van een kapitaalbehoefte is niet voldoende. Het kan zinvol zijn een actuele cashflowprognose, balans en overzicht van noodzakelijke toekomstige investeringen of kosten bij de notitie of oproep voor de vergadering te voegen. Als er sprake is van bankconvenanten waarin vermoedelijk zal worden tekortgeschoten, is het belangrijk die ook onder de aandacht te brengen.

De notitie kan worden gestuurd samen met de oproep voor een (urgente) aandeelhoudersvergadering, waarin de financiële nood en de mogelijke oplossingen hiervoor aan bod komen. Het is belangrijk dat zowel de notitie als de notulen van de aandeelhoudersvergadering goed worden geformuleerd. Daarbij kan uw advocaat een nuttige functie vervullen. De advocaat kan ook zorgen dat de juiste punten aan bod komen tijdens de vergadering. Afhankelijk van de complexiteit, kan het nuttig zijn ook uw accountant/boekhouder mee te nemen naar de aandeelhoudersvergadering. Dat kan helpen bij het objectiveren van de financieringsbehoefte. Laat u informeren wat in een concreet geval voor u(w) (onderneming) wenselijk en raadzaam is.

Een vraag is hoever het bestuur de toekomst in moet (kunnen) kijken. Zeggenschapsverhoudingen mogen niet meer wijzigen dan nodig. Bij het bepalen van wat nu nodig is aan financiering (en aan uitgifte nieuwe aandelen) zal het eerst gaan om het waarborgen van de korte termijn continuïteit: de acute nood. Urgentie is immer vereist. Is echter nu al voorzienbaar dat het volgende jaar bijvoorbeeld convenanten niet kunnen worden nageleefd, en er is geen aanleiding om te denken dat dit probleem in de tussentijd kan worden opgelost (ook niet met korte termijn financiering), dan is ook die verwachting relevant. Bijvoorbeeld bij een keuze tussen aanbiedingen van twee aandeelhouders die allebei bereid zijn te financieren onder bepaalde voorwaarden. Zeker als aannemelijk is dat de continuïteit door die genoemde omstandigheid alsnog op losse schroeven komt te staan. Het kán daarom zinvol zijn ook dit soort beschouwingen over de lange termijn continuïteit op te nemen in de notitie en de notulen. Dit doet natuurlijk niet af aan het vereiste dat ook nu, op dit moment, sprake moet zijn van voldoende urgentie en noodzaak.

Geen reële alternatieven

Noodzaakfinanciering is natuurlijk niet aan de orde als er allerlei even goede maar minder verstrekkende alternatieven beschikbaar zijn. Verwatering is in- en aangrijpend voor een

aandeelhouder. De rechter is terughoudend met het toelaten hiervan. Als de huisfinancier al heeft laten weten aanvullend krediet te zullen verstrekken zonder al te zware voorwaarden of als er eenvoudig voldoende activa kunnen worden geliquideerd om te voorzien in de benodigde financiering zonder zeggenschapswijzigingen, dan kom je niet snel aan noodzaakfinanciering toe.

Een rechter zal willen zien dat (1) er geen andere reële wijze van financiering beschikbaar is dan de voorgenomen aandelenuitgifte, (2) het voorstel voldoet aan de financieringsbehoefte en (3) het voorstel de aandeelhoudersbelangen zo min mogelijk schaadt. De eiser die de rechter wil bewegen om aandeelhoudersrechten opzij te zetten moet bewijsmiddelen overleggen waaruit volgt dat alternatieven niet, althans niet onder acceptabele voorwaarden, beschikbaar zijn. Denk bijvoorbeeld aan afwijzingsberichten of offertes waaruit niet haalbare voorwaarden blijken. Bestuursnotulen waarin staat omschreven welke mogelijkheden onderzocht zijn en waarom dit in niets heeft geresulteerd zijn ook bruikbaar.

