

## WETENSCHAP EN PRAKTIJK

# Uitwinning van pandrecht op aandelen – hoe staat het ermee?

*B.N. Mwangi & S.C.P. Verhelst*

### 1 Inleiding en aanleiding

Pandrecht op aandelen zijn veelvuldig onderdeel van het zekerhedenpakket dat aan financiers wordt verstrekt. De uitwinning van deze pandrechten lijkt relatief weinig voor te komen. De wettelijke regels daaromtrent zijn summier en de beschikbare jurisprudentie over dit onderwerp is beperkt. Recentelijk zijn echter de Solutus-zaak<sup>1</sup> en de Sawgrass-zaak<sup>2</sup> gepubliceerd. Mede aan de hand van deze uitspraken trachten wij in deze bijdrage uiteen te zetten wat de stand van zaken is met betrekking tot de uitwinning van een pandrecht op aandelen en hoe hieraan in de praktijk invulling wordt gegeven.

De opbouw van dit artikel is als volgt. In paragraaf 2 bespreken wij een aantal aandachtspunten bij de vestiging van een pandrecht op aandelen. In paragraaf 3 gaan wij vervolgens in op het wettelijke kader van de uitwinning van een pandrecht op aandelen. In paragraaf 4, 5 en 6 komen de verschillende manieren die de wet biedt om een pandrecht op aandelen uit te winnen verder aan bod. Hierbij gaan wij in op hoe de wettelijke regeling door de literatuur en de jurisprudentie wordt geïnterpreteerd. Ook komt daarbij de mogelijkheid aan bod om via de uitwinning van een pandrecht op aandelen te herstructureren. In paragraaf 7 bespreken wij tot slot in hoeverre een pandhouder – als niet-rechthebbende van de verpande aandelen – in geval van een uitwinning die aandelen aan een koper geldig kan overdragen.

Wij beperken ons in deze bijdrage tot pandrechten op aandelen in een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid die niet in het girale systeem van de Wet giraal effectenbeheer zijn opgenomen en die niet beursgenoteerd zijn.

### 2 Aandachtspunten bij de vestiging

Een pandrecht op aandelen wordt gevestigd door middel van een notariële akte (art. 2:196 lid 1 van het Burgerlijk Wetboek (BW)). Bij de vestiging van het pandrecht moet aan een aantal zaken aandacht worden besteed. De verpandbaarheid van de aandelen mag op grond van de statuten niet zijn uitgesloten (art. 2:198

1 Rb. Amsterdam 19 juni 2016, JOR 2017/301 m.nt. P.H.N. Quist (Solutus).

2 Rb. Amsterdam 10 oktober 2017, JOR 2018/75 m.nt. T. Hutten (Sawgrass).

lid 1 BW). Daarnaast moet rekening worden gehouden met statutaire bepalingen die de uitwinning van het pandrecht kunnen bemoeilijken, zoals een blokkeringsregeling of een kwaliteitseis. We gaan hier in paragraaf 2.1 nader op in. Tot slot moet de pandhouder op basis van de statuten in staat worden gesteld het stemrecht op de aandelen naar zich toe te kunnen trekken. Het stemrecht op de aandelen komt aan bod in paragraaf 2.2.

### 2.1 Statuten – blokkeringsregeling

Indien de statuten van een vennootschap een statutaire blokkeringsregeling bevatten – een aanbiedings- of goedkeuringsregeling – dan geldt op grond van lid 6 van art. 2:198 BW dat deze van toepassing is op de uitwinning van het pandrecht op de aandelen. Een executerende pandhouder zal dan, in geval van een goedkeuringsregeling, de toestemming van de overige aandeelhouders (niet-pandgevers) moeten vragen. In geval van een aanbiedingsregeling zal de pandhouder de verpande aandelen eerst aan de overige aandeelhouders moeten aanbieden alvorens hij deze aan een derde kan executeren. Ook zal de pandhouder een eventuele statutaire kwaliteitseis in overeenstemming met art. 2:192 BW in acht moeten nemen. Dit houdt in dat de koper van de aandelen aan bepaalde statutaire eisen moet voldoen, zoals bijvoorbeeld het partij worden bij een aandeelhoudersovereenkomst.

Bij het vestigen van het pandrecht is van belang of alle aandelen in de betreffende vennootschap aan de pandhouder worden verpand en of de financieringsdocumentatie bepalingen bevat op grond waarvan geen nieuwe aandelen mogen worden uitgegeven. Indien dit het geval is, vormt de blokkeringsregeling geen belemmering bij een eventuele uitwinning. Het lijkt namelijk niet de bedoeling van de wetgever te zijn geweest dat in een dergelijke situatie de blokkeringsregeling nog moet worden gevolgd.<sup>3</sup> Zekerheidshalve kan in dat geval in de pandakte worden opgenomen dat de pandhouder in geval van uitwinning van het pandrecht de rechten van de aandeelhouder(s) uit hoofde van de blokkeringsregeling – dus het goedkeuringsrecht of het recht om de te verkopen aandelen aangeboden te krijgen – mag uitoefenen en daar ook namens de aandeelhouder(s) afstand van mag doen.

Het bovenstaande is anders indien slechts een deel van de aandelen wordt verpand aan de pandhouder. In dat geval moet de pandhouder er rekening mee houden dat de andere aandeelhouder(s), niet-pandgever(s), de uitwinning goed moet(en) keuren dan wel dat hij de aandelen eerst moet aanbieden aan die aandeelhouder(s). Het is dan wenselijk voor een pandhouder om in de statuten vast te leggen dat een blokkeringsregeling in haar geheel of in bepaalde gevallen niet van toepassing is, bijvoorbeeld in geval van de uitwinning van een pandrecht op de aandelen. Een executerende pandhouder die toch wordt geconfronteerd met een blokkeringsregeling, kan tot slot op grond van art. 2:195 lid 7 BW de rechter

3 Hoewel dit hier niet expliciet staat genoemd, lijkt dit ook te volgen uit art. 2:198 lid 6 BW, op grond waarvan een pandhouder ‘alle ten aanzien van de vervreemding en overdracht aan de aandeelhouder toekomende rechten uitoefent en diens verplichtingen ter zake nakomt’.

vragen de blokkeringsregeling geheel of gedeeltelijk buiten toepassing te verklaren.<sup>4</sup>

Het Gerechtshof Den Bosch heeft vorig jaar verder bepaald dat het naleven van een blokkeringsregeling niet maakt dat een pandhouder bevoegd is tot onderhandse verkoop zonder dat daarvoor de wettelijk vereiste goedkeuring van de voorzieningenrechter op grond van art. 3:251 lid 1 BW nodig is.<sup>5</sup> Zie voor de uitwinning ex art. 3:251 lid 1 BW verder paragraaf 5.1.

## 2.2 Stemrecht

Voor een pandhouder kan het nuttig zijn om het stemrecht op de aandelen uit te kunnen oefenen. De pandhouder kan dan bijvoorbeeld een extra directeur benoemen die handelt op instructie van de pandhouder en die orde op zaken stelt binnen de onderneming. Door benoeming van extra bestuurders en/of ontslag van zittende bestuurders zou tevens kunnen worden bewerkstelligd dat de vennootschap meewerkt aan een *due diligence*-onderzoek in het kader van een eventuele verkoop van de vennootschap. Zie over het *due diligence*-onderzoek in het kader van een executorialle verkoop verder paragraaf 4.1. Pandhouders zullen echter over het algemeen terughoudend zijn om het stemrecht op de aandelen naar zich toe te trekken ter voorkoming van eventuele aansprakelijkheidsrisico's.<sup>6</sup> De pandhouder zal willen vermijden dat hij een andere rol dan die van financier vervult en beslissingen moet nemen zoals het vaststellen van de jaarrekening en het goedkeuren van bestuursbesluiten (voor zover nodig volgens de statuten). Overigens menen sommige auteurs dat inderdaad een aansprakelijkheidsrisico bestaat, maar dat dit ook niet moet worden overdreven. Zij wijzen er onder meer op dat, zolang de bank in haar positie van pandhouder zorgvuldig handelt en haar rol van financier en aandeelhouder gescheiden houdt, de bank niet zo snel hoeft te vrezen dat zij aansprakelijk kan worden gehouden.<sup>7</sup> In dit kader is een recente uitspraak van de Ondernemingskamer interessant, waarin de financier vrij ver ging in de uitoefening van zijn stemrecht door hiermee een verkoop van de onderneming af te dwingen buiten executie. De Ondernemingskamer overwoog dat onder de gegeven omstandigheden geen gegronde redenen waren om 'aan een juist beleid en een juiste gang van zaken te twijfelen'.<sup>8</sup>

Het stemrecht op verpande aandelen komt op grond van art. 2:198 lid 2 BW toe aan de aandeelhouder. Het stemrecht kan echter, al dan niet onder opschortende

4 Zie hierover o.a. S. Perrick, 'Over de bevoegdheid van de rechter om de blokkeringsregeling van een B.V. buiten toepassing te verklaren', OR 2017/32, par. 6. Perrick komt tot de conclusie dat de rechter in beginsel geen gebruik dient te maken van deze bevoegdheid en spoedig moet aannemen dat de belangen van medeaandeelhouders door buitentoepassingverklaring onredelijk worden geschaad.

