

MR. H.J.E. VEERBEEK

# De flexibiliteit van het pandrecht op aandelen

Het pandrecht op aandelen tegen het licht van de ontwikkeling van de algemene bepalingen van pandrecht en de doorwerking van de redelijkheid en billijkheid

**W**ie een aandeel in een kapitaalsvennootschap houdt, is eigenaar van een ‘mandje’ met rechten. De rechten in dit mandje zijn te onderscheiden in twee groepen.<sup>1</sup> De eerste is de groep van vermogensrechtelijke rechten in de betekenis van artikel 6 van boek 3 van het Burgerlijk Wetboek. Tot deze rechten behoren het recht op dividend en het recht op een evenredige uitkering bij liquidatie. De tweede groep wordt gevormd door de rechten die zijn afgeleid van de bijzondere aandeelhouderspositie. Tot deze rechten behoren het recht om opgeroepen te worden voor een algemene vergadering van aandeelhouders, het recht om aldaar te verschijnen en het woord te voeren, het stemrecht en het recht om als belanghebbende vernietiging van een besluit van een orgaan van de vennootschap te vorderen. De eerste groep rechten vormt de beleggingsfunctie van het aandeel. De tweede groep vormt de zeggenschapsfunctie. Het aandeel als belegging, als vermogensobject, wordt geregeerd door boek 3 BW. Het aandeel als zeggenschapsinstrument wordt geregeerd door boek 2 BW.

Volgens de bepalingen van boek 3 BW kan op vermogensrechten, zoals rechten aan toonder of rechten op naam, een pandrecht worden gevestigd. De vraag rijst of het aandelenmandje genoeg vermogensrechtelijke elementen bevat om als geheel te kunnen worden verpand. Een parallel kan worden getrokken met de vraag of de *goodwill* of de administratie van een vennootschap als zodanig object kan zijn van pandrecht.<sup>2</sup> Gelukkig heeft de wetgever het de rechtspraktijk en de rechtsleer voor wat betreft

aandelen eenvoudig gemaakt. In boek 2 BW is bepaald dat op aandelen in een kapitaalsvennootschap een pandrecht kan worden gevestigd, hetgeen een verbijzondering is van het bepaalde in boek 3 BW dat op alle goederen die voor overdracht vatbaar zijn een pandrecht kan worden gevestigd (artikel 3:288 BW). Het pandrecht op aandelen is voor de financieringspraktijk een belangrijk zekerheidsinstrument. Wanneer het gaat om acquisitiefinanciering en de *target* een vennootschap is, zullen de aandelen van de *target* zelfs het meest voor de hand liggende zekerheidsobject zijn. Op grond van de regels van kapitaalsbescherming mag de *target* zich immers niet zelf sterk maken voor de nakoming van de lening verstrekt aan de koper met het oog op koop van haar eigen aandelen (artikelen 2:98c en 207c BW).

Door het hybride karakter van het aandeel (het is een vermogensrecht, maar dat niet alleen) wordt geworsteld met de inhoud en strekking van het pandrecht op aandelen. Zonder grip te hebben op de zeggenschapsrechten lijkt het pandrecht op aandelen voor de financierer eigenlijk een dode mus. De enige aardigheid die er dan aan zit, is dat door verpanding de vervreemding van de aandelen zonder medewerking van de pandhouder oninteressant geworden is. De financier die ook daadwerkelijk wil kunnen uitwinnen, heeft weinig aan dit type onderpand, ook als hij grip heeft op de zeggenschapsrechten. ‘Pandverzilvering’ van dit onderpand is verre van eenvoudig.

Over dit onderwerp wordt weinig geprocedeerd. Dat komt niet omdat de wettelijke regeling geen misverstanden openlaat. Een blik op dit onderwerp

1 Zie in dit verband ook: Van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, 12e druk, Deventer, 2001, p. 95, en Asser-Maeijer 2-III, *Vertegenwoordiging en rechtspersoon*, 2e druk, Deventer, 2000, p. 217-219.

2 Zie hierover ook: Verstijlen, ‘Goodwill in het zekerhedenrecht’, in: *Onzekere Zekerheid*, Insolad Jaarboek 2001, p. 249-269, en over goodwill als ‘goed’ in de zin van artikel 3:3 BW: HR 31 mei 2002, NJ 2003, 342.

door de bril van boek 3 BW en de recente jurisprudentie over andere typen onderpand, kan wellicht meer inzicht bieden. Uitgangspunt daarbij is dat de regeling in boek 2 BW als *lex specialis* steeds in het licht moet worden gezien van de algemene pandregels van boek 3 BW en de rechtsontwikkeling van die regels.

### De algemene regeling van pandrecht op vermogensrechten in boek 3 BW

De algemene regeling van pandrechten op vermogensrechten is te vinden in titel 9 van boek 3 BW, en in het bijzonder in de tweede afdeling (artikelen 3:236–258 BW). Een pandrecht op een vermogensrecht kan een openbaar of een stil pandrecht zijn. Bij een openbaar pandrecht heeft de persoon tegen wie het vermogensrecht (aan toonder of op naam) kan worden uitgeoefend (formele) wetenschap van het feit dat het vermogensrecht met een beperkt recht is bezwaard. Bij een stil pandrecht bestaat die wetenschap niet. De wetenschap van de derde die bij de verpanding van een vermogensrecht is betrokken, is relevant voor de vraag wie inningsbevoegd is en voor de vraag aan wie bevrijdend kan worden betaald. Bij pandrecht op aandelen valt dan te denken aan de betaling van dividend door de vennootschap.

