

Noodzaakfinanciering: Wat te doen bij een acute liquiditeitsbehoefte en een dwarsliggende aandeelhouder

Marjon Lok

Geen financieringsplicht, ook niet bij hoge nood

Een aandeelhouder hoeft een vennootschap niet te financieren als dat niet is afgesproken of uit de statuten volgt. Aandeelhouders kunnen niet tegen hun wil meer verplichtingen worden opgelegd dan hun eventuele stortingsplicht. Maar wat te doen als er een dringende liquiditeitsbehoefte bestaat en partijen het niet eens worden over de wijze waarop in die behoefte wordt voorzien? Als er niet direct geld binnenkomt is het mogelijk gedaan met de onderneming. Ook dan is de aandeelhouder niet verplicht om te financieren. Dat betekent echter niet dat er geen gevolgen zijn. De aandeelhouder die ervoor kiest niet financieel bij

te dragen wanneer dat noodzakelijk is, kan met vrijwel lege handen komen te staan.

De samenwerking loopt vast en staat in de weg aan essentiële financiering

Beeld je de volgende situatie in. Als er niet wordt ingegrepen dan is de onderneming ten dode opgeschreven. Tijd om iedere keer weer met elkaar om de tafel te gaan zitten is er niet. Tijd voor een lang gevecht ook niet. Een aandeelhouder wil misschien wel financieren, maar alleen onder de voorwaarde dat er aandelen aan hem of haar worden uitgegeven en/of er conversie van leningen plaatsvindt.



Als er geen andere bereidwilligen zijn is de uitgifte van nieuwe aandelen mogelijk de enige realistische manier om tijdig afdoende nieuwe financiering aan te trekken.

Die uitgifte wordt echter geblokkeerd. De overige aandeelhouders mogen immers tegenstemmen en zich daarbij laten leiden door het eigen belang. Zij kunnen zich wellicht beroepen op het feit dat voor uitgifte een bepaalde meerderheid is vereist op basis van statuten of aandeelhoudersovereenkomst. Zij kunnen mogelijk ook een beroep doen op een recht op goedkeuring, een anti-verwateringsclausule een blokkeringsregeling of voorkeursrechten. Daarmee loopt de noodzakelijke financiering spaak en dreigt het einde voor de onderneming.

Niet financieren? Dan moet je maar dulden

Maar wie niet betalen wil, moet soms dulden. Dat is inmiddels vaste rechtspraak. Onder dulden kan, blijkens de jurisprudentie, ook een vergaande verwatering worden verstaan. In 2022 verwaterde een aandeelhouder in *K.B. Holding* nog van 50% naar 12,5%¹, maar er zijn voorbeelden van verdergaande verwateringen. Een aandeelhouder kan

¹ Hof Arnhem 7 juni 2022 ECLI:NL:GHARL:2022:4669 (*K.B. Holding*).

bijna wegverwaterd worden. Zelfs als een aandeelhouder een meerderheid in de algemene vergadering heeft, of er een anti-verwateringclausule is overeengekomen. Zelfs als er statutaire blokkeringsregelingen, goedkeuringsrechten en voorkeursrechten bestaan.

Is dat niet in strijd met de (Europese) wet?

Noodzaakfinanciering is door de Hoge Raad geaccepteerd in de *Inter Access*-uitspraak en inmiddels vast meubilair als het gaat om juridische instrumenten bij financiële nood. Het resulteert inderdaad in een inbreuk op geldende rechtsverhoudingen. Dit kan definitieve, onomkeerbare gevolgen hebben. De rechter mag bij noodzaakfinanciering afwijken van dwingend recht en van statutaire en contractuele bepalingen.

Toch zal artikel 1 Eerste Protocol (of art. 6 EVRM) niet aan noodzaakfinanciering in de weg hoeven staan. Er is bij een geslaagde noodzaakfinanciering geen sprake van een inbreuk op artikel 1, omdat de inmenging (1) is voorzien bij wet, namelijk in artikel 2:349a lid 2 BW en de noodzaakfinancieringjurisprudentie, (2) dan een gerechtvaardigd algemeen belang dient, namelijk de continuïteit van de onderneming en (3) proportioneel zal zijn.

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. Nood breekt dan dus wet.

Een nieuw speelveld (op glad ijs)

De financiële nood brengt een nieuw speelveld mee. De bestuurders lopen het risico dat zij persoonlijk voor deze nieuwe realiteit verantwoordelijk of zelfs aansprakelijk worden gehouden. Een weg naar de Ondernemingskamer betekent ook dat er een onderzoek naar wanbeleid wordt geopend en voor dat wanbeleid kunnen verantwoordelijken worden aangewezen (ook individuele aandeelhouders).

Bestuurders kunnen niet stilzitten, maar moeten actief maatregelen nemen om de problemen het hoofd te bieden en schade te beperken. Tegelijkertijd moeten bestuurders voorzichtig manoeuvreren met betrekking tot onder meer het aangaan van nieuwe verplichtingen (waaronder het verstrekken van nieuwe zekerheden) en het omgaan met crediteuren. Het is natuurlijk nog maar de vraag of de vennootschap deze nieuwe verplichtingen allemaal zal kunnen nakomen. Het bestuur moet dus uiterst zorgvuldig

handelen. Dit kan nauw luisteren.