Wat geldt als reëel alternatief – en wat in dat verband kan worden geveerd van het bestuur – is mede afhankelijk van

de onderneming. Niet iedere feitelijke mogelijkheid hoeft te worden benut. Er wordt gekeken naar de onderneming, de sector en de praktijk. Is er bijvoorbeeld altijd gekozen voor eigen of juist vreemd vermogen en is dit uitgangspunt ergens vastgelegd? Is de onderneming financieel internationaal actief of kan van het bestuur alleen worden verwacht dat zij zich tot de grote, bekende Nederlandse banken wendt? Moet zij kijken of er in de relatiekring of via crowdfunding gegadigden voor financiering kunnen worden aangetrokken of kan het bestuur zich enkel beperken tot een verzoek aan de aandeelhouders? Wat de keuze ook is, deze moet gemotiveerd worden vastgelegd en in meer of mindere mate worden voorgelegd aan de aandeelhouders, hetgeen – u raadt het al – ook weer moet worden vastgelegd.

Om later niet geconfronteerd te worden met het verwijt dat het bestuur onvoldoende onderzoek heeft gedaan, kan het zinvol zijn de overige aandeelhouders uit te nodigen financieringsmogelijkheden aan te dragen. Die kan het bestuur dan direct meewegen en onderdeel maken van de papertrail. Het is dan wel van belang vervolgens goed vast te leggen waarom dit geen reële opties zijn. Overleg met uw advocaat wat in uw situatie de beste keuze is en hoe dit het beste kan worden vastgelegd.

Een externe financier kan een doorslaggevende rol spelen bij de wijze waarop noodzaakfinanciering wordt verleend. In de Prins Holding-uitspraak, bijvoorbeeld, verzetten de sterk verwaterde minderheidsaandeelhouders zich tegen het aandeelhoudersbesluit tot afstempeling bij kapitaalvermindering en aandelenuitgifte tegen liquidatiewaarde aan de meerderheidsaandeelhouder. Dit verzet werd afgewezen omdat additionele financiering noodzakelijk was en geëist werd door de bank. Ook in andere zaken was een belangrijke rol weggelegd voor de eisen van een bestaande externe financier of (huis)bankier. Zo is niet ongebruikelijk dat een financier eist dat een bepaalde bestuurder aanblijft of juist vertrekt of dat overige aandeelhouders een bepaald bedrag aan kapitaal bijleggen of de aandelen juist verkopen (bijvoorbeeld de uitspraken in Nijl Aircraft Docking en Thermen Holiday Beheer). De stem van de (huis)bankier kan dus net de doorslag geven bij een keuze tussen uw noodzaakfinancieringsvoorstel en dat van een ander. Ook daarbij kan dus een goede strategie helpen bij het sturen naar een gewenste oplossing.

Iedereen mag meedoen! Of toch niet?

De overige aandeelhouders moeten bij voorkeur de kans krijgen om zelf ook geld op tafel te leggen en dus (al dan niet

naar rato) mee te doen. Een beroep op noodzaakfinanciering zal meer kans van slagen hebben als de dwarsliggende aandeelhouders de kans hadden om niet te verwateren. Dit was bijvoorbeeld het geval in de Prins Holding-zaak.

De eerste stap is daarom meestal om als agendapunt op te nemen het besluit dat alle aandeelhouders op gelijke voet meedoen. Er hoeft dan niet verwaterd te worden en de zeggenschapsverhoudingen worden niet onnodig gewijzigd. Stemmen zij tegen, dan kan dat besluit niet worden genomen omdat aandeelhouders niet kunnen worden verplicht te financieren.

Als volgende agendapunt kan dan worden voorgelegd de voorgestane financiering, inclusief de nodige afstand van voorkeursrechten, de blokkeringsregeling en/of goedkeuringsrechten. Als dit besluit door de blokkerende aandeelhouder(s) wordt tegengehouden en het besluit daardoor niet kan worden genomen, dan kan een noodzaakfinancieringsprocedure uitkomst bieden. Als het besluit wel kan worden genomen omdat u de nodige meerderheid aan uw kant of in uw bezit heeft, dan heeft u uw positie zo goed mogelijk afgedekt. Met al deze stappen dient uiteraard bij de agendering voor de



aandeelhoudersvergadering al rekening te zijn gehouden. De formulering van zowel de agenda als de notulen luistert nauw.