Een openbaar pandrecht op een recht aan toonder wordt gevestigd door het toonderpapier in de macht van de pandhouder te brengen (artikel 3:236 lid 1 BW), de oervorm van verpanding. Een stil pandrecht op een recht aan toonder wordt gevestigd door een authentieke (notariële) akte of een geregistreerde onderhandse akte, dus zonder dat het toonderpapier in de macht van de pandhouder hoeft te worden gebracht (artikel 3:237 BW). Een openbaar pandrecht op een recht op naam, bijvoorbeeld op een vordering op een afnemer tot betaling van de koopsom, wordt gevestigd op de dezelfde wijze als de levering van een dergelijk recht, namelijk door (a) een daartoe strekkende akte en (b) mededeling aan degene tegen wie het recht kan worden uitgeoefend (artikel 3:236 lid 2 juncto artikelen 3:94 en 98 BW). Een stil pandrecht op een recht op naam wordt gevestigd door een notariële akte of een geregistreerde onderhandse akte (artikel 3:239 BW), dit in afwijking van de wijze van levering van een recht op naam waarbij mededeling van de levering aan de persoon tegen wie het recht is uit te oefenen is vereist.<sup>3</sup>

### De specifieke regeling van het pandrecht op aandelen in boek 2 BW

De aandelen in het kapitaal van een naamloze

vennootschap zijn aan toonder dan wel op naam (artikel 2:82 BW). Aandelen in het kapitaal van een besloten vennootschap zijn altijd op naam (artikel 2:175 BW). De specifieke regels van pand op aandelen zijn voor de aandelen in de NV te vinden in de artikelen 2:85–89a BW (in het bijzonder artikel 2:89) en voor de aandelen in de BV in de artikelen 2:194–198 BW (in het bijzonder artikel 2:198). Verpanding van aandelen waarop de Wet Giraal Effectenverkeer (WGE) van toepassing is (artikel 20 WGE), laat ik in deze bijdrage verder buiten beschouwing. Ook de bijzondere regeling van het gezamenlijk wettelijk pandrecht van de houders van certificaten die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven op de aandelen in die vennootschap (artikel 3:259 BW), wordt hier niet verder behandeld.

### Vestigingsvereisten

Verpanding van aandelen aan toonder (dus in de NV) mag niet in statuten worden beperkt of uitgesloten (artikel 2:89 lid 1 BW). Voor de wijze waarop aandelen aan toonder verpand worden, zijn in boek 2 BW geen specifieke regels gegeven. Voor verpanding van deze aandelen moeten dus de gewone regels voor verpanding van rechten aan toonder van boek 3 BW gevolgd worden en dus is zowel een openbaar als een stil pandrecht mogelijk. Voor aandelen op naam geldt een afwijkende regeling. Een openbaar pandrecht op aandelen op naam in een NV waarvan (certificaten van) aandelen beursgenoteerd zijn, wordt gevestigd door (a) een onderhandse akte en (b) schriftelijke erkenning van de verpanding door de NV (artikel 2:86c lid 2 BW). Een stil pandrecht op dergelijke aandelen op naam komt (net als de regeling van boek 3 BW voor rechten op naam) tot stand door een notariële of onderhandse registreerde akte (artikel 2:86c lid 4 juncto artikel 3:239 BW). Dit stil pandrecht kan openbaar gemaakt worden door erkenning door of betekening aan de NV (artikel 2:89 lid 4 BW), dit in afwijking van de regel van boek 3 BW die uitgaat van vormvrije mededeling. Op alle andere aandelen op naam (in een NV of BV) is een pandrecht te vestigen bij notariële akte (artikelen 2:86 en 196 BW).

### Het pandverbod

In het algemeen vermogensrecht kan de mogelijkheid om een vorderingsrecht te verpanden (of over te dragen) uitdrukkelijk worden uitgesloten door een eenvoudig beding tussen schuldeiser en schuldenaar (artikel 3:98 juncto artikel 83 lid 2 BW). De achtergrond hiervan is dat partijen in beginsel de vrijheid

3 Het voornemen bestaat om de figuur van 'stille' cessie in te voeren; zie Wetsontwerp 28 878 strekkende tot wijziging van artikel 94 van Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het mededelingsvereiste.

4 Zie Van der Beek, 'Aspecten van levering en verpanding van WGE-aandelen', in: *Ondernemingsrecht* 2003, p. 24–247, waarin wordt gepoogd de verhouding van de WGE tot het Burgerlijk Wetboek te verduidelijken.

hebben om de inhoud en de grenzen van een vorderingsrecht zelf te bepalen. Begin 2003 heeft de Hoge Raad nog eens uitgemaakt dat dit verbod werking jegens derden heeft: het vestigen van pandrecht op een vordering in strijd met een contractuele bepaling die tussen schuldeiser en schuldenaar is overeengekomen, is ongeldig.<sup>5</sup> De *would-be* pandhouder komt geen recht op bescherming ex artikel 3:36 BW toe omdat hij niet is afgegaan op een verklaring of een gedraging van de schuldenaar. Bij verpanding van aandelen op naam (in een NV of BV) geldt dezelfde regel als bij verpanding van vorderingen op naam: in beginsel kunnen aandelen op naam worden verpand maar in de statuten (op grond waarvan de rechtsverhouding tussen aandeelhouder en vennootschap nader ingevuld wordt) kan verpanding uitgesloten zijn (lid 1 van de artikelen 2:89 en 198 BW). Verpanding van toonderaandelen mag echter niet in de statuten worden uitgesloten (artikel 2:89 lid 1 BW).