Doel van noodzaakfinanciering: het afwenden van nood +

Het doel van noodzaakfinanciering is het afwenden van het faillissement. De onderneming beschikt over nieuwe financiering en kan daarmee verder. Een *added benefit* is dat noodzaakfinanciering aandeelhouders die bereid zijn te financieren de mogelijkheid biedt om zeggenschap naar zich toe te trekken. Het gevolg van noodzaakfinanciering is, zoals gezegd, soms vergaande verwatering.² Het kan ook een biedingsproces inhouden waarbij uiteindelijk een volledige

² HR 19 oktober 2001, JOR 2002/5, m.nt. Van den Ingh (*Skygate*); Hof Amsterdam (OK) 29 november 2002, JOR 2003/8, m.nt. Josephus Jitta (*Alcas*); Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2009, JOR 2009/319, m.nt. Doorman (*Triple E*); HR 25 februari 2011, JOR 2011/115, m.nt. Doorman (*Inter Access*); Hof Amsterdam (OK) 25 mei 2011, JOR 2011/288, m.nt. Doorman (*Rhodes*); Hof Amsterdam (OK) 3 december 2012, RO 2013/21 (*Harbour Antibodies*); Hof Amsterdam (OK) 8 mei 2014, ARO 2014/119, JIN 2014/131, m.nt. Oostlander (*Delphi*); Hof Amsterdam (OK) 27 oktober 2015, JOR 2016/60, m.nt. Van Thiel (*Cunico*); Hof Arnhem-Leeuwarden 7 juni 2022, ECLI:NL:GHARL:2022:4669, JOR 2022,228 m.nt. Borrius (*K.B Holding*); Hof Amsterdam (OK) 15 juli 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:2081, JOR 2022, 256 m.nt. P.D. Olden (*Cicerone*).

exit van een aandeelhouder wordt bewerkstelligd (*Cunico-uitspraak*). Er kan door middel van noodzaakfinanciering dus ook een meer structureel governanceprobleem worden opgelost.

Dit kan ook leiden tot de introductie van nieuwe aandeelhouders die financieren tegen uitgifte van nieuwe aandelen. Dit kunnen bestuurders zijn (via een *management buy out* bijvoorbeeld) of derden die door bestuur of aandeelhouders worden geïntroduceerd en/of daarmee verbonden zijn. Er is immers op zijn minst inzicht in de liquiditeitsbehoefte en de voor de onderneming specifiek passende oplossingen nodig. Een derde zal zonder ingang niet snel over afdoende en actuele informatie beschikken. Overigens zal een derde ook niet snel tot de kring van belanghebbenden behoren.³ Bij een belangenafweging ten opzichte van de zittende aandeelhouders kan een derde een nadeel ondervinden, maar ook dan zal de continuïteit van de onderneming een doorslaggevende rol kunnen spelen. Dat geldt natuurlijk te meer bij ondernemingen met een algemeen belang.

³ Rb. Amsterdam 22 december 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:8338.

Vereiste 1: acute noodzaak

Wil noodzaakfinanciering kunnen slagen, dan *moet* er sprake zijn van financiële nood en die nood moet het voortbestaan van de vennootschap daadwerkelijk in gevaar brengen. Enkel financiële moeilijkheden of een liquiditeitsbehoefte is niet genoeg. Zelfs het bestaan van nood is niet genoeg; er moet een dringende en acute continuïteitsdreiging bestaan. Dat betekent in feite dat de verwachting is dat de onderneming op korte termijn niet meer aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen.

Die acute nood moet ook helder kunnen worden aangetoond aan de hand van actuele cijfers, waaronder bijvoorbeeld een actuele balans, cashflowprognose, kasstroomoverzichten en een overzicht van bestaande en verwachte toekomstige verplichtingen en noodzakelijke investeringen. Een verklaring van een accountant over de kortetermijnliquiditeitsnood kan goed bruikbaar zijn, omdat dit helpt de behoefte te objectiveren. De kortetermijncontinuïteit staat voorop. Is echter nu al voorzienbaar dat het volgende jaar financieringsvoorwaarden/convenanten niet kunnen worden nageleefd en zal dit probleem niet met kortetermijnfinanciering kunnen worden opgelost, dan kan daar ook aandacht aan worden besteed.

Het volgende moet bij voorkeur uit de *paper trail* blijken:

Wat is precies de behoefte van de vennootschap nu en in de toekomst? Waarom is die zo urgent? Zijn er bijvoorbeeld convenanten waarin zal worden tekortgeschoten? Wat is er tot nu toe gedaan om te voorzien in die behoefte? Wat zijn de nog beschikbare mogelijkheden, bijvoorbeeld: externe financiering, *crowd funding*, snijden in de kosten, verkoop van activa of financieel of organisatorisch herstructureren. Hoe reëel zijn die? Wordt een faillissement echt afgewend als in de genoemde kapitaalbehoefte wordt voorzien? Wat is er nu nog aan ruimte qua tijd en mogelijkheden om te onderhandelen met andere financiers? Wat is de positie van de financiers?

Informatievoorziening aan de te verwateren aandeelhouder(s) is belangrijk. Wacht niet met het verstrekken van de bovengenoemde gegevens tot de zitting, maar informeer en betrek de aandeelhouder(s) zo spoedig mogelijk. Een notitie met toelichting en met onderbouwende financiële stukken van het bestuur ten behoeve van de eerstvolgende aandeelhoudersvergadering kan daarvoor nuttig zijn.

