
Over pandrecht op toekomstige aandelen

Indien een bank een groep vennootschappen financiert door middel van een lening, vestigt zij soms tot zekerheid van de terugbetaling daarvan een pandrecht op de aandelen in het kapitaal van de groepsvennootschappen. De redenen daarvoor, alsmede de problematiek in verband met de overgang van het stemrecht op die aandelen heb ik beschreven in *V&O 2000*, p. 58-60. Een punt van zorg voor de bank is het risico dat de vennootschap waarvan de aandelen zijn verpand, nieuwe aandelen uitgeeft, waardoor de verpande aandelen verwateren en daarmee de zekerheidswaarde van het pandrecht. Weliswaar pleegt in de pandakte een obligatoire verplichting van de aandeelhouder en de vennootschap te worden opgenomen dat geen nieuwe aandelen worden uitgegeven, maar deze verplichting heeft geen zakenrechtelijk effect en kan niet verhinderen dat de vennootschap toch aandelen uitgeeft. Om dat te voorkomen worden in de pandakte meestal niet alleen de bestaande aandelen, maar ook eventuele toekomstige aandelen verpand. Als gevolg van niet geheel eenduidige wetsbepalingen en

een gebrek aan literatuur en jurisprudentie terzake is de vraag gerezen of dat mogelijk is. In dit artikel wordt betoogd dat die vraag bevestigend moet worden beantwoord. Voor hen die twifelen, wordt daarnaast een mijns inziens zeker alternatief geboden.

Pandrecht op toekomstige aandelen

In het hiernavolgende wordt korthedshalve uitgegaan van een pandgever die 100% van de aandelen in het kapitaal van een besloten vennootschap houdt.

Aandelen kwalificeren als goederen (art. 3:6 jo. 3:1 BW). Aangezien art. 3:97 BW bepaalt dat toekomstige goederen bij voorbaat kunnen worden geleverd, kunnen ook toekomstige aandelen bij voorbaat worden geleverd en via de schakelbepaling van artikel 3:98 BW bij voorbaat worden verpand. Boek 3 BW staat derhalve niet in de weg aan een verpanding bij voorbaat van toekomstige aandelen.

Het is evenwel de vraag of de bepalingen uit Boek 2 BW tot eenzelfde conclusie leiden. Op grond van artikel 2:196 BW is voor de levering van een beperkt recht op een aandeel een notariële akte vereist. Deze akte moet onder andere vermelden: de titel, de aankomsttitel van de aandelen, de namen en rechtsvormen van partijen, het aantal en de soort aandelen die verpand worden, alsmede de naam van de vennootschap waarvan de aandelen worden verpand. Bij de verpanding van toekomstige aandelen leidt het vereiste van de vermelding van de aankomsttitel en het aantal aandelen tot problemen. Op het moment van het vestigen van het pandrecht is immers nog niet bekend hoeveel aandelen zullen worden uitgegeven en op welke wijze de aandeelhouder die aandelen heeft verkregen. In de literatuur wordt over het algemeen echter mijns inziens terecht aangenomen, dat het ontbreken van één of meer van de vereiste gegevens de levering, en derhalve ook de vestiging van het pandrecht, niet ongeldig doet zijn, mits voldoende vaststaat wie de partijen bij de levering van de aandelen zijn en op welke aandelen de levering betrekking heeft (zie W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Zwolle 1992, nr. 181). Ik zou dan ook menen dat een pandakte waarin is bepaald dat de pandgever al zijn toekomstige aandelen in het kapitaal van de vennootschap verpand, een geldig pandrecht op die aandelen tot gevolg heeft.

Het voorgaande blijkt evenwel de altijd voorzichtige praktijk niet voldoende comfort te bieden. Daarom plegen notarissen de verpanding van toekomstige aandelen

in de akte wel te kwalificeren door een toevoeging als 'voorzover rechtens mogelijk' en wordt zekerheidshalve een verplichting voor de pandgever opgenomen om op eerste verzoek van de bank eventuele toekomstige aandelen alsnog te verpanden (al dan niet versterkt met een onherroepelijke volmacht in dat verband aan de bank). Hoe sterk dit noodverband ook mag zijn, het risico blijft bestaan dat de bank er te laat achterkomt dat toch aandelen zijn uitgegeven en als gevolg daarvan een verwaterd pandrecht heeft. Een aanvullende oplossing lijkt mij dan ook de volgende.