Het is niet altijd nodig dat alle aandeelhouders op gelijke voet mee kunnen doen. Bijvoorbeeld als er inmiddels een dusdanig verstoorde verhouding bestaat, dat van aandeelhouders niet kan worden gevergd dat zij aanvullend investeren én samenblijven. Denkbaar is dat de ene aandeelhouder zegt: ik wil het geheel financieren door uitgifte, maar alleen zonder de andere aandeelhouder (die daardoor verwatert), terwijl de andere aandeelhouder wél wil meefinancieren, met behoud van gelijke zeggenschap. Dit zal een rechter in een procedure mogelijk toestaan, maar de rechter staat verwatering niet verder toe dan nodig. Het is dan dus zaak om aan te tonen dat alleen de financiering door één aandeelhouder met verwatering van de andere aandeelhouder, in het belang van de vennootschap is. Bijvoorbeeld omdat de andere partij de vennootschap met zijn doen en laten schaadt. Een goed dossier is essentieel.

Uitgiftekoers

De uitgiftekoers moet blijken de Prins Holding-uitspraak bij voorkeur een reële waarde vertegenwoordigen. Soms biedt een waardering door een externe, onafhankelijke partij

uitkomst, maar een waardering is vaak lastig te maken, zeker bij financiële moeilijkheden of een onderneming waarin de waarde (nog) vooral in een nog niet verwezenlijkt potentieel ligt (zoals tijdens de research development fase in biotech, life sciences en pharma). Bovendien bestaat er, vanwege statutaire beperkingen of gebrek aan interesse, wellicht niet de mogelijkheid om externe partijen als aandeelhouders aan te trekken zodat een 'objectieve' waardering lastig is. Een waardering reflecteert daarmee mogelijk niet de waarde die aandeelhouders daadwerkelijk bereid zijn te betalen.

Soms is het mogelijk om te werken met een 'veiling' tijdens de aandeelhoudersvergadering. Er wordt gezien of/welke aandeelhouders bereid zijn voor een relatief hoge prijs de benodigde financiering te verschaffen. Bij gebrek aan interesse gaat men stapsgewijs omlaag, tot men bij een prijs komt waarvoor een of meer aandeelhouders bereid zijn (alleen of gezamenlijk) de nodige financiering te verschaffen. Het voordeel is dat in een latere juridische discussie dan moeilijker is vol te houden dat de koers te laag was. Ook staat dan vast dat alle aandeelhouders de gelegenheid hadden hun belang op peil te houden (en zelfs te vergroten). Bovendien kan het bestuur laten zien dat in het belang van de vennootschap een zo hoog mogelijke prijs is verwezenlijkt.

Naar de rechter

Als de nodige stappen zijn doorlopen en met het relevante bewijs stevig op zak, kan een noodzaak-financieringsprocedure worden gestart. Dit kan in kort geding of bij de Ondernemingskamer. Er kan snel worden gehandeld. Statutaire, contractuele en wettelijke bepalingen (waaronder dwingend recht volgens onder meer de Skygate en Versatel-uitspraken) kunnen door de rechter zo nodig opzij worden gezet.

De rechter heeft een breed instrumentenarsenaal en ook daarop kan strategisch worden geanticipeerd: de rechter kan aandeelhouders dwingen mee te werken aan essentiële besluitvorming voor aandelenuitgifte of om deze te dulden. De rechterlijke uitspraak kan in de plaats treden van een bepaalde vereiste handeling van een partij. De voor kapitaalverhoging vereiste statutenwijziging kan plaatsvinden zonder aandeelhoudersbesluit. De bestuurders kunnen worden geschorst. Er kunnen tijdelijk functionarissen worden benoemd die bijvoorbeeld bevoegd zijn om (definitief) aandelen uit te geven aan de aandeelhouder die het beste bod neerlegt of die bevoegd zijn venture capital aan te trekken al dan niet tegen uitgifte van aandelen. De Ondernemingskamer