Dat geldt overigens ook als de uitgifte of conversie van een lening naar aandelen niet via de rechter hoeft, maar op

basis van de statuten (en aandeelhoudersovereenkomst) mogelijk is. In de zaak *Wamberg* ontbrak de zakelijke rationale bij de uitgifte.⁴ Voorzienbaar was al bij voorbaat dat de minderheidsaandeelhouder niet zou participeren en dus aanzienlijk zou verwateren. Dan is het volgens de Ondernemingskamer extra belangrijk om de omvang van de emissie en de uitgiftekoers te baseren op een onafhankelijke waardering op basis van een transparant proces. De minderheidsaandeelhouder had bovendien moeten worden betrokken bij waardering. Het enkele feit dat een verwatering volgens de statuten *kan*, betekent dus niet dat het ook in alle gevallen *mag*. Ook dan moeten (meerderheids) aandeelhouders de nodige zorgvuldigheid met betrekking tot hun medeaandeelhouders in acht nemen.

Heeft de te verwateren aandeelhouder vervolgens het gevoel dat er nog informatie ontbreekt, dan moet deze aandeelhouder concreet en tijdig aangegeven wat er volgens hem of haar mist (zo blijkt uit de *K.B. Holding*- uitspraak).⁵

⁴ Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2022, JOR 2022/174 (*Wamberg*).

⁵ Hof Amsterdam (OK) 17 februari 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:407, ARO 2022/67 (*K.B. Holding*).

Vereiste 2: impasse

Noodzaakfinanciering speelt alleen in ondernemingen waar partijen het niet eens worden over de wijze waarop in de liquiditeitsbehoefte moet worden voorzien en de stemmen dus staken. De tweede voorwaarde is daarom een impasse of *deadlock* in de besluitvorming. Dit is logisch. Als de aandeelhouders elkaar (direct of via het bestuur) niet blokkeren en tot overeenstemming kunnen komen, dan is er natuurlijk ook geen reden voor ingrijpen door de rechter.

De impasse moet in de weg staan aan de financiering. Ook dit moet worden aangetoond, waardoor het meestal aan te raden is een aandeelhoudersvergadering bijeen te roepen waarbij de financiering en uitgifte op de agenda staan, evenals de nodige afstand van rechten. Stemt een aandeelhouder tegen en wordt daardoor de noodzakelijke financiering geblokkeerd, dan zijn de agenda en notulen van de vergadering belangrijke bewijsmiddelen.

De situatie kan zich voordoen dat alle aandeelhouders bereid zijn om te financieren, maar onder andere voorwaarden. Zo kan een aandeelhouder bijvoorbeeld bereid zijn om financiering te verstrekken, maar alleen als de ander daar in gelijke mate en op gelijke voorwaarden aan bijdraagt.

Soms is er best bereidheid om te financieren, maar ontbreekt het bij een aandeelhouder simpelweg aan de middelen. Als de overige aandeelhouder(s) niet in gelijke mate mee kan/kunnen of wil(len) doen, dan kan de financierende aandeelhouder aangeven onder die omstandigheden alleen bereid te zijn om de nodige financiering te verstrekken tegen uitgifte van nieuwe aandelen, hetgeen dan tot (aanzienlijke) verwatering van de andere aandeelhouder(s) leidt. Daarbij kan bovendien de eis worden gesteld dat de niet financierende aandeelhouder afstand doet van andere hoedanigheden, zoals een bestuurspositie.

Verhoudingen kunnen zodanig verstoord zijn, dat het niet in het belang is van de onderneming om die relatie op dezelfde wijze voort te laten duren. In dat geval kan de rechter, ondanks de bereidheid van andere aandeelhouders om te financieren, toch de ruimte geven aan één aandeelhouder om het geheel te financieren, ten koste van de ander. De andere aandeelhouder(s) moet(en) dit dan toch dulden, ook als hij/zij wel bereid is/zijn te financieren en ook de middelen daarvoor heeft of hebben. Het spreekt voor zich dat dit alleen in bijzondere gevallen zal worden aangenomen. Er moet dan echt wat aan de hand zijn. Aanvullende omstandigheden, zoals schadelijk gedrag van een of meer aandeelhouders, of

de onvoorwaardelijke mededeling van een externe financier, zoals een bank, dat deze de financiering zal opzeggen als er niet afstand wordt genomen van een bestuurder/aandeelhouder, kunnen een rol spelen, mits de onderliggende overeenkomsten daaraan niet in de weg staan.

Vereiste 3: geen minder verstreckende alternatieven

Er moet een billijke afweging van de belangen van partijen plaatsvinden (zoals blijkt uit *Inter Access*). De rechter zal ook kijken naar de proportionaliteit van het verzochte ingrijpen.⁶ Omdat noodzaakfinanciering zulke vergaande en onomkeerbare gevolgen kan hebben, is terughoudendheid

⁶ HR 19 oktober 2001, JOR 2002/5, m.nt. Van den Ingh (Skygate); art. 2:349a lid 2 BW en zie par. 3.14 van de concl. B.F. Assink, ECLI:NL:PHR:2021:1167 bij HR 22 april 2022, ECLI:NL:HR:2022:586, waarin verwezen wordt naar Kamerstukken II 2011/12, 32887, nr. 6, p. 22: “De Ondernemingskamer moet zich ervan vergewissen dat eventuele onmiddellijke voorzieningen voldoen aan het evenredigheidsbeginsel, rekening houdend met de belangen van zowel de rechtspersoon als degenen die krachtens de wet en de statuten zijn betrokken bij zijn organisatie. Er moet dus een afweging van belangen plaatsvinden. (...)” Zie inzake de belangenafweging ook de annotatie Y. Borrius bij Hof Arnhem-Leeuwarden 7 juni 2022, ECLI:NL:GHARL:2022:4669, JOR 2022/228 en verwijzing naar Asser Procesrecht/Boonekamp 6 2020/154.



vereist (blijkt uit de *Mocoffee*-uitspraak) en is het van belang dat dit niet zo maar wordt toegepast als er ook een *perfectly good* alternatief beschikbaar is. Noodzaakfinanciering is daarom in beginsel alleen beschikbaar als er geen reëel uitzicht bestaat op (genoeg) financiering uit andere bron dan uitgifte van aandelen.