5 Hof 's-Hertogenbosch 13 april 2017, JOR 2017/185.

6 H.J. Damkot & P. Neuteboom, 'Executie van verpande aandelen of een Nederlandse pre-pack', in: N.E.D. Faber e.a., Bancaire zekerheid. Liber amicorum mr. J.H.S.G.K. Timmermans (Serie Onderneming en Recht, deel 58) (Timmermans-bundel), Deventer: Kluwer 2010/8.11.

7 Damkot & Neuteboom 2010/8.11.

8 Hof Amsterdam (OK) 11 september 2017, JOR 2018/68 m.nt. van Hutten, r.o. 3.3.

voorwaarde, overgaan op de pandhouder in overeenstemming met lid 3 van art. 2:198 BW. In de financieringspraktijk is gebruikelijk in de pandakte op te nemen dat het stemrecht overgaat op de pandhouder onder de opschortende voorwaarde van een *event of default* (opeisingsgrond) onder de financieringsovereenkomst en een mededeling van de pandhouder aan de pandgever dat de eerstgenoemde het stemrecht vanaf dat moment zal uitoefenen.

Om het stemrecht daadwerkelijk te kunnen uitoefenen is aan te bevelen dat in de statuten wordt opgenomen dat een pandhouder met stemrecht een vergadering bijeen kan roepen.<sup>9</sup> Noodzakelijk is dit echter niet. De pandhouder met stemrecht kan ook besluiten buiten vergadering nemen, mits alle vergadergerechtigden (lees: de aandeelhouder(s)) met deze wijze van besluitvorming instemmen (art. 2:238 lid 1 BW). Tezamen met andere auteurs menen wij dat de pandhouder (aan wie alle aandelen worden verpand) als alternatief voor een wijziging van de statuten op dit punt bij de vestiging van het pandrecht kan bedingen dat de aandeelhouder *bij voorbaat* afziet van zijn vergaderrecht en, voor zover dan nog nodig, het daaraan gekoppelde instemmingsrecht ex art. 2:238 lid 1 BW.<sup>10</sup> Hierin kan worden voorzien in een aandeelhoudersbesluit van de vennootschap waarin de aandelen worden verpand. Dit bewerkstelligt dat een pandhouder, wanneer het stemrecht op de pandhouder is overgegaan, besluiten buiten vergadering kan nemen, zonder dat de aandeelhouder op dat moment met deze wijze van besluitvorming hoeft in te stemmen.

### 2.3 Structurering

Om een pandrecht op aandelen effectief te kunnen uitwinnen dienen de pandrechten op de juiste niveaus te worden gevestigd. Financiers zullen ten minste op het niveau van de moeder vennootschap van de groep een pandrecht willen hebben, zodat de gehele onderneming in één keer kan worden verkocht. Naast een pandrecht op de aandelen in de moeder vennootschap kan het wenselijk zijn om pandrechten in de vennootschappen binnen de groep te vestigen, waarbinnen zich belangrijke activa van de groep bevinden. Op deze manier kan de onderneming – in het kader van een eventuele latere herstructurering (zie par. 5.3) – in delen worden ‘opgeknipt’ en verkocht, als blijkt dat bepaalde onderdelen beter presteren dan andere.

## 3 Uitwinning pandrecht aandelen: algemeen

### 3.1 Wettelijke kader

De wettelijke regeling ten aanzien van de uitwinning van pandrechten is te vinden in art. 3:248 e.v. BW. Uitwinning vindt op grond van art. 3:250 lid 1 BW plaats door middel van een executieveiling (hierna ook: veiling of openbare verkoop). Hiervoor is geen rechterlijke tussenkomst vereist. Executie kan op verzoek

9 Zie ook G.Á.C. Orbán, ‘Uitoefening van aan verpande aandelen verbonden stemrechten: binnen of buiten vergadering?’, WPNR 2017/7160, p. 578-579.

10 Vgl. Orbán 2017, p. 579.

aan de voorzieningenrechter, door de pandhouder of de pandgever, ook onderhands plaatsvinden (art. 3:251 lid 1 BW). Een pandhouder kan de voorzieningenrechter daarnaast verzoeken toe te staan dat de aandelen aan de pandhouder zullen verblijven (art. 3:251 lid 1 BW). Deze mogelijkheid blijft in deze bijdrage buiten beschouwing. Tot slot kunnen de pandgever en de pandhouder overeenkomen dat de executie onderhands zal plaatsvinden, zonder dat daarvoor de tussenkomst van de rechter nodig is. Dit kan pas worden afgesproken nadat de pandhouder bevoegd is geworden tot executie over te gaan (art. 3:251 lid 2 BW), om machtsmisbruik van de pandhouder te voorkomen.

### 3.2 *Uitgangspunt: opbrengstmaximalisatie*

Uitgangspunt bij de uitwinning van pandrechten is opbrengstmaximalisatie. Met de executie dient een zo hoog mogelijke opbrengst te worden gerealiseerd. Opbrengstmaximalisatie is in beginsel in het belang van alle betrokkenen: de schuldeiser tevens pandhouder, de schuldenaar en de overige schuldeisers van de schuldenaar.<sup>11</sup> De wetgever is ervan uitgegaan dat de openbare verkoop ex art. 3:250 lid 1 BW de meest aangewezen methode is om de executieopbrengst te maximaliseren. Hiervoor zijn twee redenen te noemen. Door een veiling te organiseren waarbij bidders tegen elkaar opbieden, komt op objectieve wijze het hoogste bod tot stand. Daarnaast verkleint een veiling de kans dat de pandhouder en (mogelijke) koper samenspannen ten nadele van de schuldenaar en de overige schuldeisers door bijvoorbeeld een te lage prijs af te spreken.<sup>12</sup> De openbare verkoop komt in de volgende paragrafen nader aan bod.

## 4 **Uitwinning pandrecht aandelen: de openbare verkoop (art. 3:250 BW)**

De openbare verkoop van verpande aandelen komt betrekkelijk weinig voor. In de praktijk lijken zich twee belangrijke knelpunten voor te doen die de uitwinning via een veiling (kunnen) bemoeilijken. Het eerste knelpunt betreft de waardering van de aandelen. Hoe bepaalt de bieder op de veiling wat de waarde is van de te kopen aandelen? Het tweede knelpunt ziet op de wijze waarop een veiling georganiseerd moet worden. In de literatuur en in de praktijk vraagt men zich af welke eisen hieraan door de wet worden gesteld.

### 4.1 *Eerste knelpunt: waardering van de aandelen*

Om de waarde van de aandelen te bepalen zal een potentiële koper doorgaans een zekere mate van *due diligence*-onderzoek (boekenonderzoek) willen (laten) verrichten naar de onderneming door bijvoorbeeld een accountant of financieel adviseur. De koper kan op die manier inzicht verkrijgen in de financiële positie van de onderneming en de schulden en activa, alsmede in de klanten, leveranciers, con-

11 K.A. Messelink, 'Executoriale verkoop van aandelen door de beslaglegger en de pandhouder', in: N.E.D. Faber e.a. (red.), *Knelpunten bij beslag en executie* (Serie Onderneming en Recht, deel 49), Deventer: Kluwer 2009, p. 658.