kan zelfs de aandelen van een aandeelhouder tijdelijk ten titel van beheer laten overdragen, om de nodige besluitvorming mogelijk te maken (Triple E). Vaker zien we dat de uitgiftebevoegdheid tijdelijk bij een ander orgaan wordt neergelegd, bijvoorbeeld bij het bestuur (zoals in de Decidewise-uitspraak, waar de nodige meerderheid niet kon worden behaald binnen de aandeelhoudersvergadering). Zeker als de verwachting is dat deze financiering (of conversie van leningen ter verhoging van solvabiliteit) weer kan resulteren in het aantrekken van nadere financiering (Delphi-uitspraak).

Er wordt ook regelmatig voorbijgegaan aan vereiste meerderheden (zelfs aan het vereiste van unanimiteit, zoals in de Phoenica-uitspraak) of aan goedkeuringsrechten. Dit werkt ook op groepsniveau. In de SkyGate-zaak mocht het bestuur van een holding die alle aandelen in een dochter hield, in de algemene vergadering van die dochteronderneming stemmen vóór de noodzaak-financiering van die dochter, ook al had dit bestuur niet de vereiste goedkeuring van de algemene vergadering van de holding hiervoor. Binnen de algemene vergadering van die holding was namelijk sprake van een impasse die de noodzakelijke financiering van de dochter frustreerde.

Het opzijzetten van het voorkeursrecht geschiedt niet lichtvaardig. Een onomkeerbare wijziging van de vennootschappelijke verhoudingen staat op zichzelf niet aan toewijzing in de weg, maar noopt wel tot terughoudendheid (Mocoffee-uitspraak). Bij voorkeur vindt financiering plaats zonder wijziging in de zeggenschapsverhoudingen en nooit meer dan nodig. In de Decidewise-uitspraak werd het voorkeursrecht daarom niet terzijde gesteld. In Alcas mocht het voorkeursrecht wel terzijde worden gesteld als er met een aandeelhouder geen overeenstemming kwam over de voorwaarden van herfinanciering. In de Rhodes-uitspraak werd het voorkeursrecht direct opzijgezet. Ook bij Inter Access werd uitgifte van aandelen met uitsluiting van het voorkeursrecht mogelijk. Een beroep op een onteigeningsverbod baat niet snel. In de Cunico-uitspraak besloot de Ondernemingskamer dat uitsluiting van het voorkeursrecht, zelfs bij een naamloze vennootschap, kan worden gerechtvaardigd door het belang van de vennootschap om niet in een faillissementssituatie te belanden. Dat geldt te meer als er sprake is van compensatie van de verwaterende aandeelhouder. Ook het aanbieden van compensatie kan daarom een goede zet zijn.

Anticipeer in de antiverwateringsclausule

We raden aandeelhouders vaak aan om antiverwateringsclausules op te nemen in de statuten of aandeelhoudersovereenkomst. Een dergelijke clausule biedt bescherming, maar blijft niet altijd overeind. In een noodzaakfinancieringsscenario kan een beroep erop onaanvaardbaar zijn. Dit deed zich bijvoorbeeld voor bij de GorillaPark-uitspraak. Hierbij ging het om uitgifte bij een financiële herstructurering om faillissement te voorkomen. De overgrote meerderheid van de aandeelhouders (97%) was ondanks verwatering bereid om in te stemmen. Een beroep op de antiverwateringsclausule was in die omstandigheden onaanvaardbaar.

Met dat in het achterhoofd, loont het om in antiverwateringsclausules aan te geven wat van het bestuur en overige aandeelhouders kan worden gevergd in het kader van (het voorkomen van) verwatering en het onderzoeken van alternatieven. Ook een beroep daarop kan uiteraard terzijde worden geschoven als de redelijkheid en billijkheid dat vergen, maar er wordt wel een extra drempel opgeworpen, zeker als de gestelde eisen op zichzelf niet onredelijk zijn. Wij denken graag met u mee over de mogelijkheden om een sterke antiverwateringsclausule op te stellen of

deze te beoordelen binnen de context van de betreffende onderneming. Met een sterke antiverwateringsclausule kunt u het verschil maken.