Als een financiering kan worden aangetrokken voor minder vergaande voorwaarden of er activa zonder problemen ten gelde kunnen worden gemaakt (en ook volstaat als oplossing), dan zal de vennootschap daar eerst gebruik van moeten maken. Anders wordt de noodzaakfinanciering niet toegewezen (zoals in de *Wamberg-uitspraak*).⁷ Als er vennootschapsrechtelijke middelen voor de onderneming openstaan, dan is het belangrijk dat de vennootschap ook daar eerst gebruik van maakt. De mogelijkheid tot het bijeenroepen van een aandeelhoudersvergadering valt daar ook onder, mits de acute noodzaak dit niet onmogelijk maakt, in welk geval het als schriftelijk besluit buiten vergadering kan worden voorgelegd.

Het is in beginsel aan het bestuur om te onderzoeken of

⁷ Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2022, JOR 2022/174 (*Wamberg*).

er minder vergaande alternatieven beschikbaar zijn.⁸ Het is dus raadzaam om aan de rechter te laten zien dat er geen andere reële wijze van financiering beschikbaar is dan de voorgenomen uitgifte. Bijvoorbeeld door diverse schriftelijk afwijzingen van gerenommeerde banken en medeaandeelhouders te overleggen. Offertes met onacceptabele voorwaarden zijn goed bruikbaar. Dit betekent niet dat ieder mogelijk alternatief moet worden onderzocht; het gaat enkel om alternatieven die passend zijn voor de onderneming. Het bestuur dient bij voorkeur het gedane onderzoek en de daarin gemaakte (positieve en negatieve) keuzes in een verslag of in notulen te motiveren en vast te leggen.

Een verwerende partij voert vaak aan dat alternatieven onvoldoende zijn onderzocht. In de praktijk blijkt dat als dit verweer verder niet concreet wordt onderbouwd, het nog wel eens wordt gepasseerd. Zelfs het opsommen van concrete alternatieven volstaat niet. Wil men in dit verweer slagen, dan is het van belang voldoende financiële onderbouwing van die

⁸ Zie anders bij Vroon WHOA: *Rechtbank Zeeland-West-Brabant* 23 december 2022, CLI:NL:RBZWB:2022:8628, JOR 2023/276 m.nt. M.E.C. Lok.

alternatieven te overleggen en die alternatieven te plaatsen in de context van de acute liquiditeitsbehoefte.⁹ Duidelijk moet zijn dat de alternatieven een reële en afdoende oplossing voor het probleem bieden (*Inter Access* en *K.B. Holding*). De noodzaak kan immers ook blijken als naar het oordeel van de rechter een minder ingrijpende maatregel niet effectief zou zijn (*Versatel*).

Niet verder dan noodzakelijk

De rechter zal een aandeelhouder in het kader van de proportionaliteit en evenredigheid niet verder verwateren dan noodzakelijk om de continuïteitsdreiging het hoofd te bieden. De onderneming hoeft niet in de langeretermijnliquiditeitsbehoefte te worden voorzien.

Ook om die reden heeft de voorkeur om de te verwateren aandeelhouder(s) de kans te geven zijn of haar belang op peil te houden door (pro rata) mee te financieren onder gelijke voorwaarden. Daar moet eigenlijk alleen van af worden gezien bij zeer ernstig verstoorde verhoudingen, met groot onderling wantrouwen, waarbij niet langer sprake is

⁹ Hof Amsterdam (OK) 12 april 2016, JOR 2016/234 m.nt. Olden (*Phoenicia Hotel*).

van vruchtbaar overleg, waarbij het argument kan worden gevoerd dat het op peil houden van de verhoudingen niet in het vennootschappelijk belang is.

Het verzoek tot noodzaakfinanciering dient te laten zien dat het voorstel de aandeelhoudersbelangen zo min mogelijk schaadt. Ook het aanbieden van compensatie aan de verwaterende aandeelhouder, of de mogelijkheid om later – binnen een bepaalde termijn – alsnog het belang op pijl te brengen, kan daarom een overweging zijn.

Vereiste 4: de onderneming is in de kern levensvatbaar

Hoewel dit meestal niet als vereiste wordt genoemd, zal de onderneming in de kern wel levensvatbaar moeten zijn.¹⁰

De noodzaakfinanciering hoeft (en zal gelet op de vereiste proportionaliteit wellicht) niet in de langetermijnfinanciering voorzien. Als bij voorbaat echter al redelijkerwijs aannemelijk is dat de onderneming sowieso – ook met noodzaakfinanciering – ten dode opgeschreven is, dan zal een beroep op noodzaakfinanciering vermoedelijk niet

¹⁰ Hof Amsterdam (OK) 9 februari 2024, ECLI:NL:GHAMS:2024:299 (*CWL Line / Volharding*).

slagen. Het belang ontbreekt dan. De bereidheid om in die situatie financiering te verstrekken zal dan overigens ook beduidend minder zijn.