12 Zie ook Messelink 2009, p. 658 en M.J.W. van Ingen & A.W. Jongbloed, *Onderhandse executie*, Deventer: Kluwer 2007, p. 23.

tracten, lopende verplichtingen, vergunningen en IE-rechten.<sup>13</sup> De koper wordt zo in staat gesteld om een reëel bod uit te brengen. Dit onderzoek is bij een openbare verkoop des te belangrijker, nu de koper zich later op grond van art. 7:19 BW niet kan beroepen op non-conformiteit en de pandhouder doorgaans geen garanties zal afgeven ten aanzien van de te verkopen aandelen. Deze beschikt immers niet over dezelfde informatie over de te veilen onderneming als de eigenaar (aandeelhouder). In de praktijk zal het niet altijd eenvoudig zijn de benodigde informatie boven water te krijgen. De wet verplicht de pandgever en de vennootschap niet om mee te werken aan een veiling en de daarvoor benodigde informatie te verstrekken. Deze zullen hier ook niet altijd baat bij hebben, omdat waardevolle en vertrouwelijke informatie over de onderneming in dat geval openbaar wordt. In geval van een onwelwillend(e) bestuur(der) zou de pandhouder – als besproken in paragraaf 2.3 – het stemrecht naar zich toe kunnen trekken om het niet-mee-werkende bestuur te vervangen voor een coöperatief bestuur.<sup>14</sup> Op die manier kan de pandhouder proberen te bewerkstelligen alsnog de benodigde *due diligence*-informatie over de vennootschap beschikbaar te maken. In de praktijk kan dit echter nog steeds tot moeilijkheden leiden, aangezien het nieuwe bestuur en de pandhouder hiervoor mede afhankelijk zullen zijn van het (al dan niet bereidwillige) zittende personeel. Als alternatief zou de pandhouder de benodigde informatie voor het *due diligence*-onderzoek via de rechter kunnen proberen te bemachtigen; zie hierover verder paragraaf 4.3.

Is een pandhouder *verplicht* om in geval van een openbare veiling een *due diligence*-onderzoek mogelijk te maken? In de Solutus-zaak vond de rechter het niet aannemelijk dat de pandhouder ‘in de omstandigheden van het geval een waardering van de aandelen beschikbaar had moeten stellen teneinde te voldoen aan de op haar rustende zorgplicht om een zo hoog mogelijke opbrengst te realiseren (...)’. De rechter overwoog dat van de pandhouder niet verwacht kon worden dat deze een *due diligence*-onderzoek mogelijk maakte naar de vennootschap waarin de aan hem verpande aandelen werden gehouden, aangezien deze niet over de relevante informatie beschikte.<sup>15</sup> Volgens de rechter was bovendien onzeker of het beschikbaar stellen van een waardering van de aandelen tot een (substantieel) hogere veilingopbrengst zou leiden. Bovendien zou hier veel tijd en geld mee gemoeid zijn, aangezien nog geen jaarcijfers over 2016 bekend waren. Uit deze uitspraak kan worden afgeleid dat de pandhouder voor het organiseren van een openbare veiling niet per definitie een *due diligence*-onderzoek mogelijk hoeft te maken.<sup>16</sup> Wel moet de pandhouder zich steeds afvragen of met de openbare veiling opbrengstmaximalisatie wordt gewaarborgd. Als een onderneming bijvoorbeeld jaarverslagen publiceert en er gegadigden zijn die op basis daarvan een serieus bod willen doen (zoals het geval was in de Solutus-zaak), dan is er wat ons betreft minder reden voor het faciliteren van een *due diligence*-onderzoek door de pandhouder dan in de situatie dat er weinig (openbare) informatie beschikbaar is

13 Damkot & Neuteboom 2010/8.9.

14 Zie ook Damkot & Neuteboom 2010/8.11.

15 Rb. Amsterdam 19 juni 2016, JOR 2017/301 m.nt. P.H.N. Quist (Solutus), r.o. 4.20.

16 Vgl. T. Hutten, annotatie bij Rb. Amsterdam 10 oktober 2017, JOR 2018/75 (Sawgrass).

over de onderneming. In dat geval is de vraag of kopers worden aangetrokken die een reëel bod op de te veilen onderneming zullen doen. Van de pandhouder mag in die situatie worden verwacht dat hij zijn best doet om de benodigde informatie alsnog van de vennootschap te verkrijgen (al dan niet via de rechter, zie par. 4.3) en/of dat hij van de veiling afziet en onderzoekt of bijvoorbeeld een hogere opbrengst zal worden verkregen via een onderhandse verkoop.

#### 4.2 Tweede knelpunt: de toepasselijke voorwaarden

De wettelijke regeling omtrent de uitwinning van pandrechten van aandelen via een openbare verkoop is zeer summier. In de literatuur wordt algemeen aangenomen dat de veiling dient plaats te vinden ten overstaan van een deurwaarder of notaris.<sup>17</sup> Op grond van art. 3:250 lid 1 BW (dat ook van toepassing is op andere verpande goederen) geldt verder dat de openbare verkoop naar 'de plaatselijke gewoonten en op de gebruikelijke voorwaarden' plaatsvindt. De wet schrijft niet voor hoe aan deze beide aanknopingspunten nader invulling moet worden gegeven en hoe een veiling precies moet worden georganiseerd. Dit terwijl de wijze waarop een veiling wordt georganiseerd van invloed is voor het antwoord op de vraag of met de veiling opbrengstmaximalisatie wordt gerealiseerd.<sup>18</sup> In dit kader zijn twee zaken van belang. Enerzijds zal de aankondiging van de veiling de juiste gegadigden moeten bereiken. De veiling van een internationaal olieconcern zal op een andere wijze moeten worden aangekondigd dan de veiling van een lokale MKB-onderneming. Anderzijds is van belang welke termijn gehanteerd wordt tussen de dag waarop de veiling wordt aangekondigd en de dag waarop de veiling plaatsvindt. Om potentiële kopers voldoende tijd te geven zich in de te veilen onderneming te verdiepen en een reëel bod uit te brengen, en – voor zover nodig – te zorgen voor de benodigde financiering, dient deze termijn ruim genoeg te zijn. Kort gezegd moet de aankondiging van de veiling het 'juiste publiek' tijdig bereiken, zodat een optimaal bod tot stand komt. We bespreken hierna aan de hand van de jurisprudentie de aankondiging van de veiling en de termijn voor verkoop. Alvorens hierop in te gaan, bespreken wij in paragraaf 4.2.1 in hoeverre voor de invulling hiervan aansluiting kan worden gezocht bij de beslagexecutieregels voor roerende zaken.

17 Wet ambtelijk toezicht bij openbare verkopen (wet van 15 december 1971, S. 748, als gewijzigd bij de wet van 28 december 1989, S. 616 en 6 december 1991, S. 606). Zie bijv. J.P.H. de Korte, 'Opbrengstmaximalisatie bij de openbare verkoop van verpande aandelen', TOP 2016, afl. 5, p. 2, Stein, in: GS Vermogensrecht, art. 3:250 BW, aant. 6 en I. van Gasteren, 'Financiële herstructurerings door middel van uitwinning van een pandrecht op aandelen', FIP 2010, afl. 1, p. 19. Anders: T. Hutten, annotatie bij Rb. Amsterdam 10 oktober 2017, JOR 2018/75 (Sawgrass). Hutten stelt dat niet zonder meer gezegd kan worden dat de Wet ambtelijk toezicht bij openbare verkopen, die van toepassing is op de executieverkoop van verpande roerende zaken, mede van toepassing is op de executorialie verkoop van verpande aandelen.