Pandrecht op het voorkeursrecht

In het hiernavolgende wordt aangenomen dat de pandgever de aandelen in het kapitaal van de vennootschap in overeenstemming met de artikelen 2:196 en 198 BW heeft verpand en dat de verpanding ook werkt tegen de vennootschap doordat zij bijvoorbeeld partij was bij de pandakte (art. 2:196a BW). Wordt vervolgens dividend uitgekeerd, dan mag de bank dit innen (art. 3:246 BW).

Dat een pandrecht op een aandeel het recht geeft om dividend en dergelijke te innen is begrijpelijk. Indien immers met Van Schilfgaarde (Van de BV en de NV, Deventer 2001, p. 95) wordt aangenomen dat het recht van aandeel zich laat ontleden in een aantal onderling samenhangende rechten, dan betekent mijns inziens verpanding van het aandeel verpanding van die rechten, waaronder het recht op dividend.

Het is de vraag wat een verpanding van het aandeel betekent voor het aan het aandeel verbonden voorkeursrecht ex artikel 2:206a BW. Om die vraag te beantwoorden dient allereerst de aard van het voorkeursrecht nader te worden onderzocht.

Kleyn en De Vries Lentsch-Kostense (WPNR 5344 (1976), p. 217 e.v.) geven in verband met de Wet voorkeursrecht gemeenten een aantal theoretische constructies voor het voorkeursrecht. Ten aanzien van het voorkeursrecht dat bij de wet is verleend en dat bovendien bij de wet (pseudo-)zakelijke werking heeft gekregen, noemen zij de volgende constructie. Een dergelijk voorkeursrecht kan volgens hen worden beschouwd als een beperking van de beschikkingsbevoegdheid om bepaalde transacties met betrekking tot het goed te verrichten anders dan met de voorkeursgerechtigde. Deze bevoegdheidsbeperking is er dan één onder de ontbindende voorwaarde dat de voorkeursgerechtigde een aanbod om de genoemde transacties te verrichten niet accepteert.

Aangezien uitgifte van aandelen zonder inachtneming van het voorkeursrecht ongeldig is (Van der Grinten, a.w., nr. 164), meen ik dat deze constructie ook ten grondslag kan liggen aan het voorkeursrecht van de aandeelhouder. Aldus zou dit voorkeursrecht kunnen worden gezien als een beperking van de beschikkingsbevoegdheid van de vennootschap om aandelen uit te geven anders dan aan de aandeelhouder. Deze bevoegdheidsbeperking is er dan één onder de ontbindende voorwaarde dat de aandeelhouder een aanbod van de vennootschap om aandelen aan hem uit te geven niet accepteert. Dit aanbod van de vennootschap aan de aandeelhouder zou men als een koopoptie kunnen beschouwen.

De vraag is wat de verhouding is tussen het voorkeursrecht en het niet in de wet genoemde begrip claim(recht). Van der Grinten (a.w., nr. 177) stelt dat een claim het recht is om deel te nemen in een uitgifte van nieuwe aandelen, alsmede dat indien de vennootschap tot uitgifte van aandelen besluit, aan de aandeelhouders een claimrecht wordt toegekend. Op grond hiervan meen ik dan ook dat het claimrecht identiek is aan de hiervoor genoemde koopoptie die de vennootschap op grond van het voorkeursrecht aan de aandeelhouder moet verlenen. In overeenstemming hiermee zal ik genoemde koopoptie dan ook met de term 'claimrecht' aanduiden.

Verpanding van het aandeel brengt verpanding van de daarin vervatte rechten met zich en aldus in beginsel verpanding van het voorkeursrecht. Voorzover daaraan mocht worden getwijfeld, zou het voorkeursrecht zekerheidshalve in aanvulling op de verpanding van aandelen, voorzover mogelijk, ook afzonderlijk kunnen worden verpand. De vraag is echter of een verpanding van het voorkeursrecht mogelijk is en wat verpanding van het voorkeursrecht inhoudt.