Dit is alleen anders als bij de tijdelijke voorzetting een duidelijk (maatschappelijk, crediteuren- of ander) belang bestaat. Bijvoorbeeld omdat er tijd nodig is om een fabriek veilig te ontmantelen zonder dat er giftige stoffen in het drinkwater vrijkomen. Of omdat de ommekomst van een seizoen betekent dat er binnen een afzienbare termijn geoogst kan worden en er voor een bepaalde periode aanzienlijke omzet kan worden verwezenlijkt.

Rol en positie van de externe financier

De rol en positie van de externe financier kan doorslaggevend zijn bij noodzaakfinanciering, vooral als er verschillende voorstellen op tafel liggen. Een bank kan onder omstandigheden bijvoorbeeld eisen dat er een bepaald bedrag aan kapitaal wordt bijgestort door de aandeelhouders, dat een bestuurder aanblijft of vertrekt en dat een bepaalde aandeelhouder doorslaggevende zeggenschap wordt ontnomen. Zij kan communiceren dat als dat niet gebeurt, zij haar financiering opeist in welk geval de onderneming het faillissement moet aanvragen.

Het is natuurlijk altijd eerst de vraag in hoeverre de bank de financiering in dat geval *mag* opeisen en hoe concreet de dreiging hiervan voor de continuïteit is. Als hiervan sprake is, kan de positie van de externe financier, blijkens de jurisprudentie, van groot belang zijn voor het succes van de procedure.

Voorbereiden op noodzaakfinanciering: de te nemen stappen

Onderhandelen en draagvlak creëren

Eerst moet goed worden nagedacht onder welke voorwaarden men bereid is te financieren. Is de aandeelhouder bereid dat met een of meer andere aandeelhouders te doen, of alleen en dan voor het geheel? Er kan onderling worden onderhandeld, zodat er draagvlak is tijdens de vergadering en de daaropvolgende procedure. Zo kan er bijvoorbeeld worden afgesproken dat als niet iedereen wil financieren, een, twee of meer partijen zullen aanbieden het geheel te financieren tegen uitgifte van nieuwe aandelen, met uitsluiting van de rest. Indien mogelijk, is het raadzaam om zowel het bestuur als eventuele externe financiers 'on board' te krijgen ten aanzien van het financieringsvoorstel.

Oproep aandeelhoudersvergadering

Het is te adviseren om de financiering en uitgifte eerst op de agenda van de aandeelhoudersvergadering te zetten en deze op zo kort mogelijke (wettelijk en statutair toegestane) termijn bijeen te roepen. Alle beschikbare vennootschapsrechtelijke instrumenten om te voorzien in de noodzaak moeten zijn uitgeput, omdat anders gesteld kan worden dat de noodzaak ontbreekt.

Als de acute noodzaak dit absoluut onmogelijk maakt, kan de besluitvorming als schriftelijk besluit buiten vergadering aan de aandeelhouders worden voorgelegd. In dat geval is het te adviseren toch ook een (online) informele bijeenkomst te organiseren zodat vragen kunnen worden beantwoord en toelichting kan worden gegeven.

Bijlagen bij de oproep zouden bij voorkeur moeten zijn: (1) een financiële onderbouwing van de acute, dringende financieringsbehoefte, (2) een overzicht van de onderzochte alternatieven en waarom die niet hebben geleid of kunnen leiden tot een oplossing, (3) de maatregelen die reeds zijn genomen om – buiten de financiering om – de problemen aan te pakken (oplossen of beperken), (4) een toelichting hoe de verzochte financiering een daadwerkelijk oplossing zal

vormen voor de continuïteitsdreiging en waarom een lager bedrag niet zal volstaan en (5) een onderbouwing van de gekozen uitgiftekoers (waarover hieronder meer).

Agenda aandeelhoudersvergadering

Als agendapunt kan worden opgenomen de financiering van de acute liquiditeitsbehoefte door alle aandeelhouders gezamenlijk. De aandeelhouders moeten daarmee de kans krijgen op gelijke voet mee te doen, zonder verwatering en zonder wijziging van de zeggenschapsverhoudingen. Zoals gezegd, kan ervan af worden gezien om aandeelhouders op gelijke voet te laten participeren als de verhouding dusdanig kritisch verstoord is dat van aandeelhouders niet kan worden gevergd dat zij samenblijven. Het belang van de vennootschap en de onderneming staat altijd voorop.

Uit een uitspraak in 2024 van de rechtbank Midden-Nederland wordt duidelijk dat het van groot belang is om bij toezeggingen omtrent additionele financiering duidelijk vast te leggen of die deelname *door andere aandeelhouders* aan de aandelenuitgiftes wel of niet in mindering strekken op het bedrag waartoe men op basis van die toezeggingen verplicht is additioneel te financieren. Het vastleggen hiervan in de notulen voorkomt problemen en onnodige procedures.

Stemmen een of meer aandeelhouders tegen een financiering door alle aandeelhouders op gelijke voet, dan kan het betreffende besluit niet worden genomen en gaat men door naar het volgende agendapunt. Als volgende agendapunt kan worden opgenomen dat de financiering wordt verstrekt door één (of meer) specifieke aandeelhouder(s), al dan niet in combinatie met een derde, maar tegen uitgifte van nieuwe aandelen en met afstand van de nodige (voorkeurs-/blokkerings)rechten en bevoegdheden door de andere aandeelhouders.