18 Zie bijv. Rb. Amsterdam 30 januari 2015, JOR 2015/158 m.nt. I. van Gasteren (Svyaznoy), r.o. 4.20.



#### 4.2.1 Aansluiting bij beslagexecutie roerende zaken

Omdat Boek 3 BW geen nadere voorschriften geeft over de wijze waarop een veiling moet worden georganiseerd, wordt in de literatuur hiervoor soms aansluiting gezocht bij de wettelijke beslagexecutieregels voor *roerende zaken* waarop *executoriaal beslag* is gelegd. Daarbij staat, net als voor de uitwinning van pandrechten het geval is, de openbare verkoop als wijze van executoriale verkoop voorop (art. 463 van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering (Rv)). Sommige auteurs nemen daarom aan dat voor de invulling van de openbare verkoop van verpande aandelen bij deze laatste regeling kan worden aangesloten.<sup>19</sup> Op grond van deze regeling moet een openbare verkoop vier dagen voorafgaand aan de veiling worden aangekondigd (art. 465 Rv) door het ‘aanslaan van biljetten’ (art. 464 Rv) met daarop vermeld de plaats, de dag en het tijdstip van de verkoop. Daarnaast moet de veiling bekend worden gemaakt in een dagblad van de plaats waar de verkoop zal plaatsvinden (art. 466 Rv). De vraag is echter of deze publiciteit voldoende is wanneer het de executoriale verkoop van verpande aandelen betreft. Uit de bij ons bekende zaken in het kader van de openbare veiling van verpande aandelen, te weten Skillpack,<sup>20</sup> Svyaznoy,<sup>21</sup> DHD/ING,<sup>22</sup> Solutus<sup>23</sup> en Sawgrass,<sup>24</sup> is af te leiden dat de termijn voor verkoop en de wijze van aankondiging, afhankelijk van het soort onderneming en het publiek dat met de aankondiging moet worden bereikt, van geval tot geval zullen verschillen. De grootte van de onderneming en de al dan niet (inter)nationale context van de onderneming lijken hiervoor bepalend te zijn. Daarnaast kan de mate van spoed waarmee de pandhouder moet handelen, in het licht van een naderend faillissement, een rol spelen. Het plakken van aanplakbiljetten en het adverteren in een plaatselijke krant volstaan doorgaans niet. Het zal dan ook onvoldoende zijn om (enkel) aan te sluiten bij de beslagexecutieregels voor roerende zaken.<sup>25</sup> Hieronder zullen wij de termijn voor verkoop en de wijze van aankondiging aan de hand van de hierboven genoemde zaken kort nader bespreken. Eveneens komt daarbij de bekende Yukos-zaak<sup>26</sup> aan bod. Deze laatste uitspraak ziet niet op de veiling van verpande aandelen, maar betreft een verzoek tot verlop aan de rechter om beslagen aandelen openbaar te veilen. De rechter ging in deze uitspraak uitgebreid in op de wijze waarop de betreffende veiling moest worden georganiseerd, waardoor deze uitspraak mede interessant is voor het organiseren van een openbare veiling van verpande aandelen.

- Termijn

In de Skillpack-zaak overwoog de rechter dat een termijn voor verkoop van twee weken niet als redelijk kon worden aangemerkt, omdat gegadigden onvoldoende

19 Zie bijv. Stein, in: GS Vermogensrecht, art. 3:250 BW, aant. 4 en 5.

20 Rb. Breda 15 november 1994, KG 1995/21 (Skillpack).

21 Rb. Amsterdam 30 januari 2015, JOR 2015/158 m.nt. I. van Gasteren (Svyaznoy).

22 Rb. Overijssel 22 maart 2017, ECLI:NL:RBOVE:2017:1504 (DHD/ING).

23 Rb. Amsterdam 19 juni 2016, JOR 2017/301 m.nt. P.H.N. Quist (Solutus).

24 Rb. Amsterdam 10 oktober 2017, JOR 2018/75 m.nt. T. Hutten (Sawgrass).

25 Vgl. De Korte 2016, p. 4.

26 Rb. Amsterdam 20 december 2007, ECLI:NL:RBAMS:2007:BC0837 (Yukos).



tijd werd gelaten om te onderzoeken of en tot welk bedrag zij eventueel wilden bieden.<sup>27</sup> Het betrof hier de veiling van een relatief kleine Nederlandse onderneming. De rechter besliste dat de veiling in ieder geval met drie weken uitgesteld moest worden. In de zaak Svyaznoy oordeelde de Rechtbank Amsterdam dat een termijn van zes dagen (vier werkdagen) vanaf de aankondiging tot aan de veiling te weinig was voor eventuele bieders om zich in het betreffende bedrijf te kunnen verdiepen.<sup>28</sup> Het ging hier om de uitwinning van een 15%-aandelenbelang in een Nederlandse nv binnen de Svyaznoy-groep, een van de grootste retailers actief op de Russische telecommarkt. In de Solutus-zaak was de veiling drie weken van tevoren aangekondigd. Gelet op de omvang en het overwegend Nederlandse karakter van de onderneming (franchiser van het easyHotel-concept in de Benelux) waren potentiële gegadigden volgens de rechter in voldoende mate en tijdig bereikt.<sup>29</sup> Ook in de Sawgrass-zaak tot slot – Sawgrass was onderdeel van een Russische ontwikkelaar van winkelcentra – was de rechter van mening dat de daarin gehanteerde termijn voor verkoop (zes weken) voldoende – en zelfs ruim – was.<sup>30</sup> In de wat bijzondere DHD/ING-zaak was een termijn van drie dagen gehanteerd. ING won in deze zaak haar pandrecht op aandelen uit om deze zelf te verwerven (wat in beginsel is toegestaan, aangezien de pandhouder op grond van art. 3:250 lid 3 BW mag meebieden).<sup>31</sup> De oproepingstermijn die in deze zaak werd gehanteerd, was zeer kort (drie dagen). Volgens de rechter had ING echter onder de gegeven omstandigheden ‘te weten een onderneming die op omvallen stond en aandeelhouders die – naar zij op dat moment in redelijkheid mocht aannemen – uit waren op een faillissement, voldoende aanleiding om met spoed te handelen’ en achtte de rechtbank de gehanteerde oproepingstermijn niet onredelijk kort.<sup>32</sup>

- Aankondiging

In de Svyaznoy-zaak was de verkoop van de veiling aangekondigd in *Het Financieele Dagblad* en in *Het Parool* en via aanplakbiljetten op openbare zuilen. De rechter overwoog dat alleen van grote investeerders kon worden verwacht dat deze belangstelling zouden kunnen hebben.<sup>33</sup> Het was volgens de rechter een feit van algemene bekendheid dat deze groep gewoonlijk niet via aankondigingen op openbare plakzuilen werd bereikt. De rechter overwoog verder:

‘[H]et gaat hier om aandelen in een bedrijf dat actief is in de Russische telecombranche. Het is kwestieus of een aankondiging in uitsluitend twee Neder-

27 Rb. Breda 15 november 1994, KG 1995/21 (Skillpack).

28 Rb. Amsterdam 30 januari 2015, JOR 2015/158 m.nt. I. van Gasteren (Svyaznoy), r.o. 4.10.

29 Rb. Amsterdam 19 juni 2016, JOR 2017/301 m.nt. P.H.N. Quist (Solutus), r.o. 4.20.

30 Rb. Amsterdam 10 oktober 2017, JOR 2018/75 m.nt. T. Hutten (Sawgrass), r.o. 4.3.

31 Rb. Overijssel 22 maart 2017, ECLI:NL:RBOVE:2017:1504 (DHD/ING), r.o. 5.20. Zie ook Rb. Amsterdam 19 juni 2016, JOR 2017/301 m.nt. P.H.N. Quist (Solutus), r.o. 4.17, waarin de rechter overweegt dat meebieden door de pandhouder is toegestaan, mits de pandhouder de prijs waartegen hij de aandelen verwerft, kan verantwoorden.

32 Rb. Overijssel 22 maart 2017, ECLI:NL:RBOVE:2017:1504 (DHD/ING), r.o. 5.19.

33 Rb. Amsterdam 30 januari 2015, JOR 2015/158 m.nt. I. van Gasteren (Svyaznoy), r.o. 4.10.

B.N. Mwangi & S.C.P. Verhelst

landse dagbladen, waarvan slechts één zich richt op de relevante doelgroep, voldoende is om die mate van belangstelling die naar verwachting tot een maximale opbrengst leidt, op te roepen.’