Een nieuw speelveld voor het bestuur

De financiële nood brengt op zichzelf een nieuw speelveld mee. De bestuurders lopen het risico dat zij persoonlijk voor deze nieuwe realiteit verantwoordelijk of zelfs aansprakelijk worden gehouden. Tegelijkertijd moet het bestuur in die periode voorzichtig manoeuvreren met betrekking tot onder meer het aangaan van nieuwe verplichtingen (waaronder het verstrekken van nieuwe zekerheden) en het omgaan met crediteuren. Dit kan nauw luisteren, dus zorg ervoor dat deze periode zo kort mogelijk is door van tevoren de stappen goed uit te denken en strategisch door te voeren. Zorg er ook voor dat u goed geïnformeerd bent over wat u moet doen en wat u beter kunt laten. Zorg er ook voor dat de maatregelen die u neemt – en uw overwegingen indien u iets laat – goed worden gedocumenteerd.

Noodzaakfinanciering via een dwangakkoord: de WHOA

De WHOA ofwel Wet homologatie onderhands dwangakkoord biedt de mogelijkheid van een – ook ten opzichte van de

aandeelhouders – afdwingbaar akkoord buiten insolventie. Een 'WHOA-akkoord' kan wat betreft de gevolgen voor een aandeelhouder aansluiten bij noodzaakfinanciering: zo kan het voorkomen dat aandeelhouders in situaties van acute financiële nood dienen mee te werken aan een omzetting van schulden in aandelen met het oog op het waarborgen van de continuïteit van de onderneming. Daarbij kunnen het voorkeursrecht van individuele aandeelhouders en de uitgiftebevoegdheid van de algemene vergadering opzij worden gezet. In de WHOA staat bovendien dat aandeelhouders de herstructurering van de onderneming niet om oneigenlijke of onzakelijke redenen mogen frustreren. Een impasse op aandeelhoudersniveau is echter niet vereist om toegang te krijgen tot het WHOA-traject.

In het WHOA-akkoord kunnen voorts regelingen worden getroffen zoals het aangaan van nieuwe financieringen, het wijzigen van dividendrechten en het wijzigen van een aandeelhoudersbelang. Ook verwatering of zelfs het volledig ontnemen van het belang van de zittende aandeelhouders is mogelijk. Dit gaat dus potentieel verder dan noodzaakfinanciering. Bovendien biedt de WHOA interessante oplossingen als de aandeelhouders wel onderling overeenstemming hebben, maar bijvoorbeeld

een derde met zekerheden aan de financiering in de weg staat. Een door de rechter gehomologeerd WHOA-akkoord is immers ook bindend voor schuldeisers met zekerheidsrechten. DVDW zal een apart magazine wijden aan de WHOA, waarbij ook de positie van de aandeelhouder aan bod zal komen. Watch this space!

Conclusie

Als de onderneming op de rand van de afgrond staat en de zittende aandeelhouders een oplossing blokkeren, ontstaan voor zowel bestuur als aandeelhouders mogelijkheden om via de rechter diep in te grijpen in de onderneming. Dat brengt zowel risico's als kansen mee. Een verkeerde aanpak kan resulteren in verwatering en mogelijk faillissement. Een goede strategie kan leiden tot de nodige financiering en zelfs tot een structurele oplossing van slepende geschillen.

Overweegt u noodzaakfinanciering of wordt u hiermee geconfronteerd? Wij helpen u graag door en met dit traject.

Neem contact op met **Marjon Lok** : lok@dvdw.nl

De sectie Corporate Litigation & Dispute Resolution kent diverse specialisten op dit gebied. Kijk op de **website** voor meer informatie.