Procedure

Als dit besluit ook niet kan worden genomen wegens onvoldoende voorstemmen, kan men zich met urgentie tot de rechter wenden. De formulering van de agenda en notulen luisteren nauw, omdat deze een belangrijke rol kunnen spelen bij de procedure. Direct met of kort na het circuleren van de notulen dient bij voorkeur een laatste brief te worden gestuurd aan alle partijen die mogelijk in de procedure betrokken zullen worden (in ieder geval aandeelhouders, bestuurders en de vennootschap zelf), waarin de bezwaren en noodzaak nog eens kort worden toegelicht, waarin de procedure wordt aangekondigd en waarin nog een kans wordt geboden binnen enkele dagen vrijwillig aan het

verzoek tot onder meer goedkeuring en afstand van rechten tegemoet te komen. Gedurende die termijn kan natuurlijk het processtuk alvast worden opgesteld.

Het bepalen van de uitgiftekoers

De uitgiftekoers moet een reële waarde vertegenwoordigen. Het volstaat niet om te stellen dat de onderneming in crisis is en dat *dus* de aandelen niets waard zijn. Idealiter wordt de waarde objectief vastgesteld door een externe partij en wordt het rapport aan eerst de aandeelhouders en later de rechter voorgelegd.

De waardering zal vanwege de omstandigheden nog best lastig te maken zijn. Zeker als de waarde vooral zit in een nog niet verwezenlijkt potentieel, zoals bij seizoenproductie of bij een lange *research & development* fase of onzekere *clinical trials*, zoals bij biotech of pharma vaker het geval is. Bovendien bestaat er statutair wellicht niet de mogelijkheid om externe partijen als aandeelhouders aan te trekken, hetgeen impact kan hebben op (het berekenen van) de waarde.



Het kan in die omstandigheden soms zinvol zijn om tijdens de aandeelhoudersvergadering te onderzoeken tegen welke prijs – stapsgewijs van hoog naar laag – en voorwaarden aandeelhouders wél bereid zijn (samen of alleen) zich concreet te committeren aan de benodigde financiering. Een soort veiling dus. Om verrassende uitkomsten te voorkomen, kan het goed zijn om, voor zover mogelijk, eerst een beeld te vormen van wat de verschillende aandeelhouders nog kunnen en willen investeren.

De weg naar de rechter

Voor noodzaakfinanciering kan een aandeelhouder of de vennootschap zich wenden tot de voorzieningenrechter (kort geding) of de Ondernemingskamer. Die kunnen beiden snel en diep ingrijpen. De rechter heeft een breed instrumentenarsenaal.

Schuiven met bevoegdheden

Vaker zien we dat de uitgiftebevoegdheid tijdelijk bij een ander orgaan wordt neergelegd, bijvoorbeeld bij het bestuur. Zeker als de verwachting is dat de financiering (of conversie van leningen ter verhoging van solvabiliteit) weer kan resulteren in het aantrekken van nadere financiering (*Delphi*-uitspraak). Zo kan het bestuur via

een voorlopige of onmiddellijke (en daarom tijdelijke) voorziening worden gemachtigd tot uitgifte van aandelen zonder aandeelhoudersbesluit (*Inter Access*). Het bestuur in de *Cunico-uitspraak* werd, in afwijking van de statuten en zonder aandeelhoudersbesluit, zelfs bevoegd tot uitgifte van aandelen aan **één van** de aandeelhouders, namelijk die in een reeds voorgesteld biedingsproces het beste bod deed, met uitsluiting van het voorkeursrecht van de andere aandeelhouder. Aandeelhouders kunnen door de rechter bovendien worden gedwongen om mee te werken aan essentiële besluitvorming voor aandelenuitgifte. De uitspraak kan daarbij ook in de plaats treden van een vereiste handeling van een orgaan of partij.

Beperken en uitsluiten van, en het voorbijgaan aan, rechten

Naast het schuiven met bevoegdheden, kunnen er ook rechten worden beperkt, terzijde worden gesteld of uitgesloten. Goedkeurings- en voorkeursrechten en stemrechten over emissie en conversie worden regelmatig tijdelijk beperkt. De voor kapitaalverhoging vereiste statutenwijziging mag dan bijvoorbeeld plaatsvinden zonder aandeelhoudersbesluit. Ook overige contractuele of statutaire beperkingen, zoals een antiverwateringsclausule, kunnen

op basis van redelijkheid en billijkheid¹¹, tijdelijk terzijde worden gesteld, zoals ook blijkt uit de uitspraken *GorillaPark* en *DecideWise*.¹² Daarnaast kan de Ondernemingskamer bepalen dat termijnen, zoals die voor uitoefening van het voorkeursrecht, met slechts een bepaalde meerderheid door de AV kunnen worden verkort (zoals in *CWL Line/Volharding*).¹³

Dat de Ondernemingskamer flexibel is, blijkt wel uit de wijze waarop er met wisselende omstandigheden wordt omgesprongen. Uitgifte en overdracht van aandelen blijkt bij noodzaakfinanciering zelfs per onderhandse akte te kunnen plaatsvinden, terwijl de wet eist dat dit altijd bij notariële akte geschiedt.¹⁴ Deze uitzondering werd toegepast bij een B.V.

¹¹ Zie Hof Arnhem-Leeuwarden 7 juni 2022, ECLI:NL:GHARL:2022:4669, JOR 2022,228 m.nt. Borrius (K.B Holding).

¹² Hof Amsterdam 25 april 2002, JOR 2002/128 (*GorillaPark*); Hof Amsterdam (OK) 15 november 2001, JOR 2002/6, m.nt. Josephus Jitta (*Decidewise*).

¹³ Hof Amsterdam (OK) 9 februari 2024, ECLI:NL:GHAMS:2024:299 (*CWL Line/Volharding*).