Verpanding van het voorkeursrecht betekent mijns inziens allereerst dat de hiervoor genoemde beschikkingsonbevoegdheid van de vennootschap in stand blijft. Daarnaast geldt het volgende. Aangezien algemeen aanvaard is dat optierechten overdraagbaar zijn (Asser-Hijma, *Bijzondere Overeenkomsten I*, Zwolle 1994, nr. 184), zijn optierechten mijns inziens tevens verpandbaar (art. 3:228 BW). Verpanding van het voorkeursrecht brengt dan ook tevens verpanding van het daaruit voortvloeiende claimrecht met zich. Verpanding van het claimrecht betekent mijns inziens in beginsel niet dat de pandhouder het recht heeft om de in het claimrecht vervatte optie uit te oefenen. Dat wilsrecht blijft bij de aandeelhouder. Oefent de aandeelhouder het

wilsrecht uit en accepteert hij het aanbod, dan valt zijn vordering tot levering van de aandelen aan hem weer wel onder het pandrecht. Mitsdien vallen krachtens artikel 3:246 lid 1 en 5 BW ook de als gevolg daarvan uit te geven aandelen onder het pandrecht voorzover die althans door de pandhouder zijn geïnd.

Deze conclusie lijkt te worden ondersteund door Buijn en Storm (BV en NV, Deventer 1998, p. 135), die met betrekking tot de verpanding van claims schrijven dat de pandhouder claims kan innen en de aandeelhouder in de gelegenheid moet stellen het claimrecht uit te oefenen, waarna de krachtens het claimrecht verworven aandelen onder het pandrecht vallen. Daarnaast stemt zij overeen met de heersende leer dat artikel 3:246 BW ook op stockdividenden, bonusaandelen, claims en dergelijke kan worden toegepast. De bank kan die rechten innen (art. 3:246 lid 1 BW) en het pandrecht komt ook daarop te rusten (art. 3:246 lid 5 BW) (Van Schilfgaarde, a.w., p. 120, Huijgen 2001 (T&C BW), art. 2:198 BW, aant. 6).

Voor toekomstige aandelen die met gebruikmaking van het voorkeursrecht worden uitgegeven, geldt dan het volgende. Aangezien de huidige aandelen verpand zijn, is het voorkeursrecht verpand en bijgevolg het claimrecht en derhalve ook de daarop geïnde toekomstige aandelen. Dit betekent dat een aparte verpanding van toekomstige aandelen (met de gebreken die daaraan zouden kunnen kleven) niet noodzakelijk is, zolang maar statutair is bepaald dat het voorkeursrecht van toepassing is op alle toekomstige aandelen.

Volledigheidshalve zij nog het volgende opgemerkt. Krachtens artikel 2:206a lid 1 BW kan het voorkeursrecht telkens voor een enkele uitgifte worden beperkt of uitgesloten bij besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders. Aldus is verdedigbaar dat het de vennootschap die tot uitgifte besluit, is toegestaan om een beperkt claimrecht toe te kennen door bijvoorbeeld te bepalen dat dit claimrecht persoonlijk en onoverdraagbaar is. Als het voorkeursrecht immers mag worden beperkt en zelfs mag worden uitgesloten, dan moet ook kunnen worden bepaald dat het niet overdraagbaar is. In dat geval zou de vraag kunnen rijzen of het claimrecht wel onder het pandrecht valt. Teneinde de hiermee samenhangende onzekerheden te voorkomen dient in de statuten te worden opgenomen dat het voorkeursrecht niet kan worden beperkt. Alsdan is het de vennootschap naar mijn oordeel niet toegestaan om een persoonlijk en onoverdraagbaar claimrecht toe te kennen.

Daarnaast dient nog een aantal extra maatregelen te worden genomen om verwatering zoveel mogelijk uit te sluiten. Allereerst is het raadzaam om – in tegenstelling tot hetgeen bij dividendrechten wel voorkomt – de pandgever niet de toestemming ex artikel 3:246 lid 4 BW te geven om de daar bedoelde bevoegdheden uit het voorkeursrecht uit te oefenen. De aandeelhouder zou dan immers na afstand van zijn voorkeursrecht te hebben gedaan, aandelen van de vennootschap uit andere hoofde kunnen verkrijgen, die niet verpand zijn.