Na deze zaak volgde een tuchtzaak waarin werd geklaagd dat de notaris die de veiling begeleidde zijn ministerie had moeten weigeren. Volgens de tuchtrechter was deze klacht terecht en had de notaris bewust voor lief genomen dat belanghebbenden en andere geïnteresseerden niet zouden worden bereikt en van de veiling onkundig bleven. Hierdoor had hij, mede in het nadeel van beslagleggers en andere crediteuren, niet gewaarborgd dat de hoogst mogelijke veilingopbrengst zou worden gerealiseerd.<sup>34</sup> In de *Sawgrass*-zaak veroordeelde de rechter een notaris, die tot twee keer toe zijn ministerie had geweigerd voor de openbare veiling van aandelen, tot medewerking aan een openbare veiling. In deze zaak was de veiling in media aangekondigd die zich met name richtten op de Russische onroerendgoedmarkt. De rechter overwoog dat hiermee ‘het in aanmerking komende publiek op de aanstaande executoriale verkoop geattendeerd wordt’.<sup>35</sup> Daarnaast werd op de website van de notaris melding gemaakt van de voorgenomen veiling. In de *Solutus*-zaak was de rechter van mening dat, gezien de omvang en het Nederlandse karakter van de te veilen onderneming, de publicatie in drie Nederlandse dagbladen (*Het Financieele Dagblad*, *de Volkskrant* en *het NRC Handelsblad*) voldoende was.<sup>36</sup> In de *Yukos*-zaak tot slot werd een Nederlandse vennootschap binnen een internationaal opererend Russisch olieconcern geveild. De rechter overwoog in deze uitspraak dat de veiling van beslagen aandelen aangekondigd moest worden in een advertentie van ten minste één pagina groot, in acht landen, waaronder Nederland (Amsterdam), Rusland (Moskou en Sint-Petersburg), Verenigde Arabische Emiraten (Dubai) en China (Peking, Shanghai en Hong Kong).

#### 4.2.2 *Belang van juiste wijze van executie*

Omdat de wet geen duidelijke instructies bevat ten aanzien van de wijze waarop een veiling van verpande aandelen moet worden georganiseerd, bestaat het risico dat een rechter een bepaalde verkoop achteraf niet als openbare verkoop kwalificeert.<sup>37</sup> Dit zou tot gevolg hebben dat achteraf geen sprake is geweest van ‘parate executie’ in de zin van art. 3:248 jo. art. 3:250 BW, omdat aan de daarvoor geldende voorwaarden niet is voldaan. In dat geval geldt dat de pandhouder niet bevoegd was om de aandelen over te dragen. De pandhouder is immers alleen bevoegd het onderpand te verkopen en daarna te leveren op de wijze zoals voorgeschreven in de wet. Een verkoop die niet aan deze voorwaarden voldoet, heeft te gelden als een verkoop door een beschikkingsonbevoegde verkoper, zodat ach-

34 Kamer voor het Notariaat Amsterdam 2 juni 2016, ECLI:NL:TNORAMS:2016:16, r.o. 5.8.

35 Rb. Amsterdam 10 oktober 2017, JOR 2018/75 m.nt. T. Hutten (*Sawgrass*), r.o. 4.3.

36 Rb. Amsterdam 19 juni 2016, JOR 2017/301 m.nt. P.H.N. Quist (*Solutus*), r.o. 4.20.

37 Vgl. Messelink 2009, p. 664.

teraf geen overdracht van de aandelen heeft plaatsgevonden (art. 3:84 BW).<sup>38</sup> In dat geval zou bovendien de gewone verkopersaansprakelijkheid ex art. 7:17 BW van toepassing zijn en niet de beperkte verkopersaansprakelijkheid ex art. 7:19 BW. Tot slot heeft alleen een executoriale verkoop zuiverende werking. Indien de veiling achteraf niet als een executoriale verkoop kwalificeert, dan geldt dat beperkte rechten die waren gevestigd en beslagen die waren gelegd nadat het pandrecht was gevestigd, niet zijn komen te vervallen.

#### 4.3 Oplossing: rechterlijk verlof?

Is rechterlijk verlof voorafgaand aan een openbare verkoop een oplossing voor de genoemde knelpunten? De wetgever is voor wat betreft de verkoop van *executoriaal beslagen aandelen* uitgegaan van een verkoop zoals voorgeschreven door de rechtbank in een daartoe strekkende beschikking (art. 474g lid 3 Rv). De wetgever heeft de beslagexecutie van aandelen als maatwerk beschouwd en is ervan uitgegaan dat de 'beste opbrengst wordt verkregen' door de wijze van uitwinning (onderhands of via een veiling) door de rechter te laten bepalen.<sup>39</sup> Van Gasteren meent dat – analoog aan de beslagexecutieregeling voor aandelen (art. 474g Rv) – de rechter in het verkoopproces moet worden betrokken om de voorwaarden voor de verkoop van verpande aandelen voor te schrijven.<sup>40</sup> Het uitwinnen bij een openbare veiling, buiten de rechter om, noemt zij alleen dan een reële optie als er voldoende waarborgen zijn voor het bereiken van de juiste doelgroep en voor het doen van *due diligence* door potentiële kopers. De Korte pleit ervoor om voorafgaand rechterlijk verlof een wettelijk vereiste te maken voor een openbare verkoop van verpande aandelen.<sup>41</sup> Indien een rechter verlof verleent voorafgaand aan de verkoop en daarbij tevens sturing geeft aan het veilingproces, biedt dit naar onze mening inderdaad verschillende voordelen. Ten eerste is het in dat geval aan de rechter om de termijn voor verkoop en de wijze van aankondiging te bepalen en op die manier te waarborgen dat met de veiling opbrengstmaximalisatie wordt gerealiseerd. Zo gaf de rechter als gezegd in de Yukos-zaak (die dus zag op de verkoop van *executoriaal beslagen aandelen*) in detail weer op welke wijze de veiling aangekondigd moest worden (in verschillende dagbladen in acht landen). Daarnaast kan een rechter, anders dan een pandhouder, de vennootschap opleggen om informatie over de vennootschap te verstrekken, zodat potentiële kopers zich in de vennootschap kunnen verdiepen. Dit laatste was zowel in de Yukos-zaak als in de Sawgrass-zaak het geval. In de Yukos-zaak overwoog de rechter dat Yukos op grond van haar informatieplicht als geëxecuteerde de door de notaris noodzakelijk geachte informatie moest verschaffen<sup>42</sup> (de grondslag van dit verzoek blijkt overigens niet duidelijk uit de uitspraak). In de Sawgrass-zaak was

38 Messelink 2009, p. 662. Anders: Rb. Overijssel 22 maart 2017, ECLI:NL:RBOVE:2017:1504 (DHD/ING), r.o. 5.18. De rechter overweegt dat het niet correct aankondigen van een executie-veiling op zichzelf niet met zich meebrengt dat een daarop volgende aandelenoverdracht 'non existent, nietig of ongeldig' is.

39 Vgl. Messelink 2009, p. 658; zie ook Kamerstukken II 1970/71, 11288, 3, p. 6-7.

40 I. van Gasteren, annotatie bij Rb. Amsterdam 30 januari 2015, JOR 2015/158 (Svyaznoy).

41 De Korte 2016, p. 4.

42 Rb. Amsterdam 20 december 2007, ECLI:NL:RBAMS:2007:BC0837 (Yukos), r.o. 10.

door de pandhouder in de dagvaarding inzage verzocht in verschillende documenten voor potentiële bidders. De rechter overwoog dat de te veilen vennootschap deze informatie minimaal zes weken voorafgaand aan de veiling tijdens kantooruren ter inzage moest verschaffen.<sup>43</sup> Interessant is daarnaast dat in de Yukos-zaak de rechter niet alleen aangaf op welke wijze de veiling aangekondigd moest worden, maar dat deze daarnaast ook exacte voorschriften gaf voor de wijze waarop het biedingsproces moest verlopen (onder meer: maximaal drie rondes, twee derde van de bidders mocht steeds door naar de volgende ronde en biedingen waren uit te brengen in een aan de notaris gerichte gesloten enveloppe).<sup>44</sup>

De huidige wettelijke regeling laat op dit moment niet toe dat de rechter wordt verzocht verlot te verlenen voor een verkoop van verpande aandelen en de daarbij behorende voorwaarden vast te stellen. Om alsnog rechterlijke betrokkenheid bij het veilingproces te bewerkstelligen kan de notaris of deurwaarder die wordt verzocht de veiling te begeleiden – en die twijfelt over de wijze waarop de veiling moet worden georganiseerd en of daarmee opbrengstmaximalisatie wordt gerealiseerd – zijn ministerie weigeren.<sup>45</sup> De pandhouder staat in dat geval geen andere weg open dan het starten van een kort geding tegen de betreffende deurwaarder of notaris (dit was bijvoorbeeld in de Sawgrass-zaak het geval). Volgens De Korte is daarnaast een optie voor de deurwaarder of notaris, indien het gerechtvaardigde vermoeden bestaat dat de pandhouder geen recht van parate executie heeft of dat de veiling niet tot opbrengstmaximalisatie zal leiden, om zelf een kort geding te starten bij de voorzieningenrechter.<sup>46</sup>

Hoewel wij De Korte kunnen volgen in de voordelen die verplicht rechterlijk verlot voor een veiling van verpande aandelen biedt, kan daartoe naar onze mening geen *verplichting* bestaan (zoals dat wel het geval is bij de verkoop van executoriaal beslagen aandelen). De uitwinning van een pandrecht (openbaar of onderhands) zou in dat geval immers alleen nog met toestemming van de rechter kunnen plaatsvinden. Dit is wat ons betreft onverenigbaar met het recht van parate executie dat de pandhouder heeft uit hoofde van art. 3:248 BW, en op grond waarvan de pandhouder zijn pandrecht zonder executoriale titel (en dus zonder tussenkomst van de rechter) moet kunnen uitwinnen.