¹⁴ Art. 2:196 BW. Hof Amsterdam (OK) 15 juli 2022, ARO 2022/125 en 15 december 2022, ARO 2023/4, m.nt. J.H.M. Willems.

wiens tankstations zwaar getroffen waren door aanvallen na het uitbreken van de oorlog in Oekraïne. Shell kon de benodigde gelden investeren, maar haar joint venture partner was hiertoe niet in staat. Onzeker was bovendien of deze andere aandeelhouder wel mocht participeren met het oog op de EU-sanctielijst. Aan de Wwft-vereisten kon in ieder geval niet worden voldaan, waardoor de notaris weigerde een notariële akte te verlijden en passeren. De voorziening was daarom noodzakelijk.

Aanpassen van meerderheidsvereisten

De Ondernemingskamer mengt zich bij noodzaakfinanciering regelmatig in de vereiste meerderheden en bepaalt dan bijvoorbeeld dat door de algemene vergadering bij absolute meerderheid besloten kan worden tot een uitgifte van aandelen of een wijziging van statuten (bijvoorbeeld in de *CWL Line/Volharding*-uitspraak).¹⁵ Er kan dan voorbij worden gegaan aan een unanimiteitseis (*Phoenica*-uitspraak).

Deze mogelijkheid tot inmenging werkt ook door op groepsniveau. In de *SkyGate*-zaak, mocht het bestuur van

¹⁵ *Hof Amsterdam (OK) 9 februari 2024, ECLI:NL:GHAMS:2024:299 (CWL Line/Volharding).*

een holding, als enig aandeelhouder, stemmen vóór de noodzaakfinanciering van de dochter. Ook al had dit bestuur van de holding niet de vereiste goedkeuring van de algemene vergadering van de holding. Dit omdat de impasse binnen de algemene vergadering van de holding de noodzakelijke financiering van de dochter frustreerde.

Voor de Ondernemingskamer is het van belang dat de problemen zien op het beleid en de gang van zaken ten aanzien van een *Nederlandse* entiteit. Daaraan staat niet in de weg dat de onderneming wordt gedreven via buitenlandse entiteiten. In kort geding geldt deze eis niet.

Benoemen en schorsen van functionarissen

Bestuurders en commissarissen kunnen worden geschorst en benoemd. De door de Ondernemingskamer benoemde bestuurder is volwaardig bestuurder en heeft alle bevoegdheden die een normaal bestuurder ook heeft. Hij/zij kan dus ook activa verkopen of (financiering) overeenkomsten namens de vennootschap aangaan. Er worden bijvoorbeeld bestuurders benoemd met zelfstandige vertegenwoordigingsbevoegdheid, zonder wie de onderneming niet vertegenwoordigd kan worden en met beslissende stem, ook als die stem afwijkt van de

meerderheid van stemmen, al dan niet in afwijking van statuten en aandeelhoudersovereenkomst.¹⁶ Tijdelijke functionarissen kunnen ook de bevoegdheid worden gegeven om aandelen uit te geven aan de aandeelhouder die het beste bod neerlegt of om *venture capital* aan te trekken al dan niet tegen uitgifte van aandelen. Dit gebeurt vooral bij de Ondernemingskamer. Ook de voorzieningenrechter in kort geding kan een bestuurder benoemen, maar in de praktijk is dit zeldzaam.

Tijdelijk overdracht aandelen ten titel van beheer

De Ondernemingskamer kan één of meer aandelen van een aandeelhouder tijdelijk *ten titel van beheer* laten overdragen, om de nodige besluitvorming mogelijk te maken (*Triple E*). Dit kan er ook in resulteren dat de blokkerende aandeelhouder het stemrecht wordt ontnomen. De beheerder van aandelen mag overigens niet beschikken over de aandelen en deze dus niet overdragen. Alle vermogensrechtelijke rechten, waaronder voorkeursrechten, blijven bij de aandeelhouder. Alle vennootschapsrechtelijke bevoegdheden gaan wel tijdelijk naar de beheerder. De beheerder mag dus in beginsel

¹⁶ Hof Amsterdam (OK) 9 februari 2024, ECLI:NL:GHAMS:2024:299 (CWL Line/Volharding).

onbeperkt het stemrecht en het vergaderrecht uitoefenen op de ten titel van beheer overgedragen aandelen.

Minnelijke regeling

Het is bepaald niet ongebruikelijk dat de benoemde functionarissen het tot hun taak mogen rekenen om te bezien of een minnelijke regeling tussen partijen mogelijk is. Soms staat dit uitdrukkelijk benoemd in de beschikking.¹⁷

Wie draagt de kosten

De rechter zal de partij die niet in het gelijk wordt gesteld veroordelen in de kosten. Dit is echter maar een fractie van de daadwerkelijke kosten, waardoor de aandeelhouders, bestuurders en de vennootschap grotendeels de eigen kosten zullen moeten dragen. Als de gedachte is dat beide of alle partijen een rol hebben gehad, dan zal de rechter mogelijk bepalen dat iedere partij de eigen proceskosten draagt.