#### *Pandbeperking voor de NV voor wat betreft de eigen aandelen*

De wet beperkt het door de NV in pand nemen van aandelen in haar eigen kapitaal (artikel 2:89a BW). Deze regel ligt in het verlengde van de beperkingen aan het inkopen van eigen aandelen en dergelijke regels beogen het kapitaal van de NV te beschermen. Van Schilfgaarde stelt dat de beperking van het in pand nemen van eigen aandelen door de NV berust op een 'denkfout', namelijk op de vrees dat anders de inkoopbepalingen zouden kunnen worden ontdoken.<sup>6</sup> Hij vindt het 'vreemd' dat in gevallen waarin het verstrekken van een geldlening door de NV is toegestaan, de mogelijkheid om tot zekerheid voor de terugbetaling een pandrecht te bedingen wettelijk is beperkt. Daar kan aan worden toegevoegd dat het enkele verwerven door de NV van een pandrecht op haar eigen aandelen niet betekent dat de NV bij executie die aandelen ook zelf zal verwerven. Toe-eigening van onderpand door de pandhouder is in het Nederlands vermogensrecht verboden (artikel 3:235 BW). De NV zal dus, indien zij haar pandrecht op aandelen in eigen kapitaal wil executeren en daarbij de wens heeft deze aandelen zelf te verwerven, nooit om de inkoopbeperkingen heen kunnen. Een parallel kan worden getrokken met het leggen van beslag op eigen aandelen: ook bij executie door de NV als beslaglegger bieden de inkoopbeperkingen voldoende bescherming. De Europese richtlijn waaruit deze pandbeperking voortvloeit houdt er rekening mee dat in andere jurisdicties toe-eigening door

de zekerheidsgerechtigde niet altijd is verboden. De 'denkfout' is gemaakt toen een overrijverig (of beter: een slaperig) Nederlands wetgevangingsapparaat de Europese richtlijn implementeerde en daarbij artikel 3:235 BW over het hoofd heeft gezien. Deze pandbeperking is dus voor Nederland overbodig. De regeling rammelt bovendien. Uit de parlementaire geschiedenis en de literatuur blijkt dat de beperking van artikel 2:89a BW niet geldt indien de NV een pandrecht op eigen aandelen verkrijgt als gevolg van cessie van de vordering waarvoor dit zekerheidsrecht is gevestigd (artikel 6:142 BW) of als gevolg van juridische fusie.<sup>7</sup> Opmerkelijk is ook dat er geen beperkingen zijn gesteld aan het verkrijgen van een pandrecht door de BV op haar eigen aandelen, terwijl ook voor de BV inkoopbeperkingen bestaan.

#### **De inhoud en strekking van een pandrecht volgens de regels van de Hoge Raad**

De mogelijkheid van en de beperkingen aan het verpanden van aandelen worden hoofdzakelijk bepaald door:

- (a) de wettelijke bepalingen uit boek 2 BW; en
- (b) de statuten van de vennootschap.

Is een pandrecht eenmaal gevestigd, dan wordt de inhoud en strekking van dat pandrecht en de mogelijkheid van executie niet alleen bepaald door die twee rechtsbronnen maar ook door:

- (c) de wettelijke bepalingen uit boek 3 BW;
- (d) de titel die tot het vestigen van een pandrecht verplicht; en
- (e) de inhoud van de pandakte.<sup>8</sup>

Naar mijn mening wordt de rol van deze laatste drie bronnen in de bestaande literatuur over pandrecht op aandelen onvoldoende belicht. In 2002 heeft de Hoge Raad twee arresten gewezen over andere typen onderpand en daarbij ter bepaling van de inhoud en strekking van het pandrecht aandacht besteed aan de overeenkomst die tot het vestigen van een pandrecht verplicht en de inhoud van de pandakte. Deze twee arresten zijn wellicht ook relevant voor het pandrecht op aandelen.

In het eerste arrest uit 2002 stelt de Hoge Raad dat voor de uitleg van de overeenkomst die tot het vestigen van een pandrecht verplicht de Haviltexmaatstaf moet worden toegepast: het komt aan op de zin die partijen in de gegeven omstandigheden over en weer redelijkerwijs aan elkaars verklaringen en gedragingen mochten toekennen en op hetgeen zij te