Tevens dient te worden bedacht dat het voorkeursrecht krachtens artikel 2:206a BW door de algemene vergadering kan worden uitgesloten, voorzover de statuten niet anders bepalen. Dit biedt de aandeelhouder in beginsel de mogelijkheid om het voorkeursrecht uit te sluiten en vervolgens uit andere hoofde tot uitgifte aan zichzelf over te gaan. De alsdan uitgegeven aandelen vallen vanzelfsprekend niet onder het pandrecht. Ter voorkoming daarvan dient in de statuten in aanvulling op het hiervoor genoemde beperkingsverbod te worden bepaald dat het voorkeursrecht niet kan worden uitgesloten.

Wordt tevens statutair bepaald dat werknemers van de vennootschap of van een groepsmaatschappij geen aandeelhouder kunnen zijn, dan is ook het lek gedicht als gevolg van het feit dat de aandeelhouder geen voorkeursrecht heeft op aan die personen uitgegeven aandelen. Aangezien een concernfinanciering om andere redenen vaak toch al een statutenwijziging met zich brengt, zullen de voorgestelde wijzigingen in de praktijk geen probleem zijn.

Indien deze maatregelen zijn getroffen, is verdedigbaar dat alle aan de aandeelhouder uitgegeven en door de bank geïnde aandelen kwalificeren als geïnd onder het uit het verpande voorkeursrecht voortvloeiende verpande claimrecht en derhalve onder het pandrecht van de bank vallen (art. 3:246 lid 5 BW). De vraag hoe de inning door de bank in geval van uitgifte van aandelen op naam juridisch technisch precies verloopt, valt buiten het bestek van dit artikel. Zeker is dat een dergelijke inning leidt tot de situatie dat de aandeelhouder de aandelen in eigendom heeft en dat deze met een pandrecht ten gunste van de bank zijn bezwaard. Aangezien de bank een openbaar pandrecht op het voorkeursrecht heeft, kunnen derden zonder medeweten en toestemming van de bank geen aandelen krijgen. De bank is dan ook zeker van haar pandrecht op nieuw uitgegeven toekomstige aandelen.

Dat dit pandrecht op de toekomstige aandelen totstandkomt zonder een uitdrukkelijke directe verpanding in een notariële pandakte, is naar mijn oordeel geen probleem en in ieder geval niet ongebruikelijk. Immers, ook het pandrecht van de certificaathouders op de gecertificeerde aandelen komt zonder een zodanige akte tot stand (art. 3:259 BW).

Het voorgaande lijkt dan ook een goede methode om toekomstige aandelen onder het pandrecht van de bank te laten vallen. Zekerheidshalve zou deze structuur in combinatie met de verplichting om toekomstige aandelen te verpanden kunnen worden gebruikt. Int de bank op grond van het aan haar verpande claimrecht de aandelen, dan kan zij erop toezien dat de nieuw uitgegeven aandelen voorzover nodig aan haar worden verpand. Wordt verzuimd om de bank de aandelen te laten innen, dan is mijns inziens sprake van een emissie zonder inachtneming van het voorkeursrecht. Een dergelijke emissie is ongeldig (Van der Grinten, a.w., nr. 164). Van verwatering van het pandrecht op de verpande aandelen is ook dan geen sprake.

Conclusie

Hoewel zeer goed verdedigbaar is dat toekomstige aandelen in een notariële akte bij voorbaat kunnen worden verpand, bestaat daarover bij sommigen toch nog enige twijfel. Daarom wordt in dit artikel voorgesteld om de statuten zodanig te wijzigen dat nieuwe aandelen alleen na uitoefening van het voorkeursrecht kunnen worden uitgegeven. Aangezien verdedigbaar is dat het pandrecht op de aandelen een pandrecht op het voorkeursrecht en daarmee op het daaruit voortvloeiende claimrecht met zich brengt, kan uitgifte niet zonder inning van de bank plaatsvinden en vallen uitgegeven aandelen krachtens de wet onder het pandrecht van de bank. Worden de aandelen niet door de bank geïnd, dan is sprake van een ongeldige uitgifte. In beide gevallen verwatert het pandrecht van de bank niet.