## 5 Executie op een wijze anders dan openbare verkoop (art. 3:251 BW)

De wet biedt twee alternatieven voor de openbare verkoop. Op grond van art. 3:251 BW kunnen de aandelen op een ‘afwijkende wijze’ van openbare verkoop’ worden verkocht op verzoek van de pandhouder of pandgever aan de voorzieningenrechter (lid 1). In paragraaf 5.1 gaan we op deze mogelijkheid verder in. Op grond van lid 2 van art. 3:251 BW kunnen de pandhouder en de pandgever, nadat de pandhouder tot uitwinning bevoegd is geraakt, een afwijkende wijze van ver-

43 Rb. Amsterdam 10 oktober 2017, JOR 2018/75 m.nt. T. Hutten (Sawgrass), r.o. 5.5.

44 Rb. Amsterdam 20 december 2007, ECLI:NL:RBAMS:2007:BC0837 (Yukos), r.o. 9.5.

45 Vgl. De Korte 2016, p. 4.

46 Vgl. De Korte 2016, p. 4.

koop overeenkomen. Zie hierover paragraaf 5.2. Ook deze beide vormen van uitwinning lijken in de praktijk weinig voor te komen.<sup>47</sup>

### 5.1 *Onderhandse verkoop ex art. 3:251 lid 1 BW*

De onderhandse verkoop op grond van art. 3:251 lid 1 BW wordt ingeleid door middel van een verzoekschrift van de pandhouder of de pandgever. In het BW is niets bepaald over de verdere procedure. De wettelijke regeling ten aanzien van verzoekschriftprocedures is daarom van toepassing. Op grond van art. 242 Rv kan iedere belanghebbende een verweerschrift indienen. Hiertoe behoren in ieder geval de pandgever en de pandhouder.<sup>48</sup> De voorzieningenrechter kan toestemming verlenen voor de verkoop aan een specifieke koper, maar deze kan ook in algemene zin worden verleend, zonder dat deze is beperkt tot een bepaalde verkoop en/of koper.<sup>49</sup> In de praktijk zal de pandhouder (of pandgever) echter doorgaans al een koper op het oog hebben voordat het verzoek aan de voorzieningenrechter wordt gedaan. De pandhouder kan de voorzieningenrechter in dat geval verzoeken om aan deze koper te mogen verkopen, waarna de koopovereenkomst wordt aangegaan. Een andere optie is dat de pandhouder de koopovereenkomst met de gevonden koper aangaat, onder de opschortende voorwaarde van toestemming van de voorzieningenrechter.<sup>50</sup> Tegen beschikkingen van de rechter op grond van art. 3:251 lid 1 BW staat in beginsel geen hoger beroep open.<sup>51</sup> Indien een verzoek wordt afgewezen en de pandhouder niet over wenst te gaan tot een openbare verkoop, dan rest de optie om op zoek te gaan naar een beter bod en een nieuwe verzoekschriftprocedure te starten.

De mogelijkheid tot het doen van een verzoek ex art. 3:251 lid 1 BW kan overigens contractueel worden uitgesloten bij de vestiging van het pandrecht. In de financieringspraktijk wordt dit gebruikelijkerwijs gedaan voor zover het de pandgever betreft.

#### 5.1.1 *Grond voor rechterlijke toetsing: opbrengstmaximalisatie*

De voorzieningenrechter is in beginsel geheel vrij om te bepalen op welke gronden hij een verzoek al dan niet toewijst. De wijze waarop een goedkeuringsverzoek (procedureel) wordt behandeld, is niet in de wet vastgelegd. Het wordt echter algemeen aangenomen dat de voorzieningenrechter daarbij in ieder geval nagaat of de onderhandse verkoop gezien de specifieke omstandigheden tot opbrengstmaximalisatie leidt, dan wel of te verwachten valt dat met een openbare

47 Zie voor wat betreft een uitwinning op grond van art. 3:251 lid 1 BW evenwel Hof Amsterdam 23 februari 2012, JBPR 2012/45, Rb. Utrecht 30 maart 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BW0487, Rb. Amsterdam 23 augustus 2012, ECLI:NL:RBAMS:2012:BY1439, Rb. Limburg 11 november 2014, ECLI:NL:RBLIM:2014:9642 en Hof 's-Hertogenbosch 13 april 2017, JOR 2017/185.

48 Rb. Amsterdam 23 augustus 2012, ECLI:NL:RBAMS:2012:BY1439.

49 Stein, in: *GS Vermogensrecht*, art. 3:251 BW, aant. 11.

50 Vgl. Van Gasteren 2010, p. 20.

51 HR 17 juni 1994, NJ 1995/367 (Rabobank/Sporting Connection) voor beschikkingen ten aanzien van een afwijkende wijze van verkoop en HR 10 februari 2017, JOR 2017/139 voor beschikkingen ten aanzien van het verblijven aan de pandhouder.

verkoop een hogere opbrengst te behalen valt.<sup>52</sup> De hierboven beschreven problematiek van de waardering van aandelen speelt ook hier een rol. Om te toetsen of de voorgenomen verkoop tot opbrengstmaximalisatie leidt, zal de rechter in beginsel één of meer waarderingsrapporten verlangen van onafhankelijke partijen. Voor zover de rechter dit nodig acht, kan hij ook besluiten een deskundige te benoemen.<sup>53</sup>

Sommige auteurs lijken het standpunt in te nemen dat de executie op grond van art. 3:251 lid 1 BW per definitie de voorkeur verdient boven een uitwinning ex art. 3:250 BW, zodat een rechterlijke toets is gewaarborgd.<sup>54</sup> Wij menen echter dat zowel de openbare verkoop ex art. 3:250 BW als de onderhandse verkoop ex art. 3:251 lid 1 BW geschikte vormen van uitwinning kunnen zijn. Welke wijze van uitwinning de voorkeur verdient, is onder meer afhankelijk van de context en de onderneming waarin de aandelen worden verkocht, de informatie die over de te verkopen onderneming beschikbaar is, en of de pandhouder al een koper op het oog heeft of niet. Doorslaggevend is of met de gekozen wijze van uitwinning opbrengstmaximalisatie wordt gerealiseerd.

- Schoeller Arca

Om nader inzicht te geven in de toets die de rechter hanteert in het kader van art. 3:251 lid 1 BW volgt in deze paragraaf een korte uiteenzetting van de zaak Schoeller Arca. Deze zaak is door verschillende auteurs uitgebreid besproken.<sup>55</sup> De rechtbank ging in deze zaak in op een verzoek om verlof te verlenen voor een onderhandse verkoop van aandelen aan een potentiële koper.<sup>56</sup> Het verzoek werd ondersteund door onder meer de vennootschap (in wier kapitaal de aandelen waren verpand) en de pandgever. Een van de schuldeisers verzette zich tegen de voorgenomen verkoop. Deze schuldeiser was van mening dat de aandelen openbaar dienden te worden verkocht, omdat daarmee een hogere opbrengst te verwachten was. Ook een concurrerende bidder verzette zich tegen de voorgenomen verkoop, met als argument dat de verpande aandelen aan hem zouden moeten worden verkocht, nu hij een koopprijs had geboden die een hogere waarde zou vertegenwoordigen.<sup>57</sup> De voorzieningenrechter was van oordeel dat het niet aan-

52 Zie onder meer De Korte 2016, p. 2, Rb. Amsterdam 10 september 2009 (tussenbeschikking) en 23 september 2009, JOR 2009/340 m.nt. N.S.J.G. Vermunt (Schoeller Arca), Rb. Utrecht 30 maart 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BW0487 (Selexyz), r.o. 3.6, O.R. van Brunshot, 'Executie van verpande aandelen', FIP 2009, afl. 8, p. 249 en J. de Bont, 'Uitwinnen van zekerheden', TOP 2012, afl. 2, p. 84.