5 HR 17 januari 2003, *NJB* 2003, 288 (*Oryx/Van Eesteren*).

6 Van Schilfgaarde, a.w., p. 120.

7 Zie ook de verwijzingen in *Rechtspersonen*, losbl., Huizink, artikel 89a, aantekening 2.

8 Bij executie speelt ook het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering.

dien aanzien redelijkerwijs van elkaar mochten verwachten.<sup>9</sup> Aan de hand van deze maatstaf werd in dat geval door de Hoge Raad vastgesteld voor welke vordering pand was gegeven.<sup>10</sup> Voor de bepaling daarvan moet dus nader onderzoek gedaan worden naar de inhoud van de contractuele relatie tussen pandhouder en pandgever. De Hoge Raad maakt expliciet de opmerking dat de enkele omstandigheid dat een dergelijke pandovereenkomst ook gevolgen heeft voor anderen dan de partijen bij de overeenkomst (zoals bij verpanding van aandelen: voor de vennootschap en de overige aandeelhouders) niet rechtvaardigt een andere maatstaf toe te passen. In een arrest van dezelfde datum heeft de Hoge Raad aangegeven dat ook voor het antwoord op de vraag waarop het pandrecht is gevestigd, naar de contractuele relatie tussen pandhouder en pandgever moet worden gekeken.<sup>11</sup> De Hoge Raad bepaalde dat het voor het vestigen van een pandrecht voldoende is dat de pandakte zodanige gegevens bevat dat, eventueel achteraf, aan de hand daarvan kan worden vastgesteld waarop het pandrecht is gevestigd. Er worden dus geen strenge eisen gesteld aan de omschrijving van het object van het pandrecht in de pandakte. Het gaat niet om de bepaaldheid maar om bepaalbaarheid van het object van het pandrecht. Ook uit dit arrest kan worden afgeleid dat de Hoge Raad hetgeen is afgesproken tussen pandgever en pandhouder (voor zover dat achteraf maar is te achterhalen met enig rechtens toelaatbaar middel) van doorslaggevende betekenis acht. Hetgeen is afgesproken moet mede worden vastgesteld aan de hand van de Haviltex-formule en (op grond van artikel 6:248 BW) de redelijkheid en billijkheid. Deze uitspraken sluiten aan op eerdere jurisprudentie en zijn een voorbeeld van het binnendringen van open normen in het goederenrecht.<sup>12</sup> De rechten van de bij de verpanding betrokken derden (bij verpanding van aandelen is dat natuurlijk in het

bijzonder de vennootschap) worden volgens de Hoge Raad voldoende beschermd door de algemene beschermingsbepaling van artikel 3:36 BW.<sup>13</sup> Voor wat betreft verpanding van aandelen wordt de relatie tussen elk van de partijen bij de pandovereenkomst enerzijds en de vennootschap anderzijds verder mede beheerst door de vennootschapsrechtelijke redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW.<sup>14</sup> De pandhouder en de vennootschap zijn gebonden aan deze norm omdat de pandhouder door het aangaan van een rechtsrelatie met de pandgever, er impliciet voor kiest een rechtsrelatie met de vennootschap aan te gaan.

### De pandrechtspraak toegepast op enkele specifieke problemen betreffende het pandrecht op aandelen

Naar mijn mening kan gesteld worden dat het pandrecht op aandelen een minder star zekerheidsinstrument is dan veelal wordt aangenomen. Met behulp van de algemene regels van pandrecht en in het bijzonder ook de uitleg die de Hoge Raad daaraan geeft, kan wellicht zelfs een oplossing worden gevonden voor enkele in de literatuur gesignaleerde onduidelijkheden over pandrecht op aandelen. Na bespreking van wat kleinere vraagpunten, volgt een bespreking van enkele belangrijkeren.

#### Contractuele beperkingen aan de kwaliteit van de eventuele koper

Laten wij eerst stilstaan bij de vraag hoe ver de contractsvrijheid tussen pandgever en pandnemer reikt. Kunnen deze partijen in een beding in de pandakte bijvoorbeeld afspreken dat de aandelen bij executie uitsluitend geleverd zullen mogen worden aan een derde die eveneens over een telecomvergunning beschikt? Ik ga er dan van uit dat in de statuten van de vennootschap (afgezien van een blokkeringsregeling) deze kwaliteitseis niet voorkomt.<sup>15</sup> Van Schilf-

9 HR 20 september 2002, NJ 2002, 610 (*ING Bank/Muller q.q.*). De formule is voor het eerst gebruikt in HR 13 maart 1981, NJ 1981, 635 (*Haviltex*).

10 Het betreft een nadere invulling van het bepaaldheidsvereiste van artikel 3:231 lid 2 BW.

11 HR 20 september 2002, RvdW 2002, 145 (*Mulder qq/Rabobank*) met een annotatie van Busch in *NTBR* 2003, p. 116-120. Het betrof hier de vraag op welke vorderingen een pandrecht was gevestigd. Zie voor recente bevestiging dat dezelfde regel ook voor cessie geldt: HR 16 mei 2003, NJB 2003, 1191-1192 (*De Liser de Morsain/Rabobank*).

12 Deze jurisprudentie is in HR 30 januari 1953, NJ 1953, 578 (*Doyer/Kalff*) al in de grondverf gezet. In dat geval bepaalde de Hoge Raad dat voor de rechtsgeldigheid van een hypotheekrecht het volstaat dat op het moment van executie aan de hand van de (financierings)overeenkomst en zo nodig de 'goede trouw' kan worden vastgesteld tot zekerheid van welke vorderingen het zekerheidsrecht is verstrekt. Zie ook in dit verband over het binnendringen van open normen in het goederenrecht: Fesevur, 'Redelijkheid en billijkheid in het goederenrecht; de rechter reeds lang op het goede spoor', in: *WPNR* 2002, p. 29-39, en Bartels en Milo, red., *Open normen in het goederenrecht*, Den Haag, 2000.