De kosten van het onderzoek (enquête) bij de Ondernemingskamer en de benoemde functionarissen

¹⁷ Hof Amsterdam (OK) 9 februari 2024, ECLI:NL:GHAMS:2024:299 (CWL Line/Volharding).

komen in beginsel voor rekening van de vennootschap. Wel wordt het onderzoek zelf vaak voorlopig uitgesteld zodat kan worden gezien of de getroffen voorzieningen aan de onwenselijke situatie een einde maken en onnodige kosten kunnen worden bespaard. Bij financiële nood kan de Ondernemingskamer een of beide aandeelhouders vragen om een dekkend voorschot voor de kosten van het onderzoek en de te benoemen functionarissen te verstrekken. Ook wordt er vaak gevraagd om een vrijwaring voor de door de Ondernemingskamer benoemde functionarissen en soms om zekerheid te stellen voor hun proceskosten. Het is niet verplicht om de Ondernemingskamer hierin te volgen, maar het weigeren daarvan kan onder omstandigheden gevolgen hebben voor het toewijzen van voorzieningen en kan mogelijk, afhankelijk van de omstandigheden, tot de conclusie leiden dat het openen van een enquête niet in het belang van de vennootschap is.

Arbitrage

In aandeelhoudersovereenkomsten is vaak een arbitrageclausule opgenomen. Het enkele feit dat aandeelhouders arbitrage zijn overeengekomen hoeft echter niet in de weg te staan aan de gang naar de Ondernemingskamer. Enquêteprocedures kunnen exclusief

bij de Ondernemingskamer worden ingesteld, ook als er een arbitrageovereenkomst bestaat (*Harbour Antibodies*).¹⁸ Een vordering in kort geding kan wel stuiten op het bestaan van een arbitrageovereenkomst, nu veel arbitrage-instituten, waaronder het Nederlands Arbitrage Instituut, een eigen kort geding kennen met vergelijkbare waarborgen. Er kan ook in arbitrage, zij het met de nodige terughoudendheid, worden afgeweken van dwingend recht. De arbiter mag ook tot definitieve aandelenoverdracht overgaan via een geschillenregeling in arbitrage.

Een arbitrage mag echter niet tot vaststelling van rechtsgevolgen leiden die niet ter vrije bepaling van partijen staan. Ook mag arbitrage niet leiden tot aantasting (vernietiging of nietigverklaring) van interne besluitvorming. Dit mag niet omdat dit tegenover iedereen werkt en de rechtszekerheid daardoor in het gedrang komt (zo blijkt uit de *Groenselect*- en *Silver Lining*-uitspraken).¹⁹

¹⁸ Hof Amsterdam OK 18 oktober 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BY3865 (*Harbour Antibodies*).

¹⁹ HR 10 november 2006, NJ 2007/561, m.nt. *Snijders (Groenselect)*; HR 26 november 2010, NJ 2011/55, m.nt. *Van Schilfgaarde (Silver Lining)*.

Voor noodzaakfinanciering is arbitrage daarom bepaald niet in alle gevallen het meest voor de hand liggende middel. Het is in ieder geval aannemelijk dat arbiters terughoudend zullen zijn om de voorzieningen te treffen die voor een succesvolle noodzaakfinanciering noodzakelijk zijn.

Alternatief: de WHOA

De WHOA kan onder omstandigheden een mooi alternatief bieden op noodzaakfinanciering, met name omdat dit al veel eerder kan worden ingezet, namelijk vanaf het moment waarop het redelijkerwijs aannemelijk is dat de vennootschap met het betalen van haar schulden niet zal kunnen voortgaan. In het scenario waar noodzaakfinanciering zich voordoet zal het mogelijk echter al te laat zijn voor een WHOA, dat in het algemeen toch zes tot twaalf maanden duurt.

Via de WHOA kunnen ook de 'eigendomsrechten' van de aandeelhouder worden aangetast. Zij kunnen worden gedwongen mee te werken aan een uitgifte of omzetting van schulden in aandelen. Voorkeursrechten en bepalingen omtrent uitgiftebevoegdheid kunnen ook hier opzij worden gezet. Ook bij de WHOA kan door de rechter nog wel eens ver worden ingegrepen in de vennootschapsrechtelijke

bevoegdheden van aandeelhouders (zo blijkt uit de *Vroon-uitspraak* uit december vorig jaar).

Een voordeel van de WHOA is dat geen acute, urgente financieringsbehoefte en geen impasse vereist zijn. Een ander voordeel is dat een WHOA niet gaat om financiering van opeisbare schulden, zoals bij noodzaakfinanciering, maar juist gaat om gedeeltelijke kwijtschelding van de totale schuldenlast. Noodzaakfinanciering kent, in tegenstelling tot de WHOA, geen afkoelingsperiode. Dat betekent dat de WHOA bij afkondiging van die afkoelingsperiode door de rechter, in tegenstelling tot noodzaakfinanciering, wél in de weg kan staan aan faillissement of surseance.

Alternatief: geschillenregeling in kort geding

Als de verstoorde verhoudingen tussen partijen een belangrijke oorzaak is van (het voortduren van) de noodzaak tot financiering, dan kan de geschillenregeling in kort geding mogelijk ook uitkomst bieden. Normaal gesproken gaat de geschillenregeling via de normale rechtbank en is dit een (te) lang en duur proces. In de praktijk blijkt het echter ook via kort geding te kunnen, maar alleen als er echt een acute (spoedeisende) dreiging is voor de continuïteit (het voortbestaan) én alsnog wordt voldaan aan de vereisten

voor uitstoting. Er wordt hier een strenge toets toegepast en het wordt daarom niet snel aangenomen. Ook lijken de verschillende rechtbanken verschillend om te gaan met dergelijke verzoeken. Kort gezegd, er moet echt wat bijzonders aan de hand zijn, wil dit kunnen slagen. Er is overigens een wet in de maak, met de naam Wagevoe, die de 'normale' geschillenregeling meer toegankelijk moet maken.