53 Van Gasteren 2010.

54 Zie bijv. Van Gasteren 2010, p. 20 en De Bont 2012, p. 84.

55 Van Gasteren 2010, p. 19, J.T. Jol, 'Gedwongen medewerking aan een debt for equity swap; een (on)mogelijkheid?', in: R.J. van Galen e.a. (red.), *De insolvente vennootschap* (Insolad Jaarboek 2010), Deventer: Kluwer 2010, p. 22 en E. Scheenstra, 'Herstructurering van complexe financiële financieringstransacties', *Update Banking & Finance* 2010 (juni), p. 18.

56 Rb. Amsterdam 10 september 2009 (tussenbeschikking) en 23 september 2009, JOR 2009/340 (Schoeller Arca).

57 De concurrerende bidder werd overigens niet als belanghebbende aangemerkt door de rechtbank, maar werd wel gehoord.



nemelijk was dat een openbare verkoop een hogere opbrengst zou opleveren. De belanghebbenden hadden geen feiten gesteld op grond waarvan kon worden aangenomen dat een openbare verkoop van de aandelen meer zou opbrengen dan het bod van de koper. Daarnaast had de ruime gelegenheid die in deze procedure aan potentiële kopers was geboden tot het doen van een beter bod niet geleid tot een beter bod. Bovendien waren de pandhouder en de pandgever het eens over het bod en namen zij daarmee genoegen. In het licht van al deze omstandigheden kon niet worden vastgesteld dat de waarde waarvoor de aandelen bij verloffverlening zouden worden geëxecuteerd niet de op dat moment maximaal haalbare waarde was. De voorzieningenrechter verleende dan ook verlof voor de onderhandse verkoop in overeenstemming met de (aan de rechter voorgelegde) koopovereenkomst. Van belang in dit verband is nog dat indien de rechter een verzoek afwijst, hij niet bevoegd is een bod van een concurrerende bieder goed te keuren (voor zover een dergelijk bod al kan worden ingediend).<sup>58</sup> Die koop is immers niet het onderwerp van de verzoekschriftprocedure.<sup>59</sup>

### 5.2 Onderhandse verkoop ex art. 3:251 lid 2 BW

Op grond van art. 3:251 lid 2 BW kunnen de pandhouder en pandgever (of diens curator) overeenkomen de aandelen onderhands te verkopen, nadat de pandhouder bevoegd is geworden om tot verkoop over te gaan. Hiervan is sprake als de pandgever in verzuim is met de voldoening van zijn schuld (art. 3:248 BW) en aan de eventuele overige voorwaarden in de pandakte is voldaan. De achtergrond van deze bepaling is dat de wetgever de pandgever heeft willen beschermen tegen de zwakkere positie die hij heeft ten opzichte van de pandhouder op het moment dat het pandrecht wordt gevestigd.<sup>60</sup> Nadat de pandhouder bevoegd is geworden tot uitwinning staat niets er meer aan in de weg dat de pandhouder en de pandgever onderling overeenkomen op welke wijze de uitwinning plaatsvindt.

De onderhandse verkoop ex art. 3:251 lid 2 BW kent een aantal nadelen ten opzichte van de openbare verkoop of de onderhandse verkoop met toestemming van de rechter.<sup>61</sup> Zo is op grond van art. 3:251 lid 2 BW de toestemming van eventuele andere beperkt gerechtigden en beslagleggers vereist. In de praktijk zal het een pandgever op grond van een *negative pledge*-bepaling in de financieringsdocumentatie echter over het algemeen niet zijn toegestaan om nog andere pandrechten te vestigen, dan wel zullen er afspraken zijn gemaakt met de andere pandhouders in een *intercreditor agreement*. Beslagleggers zouden het proces eventueel wel kunnen verstoren, nu in Nederland relatief eenvoudig beslag kan worden gelegd. Daarnaast bestaat het risico, nu de instemming van de pandhouder een onverplichte rechtshandeling is, dat de verkoop in een faillissement van de pandgever op grond van art. 42 van de Faillissementswet (Fw) zou kunnen worden vernietigd door de curator. Indien echter een marktconforme prijs is overeengekomen voor de aandelen en er geen bijzondere voorwaarden aan de

58 Vgl. Van Brunschot 2009, p. 250.

59 Van Gasteren 2010, p. 21.

60 Huijgen, in: T&C Burgerlijk Wetboek, art. 3:251, aant. 3.

61 Zie ook Van Gasteren 2010, p. 22.



overdracht zijn verbonden die benadeling van schuldeisers tot gevolg zouden hebben, lijkt dit risico vrij beperkt.<sup>62</sup> Tot slot zal in sommige gevallen de aandeelhouder van de pandgever, op grond van de statuten van de pandgever, goedkeuring moeten verlenen aan het bestuur van de pandgever voor een overdracht van aandelen.

### 5.3 Financiële herstructurering

In de praktijk blijkt de onderhandse verkoop (op grond van art. 3:251 lid 1 dan wel lid 2 BW) steeds vaker een belangrijk middel te zijn om – zeker in het kader van grotere groepsfinancieringen – financiële herstructureringen te realiseren.<sup>63</sup> Het doel van een dergelijke herstructurering is uiteindelijk om de totale schuldenlast van de onderneming te verlagen en een faillissement af te wenden.<sup>64</sup> Een bekend voorbeeld van een financiële herstructurering is de hiervoor aangehaalde Schoeller Arca-zaak, waarin door middel van de uitwinning van een pandrecht op aandelen (ex art. 3:250 lid 1 BW) een financiële herstructurering werd gerealiseerd. Een recenter voorbeeld van een financiële herstructurering is te vinden in het faillissement van Royal Imtech N.V. (en overige groepsvennootschappen). De herstructurering vond in dat geval plaats op grond van art. 3:251 lid 2 BW. Voor een executie op grond van dit artikel is als gezegd instemming van de pandgever (of diens curator) vereist. Zodra deze is verkregen en eventuele beperkt gerechtigden, beslagleggers, de algemene vergadering en junior schuldeisers het proces niet anderszins frustreren, is de pandhouder in beginsel vrij om het proces naar zijn voorkeur in te richten.<sup>65</sup>

#### 5.3.1 Royal Imtech N.V.

Uit de faillissementsverslagen van Royal Imtech N.V. en diverse groepsvennootschappen blijkt het volgende.<sup>66</sup> Royal Imtech N.V. verkeerde in moeilijkheden en op verzoek van het bestuur werden twee beoogd curatoren aangewezen door de Rechtbank Rotterdam. In de dagen die volgden, vond er veel overleg plaats tussen de betrokken partijen, waaronder de groep van financiers (hierna: de lenders) en een groep van private investeerders die het concern mogelijk wilden overnemen (hierna: het consortium). De lenders hadden een pandrecht op de aandelen in de subholdings, waaronder in de zogenoemde Nordics-divisie. De Nordics-divisie leek een levensvatbaar onderdeel van de groep. De lenders gingen niet akkoord met een voorstel van het consortium om het hele concern te kopen en bereidden hun 'warehousing'-structuur voor, waarbij levensvatbare onderdelen (met name de Nordics-divisie) in afwachting van verkoop aan een derde partij alvast uit het concernverband zouden worden gehaald en in een aparte structuur ondergebracht. Zij richtten hiervoor Waterval B.V. op. Op 11 augustus 2015 werd surseance van betaling verleend. De lenders wensten hun pandrecht op de aandelen in de

62 Zie ook Van Gasteren 2010.

63 Zie Van Gasteren 2010, p. 21 en De Bont 2012, p. 85.

64 Van Gasteren 2010, p. 18.

65 Zie over de financiële herstructurering verder uitgebreid Van Gasteren 2010.

66 De meest recente faillissementsverslagen inzake Royal Imtech N.V. en de diverse groepsvennootschappen dateren van maart 2018.