13 Aldus ook HR in *ING Bank/Muller q.q.*

14 Dat ook de pandhouder ten opzichte van de vennootschap is gebonden door de werking van artikel 2:8 BW blijkt uit MvT en MvA, Kamerstukken II, 17 725, nr. 1-3, p. 56, en nr. 7, p. 15.

15 Zie over dit onderwerp ook: Van Veen, 'Kwaliteitseisen en beperkingen aan het aandeelhouderschap', in: *WPNR* 2003, p. 567-571 (wordt vervolgd).

gaarde meent dat een dergelijk beding in de pandakte geen goederenrechtelijke en geen obligatoire werking heeft.<sup>16</sup> Volgens Van Schilfgaarde is dit beding nietig op grond van artikel 3:251 lid 2 BW, welk artikellid bepaalt dat pas nadat de pandhouder bevoegd is geworden tot executie, tussen pandgever en pandhouder een 'afwijkende wijze van verkoop' overeengekomen kan worden. Naar mijn mening is dat wetsartikel niet op deze situatie van toepassing. Het beding in de pandakte richt zich immers niet op de wijze van verkoop, maar op de kwaliteit van de verkoper. Bovendien is het aangehaalde wetsartikel uitsluitend geschreven ter bescherming van de belangen van de pandgever. Naar mijn mening mag een contractueel beding dat (wellicht eveneens in het belang van de pandgever maar in ieder geval in het belang van de vennootschap of andere aandeelhouders) de executiemogelijkheden juist verder inperkt, wel worden overeengekomen. Een vergelijking kan worden gemaakt met artikel 3:248 lid 2 BW, dat het contractueel uitsluiten van het recht van parate executie uitdrukkelijk mogelijk maakt. In de overeenkomst die tot verpanding verplicht of in de pandakte kan dus naar mijn mening een beperking worden opgenomen ten aanzien van de kwaliteit van de partij aan wie de aandelen bij executie kunnen worden geleverd (en die verder reikt dan de beperkingen die voortvloeien uit de blokkeringsregeling). Dit beding zou ook in de vorm van een derdenbeding ten behoeve van de vennootschap kunnen worden gegoten. Desgewenst zou juist tussen partijen kunnen worden afgesproken dat een dergelijk beding niet aan de vennootschap kenbaar gemaakt zal worden. Dat is mogelijk, omdat bij openbaar maken van het pandrecht aan de vennootschap kan worden volstaan met het verstrekken van een gewaarmerkt 'uittreksel' van de akte en haar titel en omdat daarbij bedingen die voor de vennootschap 'niet van belang' zijn, niet openbaar behoeven te worden gemaakt (artikel 3:98 juncto artikel 94 lid 3 BW).

#### *Gevolg van een fout in de pandakte*

Een andere vraag is hoe met een fout of kennelijke vergissing in de pandakte moet worden omgegaan. Schwarz meent dat indien in twee opeenvolgende aktes van verpanding een pandrecht eerste in rang op dezelfde aandelen wordt gevestigd, het tweede *eerste* pandrecht niet bestaat.<sup>17</sup> Volgens

Schwarz is de pandgever na de eerste verpanding, beschikkingsonbevoegd geworden. De *nemo plus*-regel brengt volgens hem mee dat er geen tweede goederenrechtelijk zekerheidsrecht kan ontstaan. Ik denk dat dit te absoluut is gesteld. Op grond van de jurisprudentie dient elk van de twee pandrelaties eerst aan de hand van de Haviltex-maatstaf nader geanalyseerd te worden. De letterlijke tekst van beide pandakten (waarin staat dat een pandrecht eerste in rang wordt gevestigd) is daarbij relevant maar niet allesbepalend. In de meeste gevallen zal aangenomen moeten worden dat binnen de pandrelatie die als eerste in de tijd is ontstaan een rechtsgeldig pandrecht eerste in rang is gevestigd en dat de tweede pandrelatie toch in ieder geval zo moeten worden uitgelegd dat sprake is van een rechtsgeldig gevestigd pandrecht tweede in rang. Goederenrechtelijke lapmiddelen hoeven hiervoor niet uit de kast gehaald te worden. De wettelijke bescherming tegen beschikkingsonbevoegdheid bij het verkrijgen van een pandrecht op vorderingen op naam (artikel 3:239 lid 4 juncto artikel 88 BW) lijkt mij sowieso geen uitkomst te bieden omdat de oorspronkelijke verkrijging van de aandelen en de eerdere verpandingshandeling niet ongeldig waren. Een beroep op het middel van conversie (artikel 3:42 BW: wettelijke omzetting van een nietige rechtshandeling naar een geldige andere rechtshandeling) lijkt mij onnodig. Conversie hangt nauw samen met de uitleg van rechtshandelingen.<sup>18</sup> Sommige schrijvers zien conversie als onderdeel van het uitleg-leerstuk. Anderen zien een onderscheid en menen dat, indien de interpretatie van partijbedoeling uitkomst biedt, conversie niet meer aan de orde hoeft te komen. Ik denk dat in gevallen als deze (waarin partijen veelal een panklaar notarieel product krijgen voorgeschoteld) de uitlegvraag naar de partijbedoeling niet moeilijk te beantwoorden is.

#### *Vormvereiste voor afstand van pandrecht*

Vooral in notariële hoek wordt wel aangenomen dat om een pandrecht op aandelen te beëindigen, een notariële akte zou zijn vereist.<sup>19</sup> Er is geen wettelijke bepaling waarin deze vormeis wordt gesteld. Op grond van de bepalingen van boek 3 BW en de bovengenoemde jurisprudentie lijkt mij dat een pandrecht op aandelen gewoon kan eindigen bij overeenkomst dan wel door een eenzijdige verklaring van de pandhouder. De afstandsverklaring van de

16 Van Schilfgaarde, 'Pandrecht op BV-aandelen', in: *WPNR* 1997, p. 597-598.

17 Schwarz, 'Verpanding van aandelen op naam', in: *WPNR* 1997, p. 125-126.

18 Zie hiervoor ook: *Rechtshandelingen en overeenkomst*, Bloembergen e.a., 3e druk, Deventer, 2001, p. 241, en de aldaar aangehaalde literatuur.

19 Dit meent Van Olffen in 'Ontstaan en eindigen van een pandrecht op aandelen op naam', in: *WPNR* 1993, p. 692-694, en dit standpunt is terecht met een beroep op artikel 3:258 lid 2 BW bestreden door Grundmann-Van de Krol, 'Vormvoorschriften afstand pandrecht op aandelen op naam', in: *WPNR* 1994, p. 404-405.

pandhouder moet op grond van artikel 3:258 lid 2 BW wel uit een geschrift blijken.

*'Omgekeerde' mededeling bij stil pandrecht op aandelen op naam*

De discussie of er een openbaar en stil pandrecht op aandelen op naam kan worden onderscheiden, beschouw ik als een onnodige academische exercitie.<sup>20</sup> Volgens het regime van boek 2 BW kunnen de rechten verbonden aan het aandeel door de pandhouder pas worden uitgeoefend nadat de vennootschap de verpanding heeft erkend of deze aan haar is betekend (de laatste volzin van lid 1 van artikelen 2:86a en 196a BW). Indien erkenning door of betekening aan de vennootschap uitblijft, is sprake van een regime dat naar mijn mening gewoon stille verpanding genoemd mag worden.<sup>21</sup> Inschrijving van het pandrecht in het aandeelhoudersregister is vereist maar is niet constitutief voor de verpanding (artikelen 2:85 en 194 BW). De inschrijving is een taak van het bestuur van de vennootschap, maar als het bestuur geen weet heeft van de verpanding zal inschrijving achterwege blijven.

De vraag die bij deze stille verpanding rijst, is wat de strekking is van het bepaalde dat de verpanding 'van rechtswege' tegenover de vennootschap 'werkt' (eerste volzin van lid 1 van artikelen 2:86a en 196a BW). Ter verduidelijking het volgende. Aangenomen wordt dat het pandrecht op aandelen ook inhoudt het recht op dividend.<sup>22</sup> Zolang echter sprake is van een stil pandrecht, is de pandgever volgens de algemene pandregels bevoegd tot het innen van dividend (artikel 3:246 lid 1 BW). Zodra het pandrecht openbaar is gemaakt, wordt de pandhouder inningsbevoegd.<sup>23</sup> Betekent de bepaling dat een pandrecht 'van rechtswege' tegenover de vennootschap 'werkt' nu dat de vennootschap dividenden niet langer zomaar aan de pandgever mag uitkeren indien aan het vennootschapsbestuur mededeling is gedaan van het feit van verpanding (op een andere wijze dan door betekening) of indien het vennootschapsbestuur langs andere weg wetenschap van verpanding heeft verkregen? Is in dergelijke gevallen betaling van dividend aan de pandgever nog wel bevrijdend, hoewel (formele) erkenning of betekening van het pandrecht is

uitgebleven? Wordt de vennootschap als derde die vertrouwt op een verklaring of gedraging ex artikel 3:36 BW beschermd? Dit zijn wat mij betreft open vragen waarvan het antwoord voor de praktijk niet relevant hoeft te zijn. Ik meen namelijk dat het vennootschapsbestuur in deze genoemde gevallen waarin zij kennis heeft gekregen van de verpanding de rechtsplicht heeft om zelf actie te nemen door (a) de verpanding in te schrijven in het aandeelhoudersregister én (b) bij aangetekende brief aan pandgever en pandnemer mededeling te doen van deze inschrijving (dus van de wetenschap van de vennootschap van de verpanding). Aldus wordt, in afwijking van de regels van boek 3, het pandrecht openbaar gemaakt op initiatief van de vennootschap als de bij de verpanding betrokken derde (en de debiteur voor wat betreft de betaling van vastgestelde dividenden). De inschrijvingshandeling is in de wet namelijk gelijk gesteld aan de erkenning van het pandrecht door de vennootschap (zie het slot van lid 1 van artikelen 2:86a en 196a BW). Door deze inschrijving is de openbaarheid dus een feit. In lid 2 van artikelen 2:86a en 196a BW wordt verder gesproken over een bevoegdheid tot het doen van mededeling ('de vennootschap [...] kan'). Naar mijn mening brengt de wettelijke inschrijvingsplicht van artikelen 2:85 en 194 BW met zich mee dat direct bij inschrijving, deze omgekeerde mededeling door de vennootschap móet worden gedaan. Dit speelt dus enkel als er nog geen (formele) erkenning of betekening van het pandrecht in de zin van boek 2 BW heeft plaatsgevonden maar de vennootschap op de hoogte wordt gebracht van het bestaan van het pandrecht op een andere wijze, bijvoorbeeld als gevolg van de vormvrije mededeling door de pandhouder die ook boek 3 BW kent (artikel 3:239 lid 3 BW). Na deze route van openbaar maken is het voor de vennootschap duidelijk aan wie bevrijdend dividend moet worden betaald: aan de openbaar pandhouder tenzij (zoals vaak het geval is) de pandakte anders bepaalt. Interessant is de vervolgvraag of, indien de pandgever en pandhouder onderling afspreken dat het pandrecht een stil pandrecht zal blijven tot het moment van formele betekening, de vennootschap ook aan die afspraak gebonden is. Welke koers moet de vennootschap dan varen als haar