Nordics-divisie uit te winnen om deze aandelen onder te brengen in Waterval B.V. op grond van art. 3:251 lid 2 BW, waardoor vereist was dat (het bestuur van) de pandgever meewerkte aan deze verkoop. Uit het faillissementsverslag blijkt dat het bestuur geadviseerd werd deze medewerking niet te verlenen, waardoor het voor de lenders noodzakelijk was dat de pandgever (Imtech Group B.V., een dochter van Royal Imtech N.V.) failliet zou worden verklaard, zodat medewerking van de curatoren (in plaats van de pandgever) kon worden gevraagd. Op woensdag 13 augustus 2015 werden onder meer Royal Imtech N.V. en de pandgever failliet verklaard. De curatoren besloten in de plaats van de pandgever mee te werken aan de uitwinning van het pandrecht op de aandelen in de Nordics-divisie. Op diezelfde dag werden de aandelen in de Nordics-divisie verkocht aan Waterval B.V. Er werd nog geen koopprijs betaald. Op 1 september 2015 werden de aandelen in de Nordics-divisie door Waterval B.V. verkocht aan Nordea Bank AB en vervolgens aan een derde partij. De koopprijs voor de aandelen werd door de lenders ontvangen en kwam in mindering op hun vorderingen in de faillissementen. De executie van het pandrecht was hiermee afgerond.<sup>67</sup>

## 6 Besloten veiling

Een middenweg tussen de openbare verkoop ex art. 3:250 BW en de onderhandse verkoop ex art. 3:251 BW is de in de literatuur geopperde suggestie van een 'besloten veiling' of 'closed auction'.<sup>68</sup> Hierbij wordt aan een aantal geselecteerde partijen toegang gegeven tot een *dataroom* met informatie over de te veilen vennootschap. Deze partijen kunnen dan onder de gebruikelijke (geheimhoudings)voorwaarden een *due diligence*-onderzoek naar de vennootschap verrichten, waarna de aandelen aan de hoogste bieder worden verkocht. Omdat het openbare karakter aan een dergelijke verkoop ontbreekt, kwalificeert deze wijze van veilen als een onderhandse verkoop op grond van art. 3:251 lid 1 of 2 BW. In de eerder aangehaalde uitspraak van de Ondernemingskamer (zie par. 2.2) had de betrokken financier door uitoefening van het stemrecht een extra bestuurder aangesteld en vervolgens het bestuur gesommeerd een *dataroom* open te stellen ter voorbereiding van de verkoop van de onderneming.<sup>69</sup>

## 7 Verkoop en levering van de aandelen

Nadat de aandelen zijn verkocht (openbaar of onderhands), moeten de aandelen worden geleverd aan de betreffende koper. Nu de wet hierover geen nadere bepalingen bevat, wordt algemeen aangenomen dat hiervoor een notariële akte is vereist in overeenstemming met art. 2:196 BW.<sup>70</sup> Dit is anders in geval van de leve-

67 Wij merken daarbij op dat ons kantoor zijdelings bij deze transactie betrokken is geweest.

68 Zie Van Gasteren 2010 en Damkot & Neuteboom 2010/8.11.

69 Hof Amsterdam (OK) 11 september 2017, JOR 2018/68 m.nt. Hutten.

70 In geval van een toegewezen verblijvingsverzoek bestaat hierover discussie. Schuijling meent dat levering niet meer nodig is, de pandhouder verkrijgt het goed krachtens zijn pandrecht en de rechterlijke toewijzing (noot B.A. Schuijling bij HR 10 februari 2017, JOR 2017/139).

B.N. Mwangi & S.C.P. Verhelst

ring van beslagen aandelen, waarvoor op grond van art. 474h lid 2 Rv slechts is vereist dat het proces-verbaal (van de verkoop) ter registratie wordt aangeboden (bij de Belastingdienst). In de praktijk blijken echter ook executoriaal beslagen aandelen doorgaans door middel van een notariële akte te worden geleverd.<sup>71</sup> Bij de levering van de verpande aandelen rijst de vraag wie in de notariële leveringsakte als verkoper moet worden opgenomen. Is dat de aandeelhouder als rechthebbende van de aandelen (waarbij al dan niet volmacht wordt verleend aan de pandhouder om de aandelen namens de pandgever te leveren)? Of kan de executerende pandhouder de aandelen zelf overdragen? Uit art. 3:248 BW volgt enkel dat de pandhouder bevoegd is tot de *verkoop* van de verpande aandelen. In dit artikel is over de levering niets bepaald. Wij zijn van mening dat uit het recht van parate executie echter tevens voortvloeit dat de pandhouder bevoegd is tot levering.<sup>72</sup> Indien dit niet het geval zou zijn, dan zou dit de executie en daarmee de verhaalsmogelijkheden van de pandhouder in de weg staan. Dat de overdracht plaats kan vinden door de pandhouder lijkt tevens te volgen uit de Schoeller Arca-zaak, waarin aan de pandhouder verlov wordt verleend om de aandelen te verkopen *en* te leveren.<sup>73</sup>

## 8 Conclusie

Met het oog op een uitwinning van een pandrecht op aandelen moet bij de vestiging van het pandrecht aandacht worden besteed aan de volgende onderwerpen. Ten eerste dient te worden beoordeeld op welk niveau binnen een vennootschapelijke structuur een pandrecht moet worden gevestigd. Daarnaast is van belang om, indien niet alle aandelen aan de pandhouder worden verpand, te beoordelen of een eventuele statutaire blokkeringsregeling (gedeeltelijk) buiten toepassing moet worden verklaard. Ten slotte dient in de statuten en besluitvorming aandacht te worden besteed aan het verkrijgen van het stemrecht door de pandhouder en het bijeenroepen van een algemene vergadering door de pandhouder met stemrecht.

De uitwinning van pandrechten op aandelen kan plaatsvinden door een openbare verkoop of via een onderhandse verkoop. Een onderhandse verkoop is alleen mogelijk indien de rechter hiervoor toestemming geeft, dan wel als de pandhouder en de pandgever dit overeenkomen. Uitwinning vindt in de praktijk nog relatief weinig plaats. Een knelpunt is dat aandelen zich niet zo eenvoudig voor verkoop lenen als andere goederen. De pandhouder beschikt vaak niet over informatie op basis waarvan potentiële kopers de waarde van een onderneming kunnen vaststellen. Voor wat betreft de openbare verkoop bestaat daarnaast onduidelijk-

71 Zie hierover J.D. van Vlastuin, Syllabus executie van aandelen op naam in een NV of BV, 1 oktober 2014. Volgens Van Vlastuin bestaat in de praktijk ten onrechte het idee dat de levering van beslagen aandelen moet plaatsvinden door middel van een notariële akte.

72 Zie ook Van Gasteren 2010 en M. Bernardt & J.D. van Vlastuin, 'Executie van pandrecht op aandelen', *De Gerechtsdeurwaarder* 2014, p. 29.

73 Rb. Amsterdam 10 september 2009 (tussenbeschikking) en 23 september 2009, JOR 2009/340 (Schoeller Arca), r.o. 5.

heid over de wijze waarop een openbare verkoop moet worden georganiseerd. Een rechterlijke toets ontbreekt. In de praktijk kan rechterlijke betrokkenheid worden bewerkstelligd door middel van een kort geding. Dit kan op initiatief van ofwel de pandhouder (nadat de notaris of deurwaarder in kwestie zijn ministerie voor het organiseren van de veiling heeft geweigerd), ofwel de betrokken notaris of deurwaarder. Zowel de openbare verkoop als de onderhandse verkoop kan wat ons betreft een geschikte vorm van uitwinning zijn. Welke wijze van uitwinning de voorkeur verdient, is onder meer afhankelijk van de context en de onderneming waarin de aandelen worden verkocht, de informatie die over de te verkopen onderneming beschikbaar is, en het antwoord op de vraag of de pandhouder al een koper op het oog heeft of niet. Doorslaggevend is of met de gekozen wijze van uitwinning opbrengstmaximalisatie wordt gerealiseerd. Een onderhandse verkoop lijkt verder in de praktijk steeds vaker te worden ingezet in het kader van herstructurerings.

Uit het recht van parate executie vloeit tot slot naar onze mening voort dat de pandhouder – als niet-rechthebbende van de aandelen – de (openbaar of onderhands) verkochte aandelen geldig kan overdragen aan een koper.