20 Zie verwijzingen in Van Schilfgaarde, a.w., p. 119, en in *Rechtspersonen*, losbl., Huizink, artikel 198, aantekening 2.

21 Zie in dit verband ook: Hamers, *Verpanding van aandelen en de beslotenheid van kapitaalvennootschappen*, Kluwer, Deventer, 1996, p. 37.

22 Dit op grond van artikel 3:246 lid 1 BW. Zie: *Rechtspersonen*, losbl., Huizink, artikel 198, aantekening 4.

23 Wordt door de pandhouder geïnd, dan rust er ingevolge artikel 3:246 lid 5 BW een pandrecht op het geïnde en indien de vordering waarvoor pandrecht is gegeven opeisbaar is geworden, kan de pandhouder in gevolge artikel 3:255 BW zichzelf vol-  
doen uit het geïnde.

(informele) mededeling in de zin van boek 3 BW wordt gedaan of indien de verpanding op andere wijze aan haar bekend wordt? Het lijkt in lijn met de jurisprudentie uit 2002 dat de afspraak die is gemaakt tussen pandgever en pandnemer bepalend is voor de reikwijdte van het pandrecht en dus dat de vennootschap, indien een dergelijk beding blijkt te bestaan, geen plicht heeft om het pandrecht op eigen initiatief openbaar te maken. Zuiver is dit niet. Beter kunnen partijen bij de pandakte bepalen dat de pandgever bevoegd blijft tot inning van dividend tot het moment waarop de pandhouder de vennootschap bericht van het bestaan van een *event of default*.

#### *Apart (stil) pandrecht op een vordering op de vennootschap?*

Als gesteld valt het recht op dividend in beginsel onder het pandrecht op het aandeel. Een aparte regeling over het pandrecht op enkel het dividend is niet opgenomen in boek 2 BW. De bepalingen van boek 2 BW laten naar mijn idee onverlet de mogelijkheid van een aandeelhouder om (toekomstige) dividendrechten waarop hij ten opzichte van de vennootschap aanspraak maakt of zal kunnen maken (stil) te verpanden volgens de gewone regels van verpanding van vorderingen op naam. Het dividendrecht is (evenals het recht op verdeling bij liquidatie van de vennootschap) immers een duidelijk bepaald vorderingsrecht. De jurisprudentie over het bepaaldheidsvereiste voor verpanding van vorderingen is weinig strikt. Voor zover het dividend nog niet is vastgesteld (en daardoor niet opeisbaar is geworden) kan gezegd worden dat sprake is van een toekomstige vordering. Toekomstige vorderingen mogen worden verpand mits deze voortvloeien uit een bestaande rechtsverhouding (artikel 3:239 lid 1 BW).<sup>24</sup> Tussen de aandeelhouder-pandgever en de vennootschap bestaat een rechtsverhouding (op grond van de wet en de statuten). Indien een pandrecht op bestaande en toekomstige dividendrechten wordt gevestigd bij onderhandse geregistreerde akte, dan is naar mijn mening een rechtsgeldig stil pandrecht gevestigd. Wordt vervolgens mededeling gedaan aan de vennootschap en door de pandhouder het dividend opgevorderd, dan zal de vennootschap niet kunnen stellen dit pandrecht niet te zullen respecteren met een verwijzing

naar de bepalingen van boek 2 BW over verpanding van aandelen als een *lex specialis*. Het recht op dividend is slechts één van de rechten uit het mandje en dit kan zelfstandig verpand worden conform de algemene regels van boek 3 BW.

#### *Verpanding van toekomstige aandelen?*

Verpanding van toekomstige goederen is mogelijk (artikel 3:97 juncto artikel 98 BW). Zo wordt bijvoorbeeld aan de start van een financieringsrelatie in een onderhandse geregistreerde akte de voorraad stil verpand en kan dat pandrecht jaren later verzilverd worden door executie van hetgeen zich dan in de magazijnen bevindt. Als gesteld geldt voor verpanding van toekomstige vorderingen op naam de beperking dat deze moeten voortvloeien uit een ten tijde van de verpanding bestaande rechtsverhouding. Kunnen in de akte van verpanding van aandelen ook rechtsgeldig aandelen in de vennootschap die de pandgever in de toekomst (van derden of van de vennootschap) zal verwerven worden verpand? Moet een aandeel nu worden gezien als een variant op een vordering op naam of een andersoortig goed? Dat stockdividend (een uitkering in aandelen niet in geld) van rechtswege onder het pandrecht valt ('aanwas') wordt algemeen aangenomen.<sup>25</sup> In notariële aktes wordt verpanding van toekomstige aandelen in ruime zin wel genoemd.<sup>26</sup> Lid 2 van de artikelen 2:86 en 196 BW vormt hier echter een belemmering. Dat eist dat de notariële pandakte onder meer moet vermelden hoe het te verpanden aandeel is verkregen. Voor een aandeel dat in de toekomst zal worden verkregen is dat niet altijd te zeggen: er moet dus als het ware een bestaande rechtsverhouding zijn die een derde tot (latere) levering van de aandelen aan de pandgever verplicht. Toch zou ik, mede op grond van de recente jurisprudentie, geneigd zijn om een *catch all*-formule met een strekking als '[...] alsmede een pandrecht op alle op het moment van het passeren van deze akte uitgegeven dan wel nadien uit te geven aandelen in het kapitaal van de vennootschap die de pandgever zal verwerven van een of meer van de huidige aandeelhouders of van de vennootschap zelf', voldoende bepaald te achten om een geldig pandrecht op deze toekomstige aandelen aan te nemen. Of erkenning van dit pandrecht op toekomstige aan-

24 Damkot en Verdaas menen dat deze beperking is achterhaald en dat ook toekomstige vorderingen uit toekomstige rechtsverhoudingen (de zogenoemde dubbel toekomstige vorderingen) verpandbaar moeten zijn; zie: 'Verpanding van toekomstige vorderingen beperkt mogelijk: verruiming gewenst?', in: *TvI* 2003, p. 3-9, met een reactie van Warringa en Winkel, in: *TvI* 2003, p. 12-13. Zie hierover ook: Westrik, 'Op weg naar de toekomst', in: *WPNR* 2003, p. 122-128.

25 Van Schilfgaarde, a.w., p. 120, en Huizink, a.w. artikel 89, aantek. 4.

26 Zie hierover ook: De Kraker, 'Verpanding van toekomstige aandelen', in: *V&O* 2003, p. 106-109, waarin met name stil wordt gestaan bij het feit dat het vereiste van artikel 2:196 lid 2 BW niet op straffe van nietigheid is voorgeschreven. Dit betekent mijns inziens niet dat daarom het pandrecht op toekomstige aandelen kleeft.

delen door de vennootschap bij voorbaat mogelijk is, betwijfel ik.<sup>27</sup> De vennootschap zou daardoor de onwerkbare taak krijgen om ‘wakker’ te blijven en mutaties in het aandelenkapitaal te monitoren. Een overdracht van aandelen aan de pandgever is perfect na ondertekening van de notariële akte. De vennootschap hoeft dus niet altijd wetenschap te hebben van het feit dat de pandgever, na het moment van verpanding, nog meer aandelen heeft verworven die daarmee automatisch onder het pandrecht zijn komen te vallen. De vennootschap heeft behoefte aan duidelijkheid voor wat betreft vragen als aan wie bevrijdend dividend kan worden uitgekeerd. Ik meen daarom dat voor wat betreft toekomstige aandelen altijd sprake is van een stil pandrecht en dat na verwerving door de pandgever van meer aandelen, nadere actie nodig is om het pandrecht op die nieuw verworven aandelen openbaar te maken.

### *Dode mus of ook pandrecht op de zeggenschapsrechten?*

Op grond van de wet heeft de pandhouder onder meer het recht op inzage van de jaarstukken, het recht om (indien aan de overige wettelijke vereisten is voldaan) rechterlijke machtiging voor het bijeenroepen van een algemene vergadering van aandeelhouders te verzoeken, recht om een oproep voor deze vergaderingen te ontvangen, het recht om de vergaderingen bij te wonen en het recht om (indien aan de overige wettelijke vereisten is voldaan) een enquête te verzoeken (artikelen 2:89 lid 4 en 198 lid 4 BW). In de statuten kan de toekenning van deze zeggenschapsrechten voor de niet-stemgerechtigde pandhouder worden uitgesloten of beperkt. Indien de aandelen dus mét stemrecht worden verpand, heeft de pandhouder in ieder geval ook deze andere zeggenschapsrechten. De hoofdregel is dat het stemrecht verblijft bij de pandgever (lid 2 van artikelen 2:89 en 198 BW conform artikel 3:247 BW). Bij vestiging van het pandrecht op een aandeel kan van de hoofdregel worden afgeweken, tenzij in de statuten een algeheel verbod op overgang van stemrecht bij verpanding is opgenomen. Afwijking is bovendien slechts mogelijk indien (artikelen 2:89 lid 3 en 198 lid 3 BW):

- de overgang van het stemrecht is goedgekeurd (door het in de statuten daarvoor aangewezen orgaan dan wel – bij het ontbreken van een dergelijke aanwijzing – door de algemene vergadering van aandeelhouders); of
- de pandhouder behoort tot de kring aan wie vrijelijk kan worden overgedragen.

Dezelfde vereisten gelden indien een derde in de rechten van de stemgerechtigde pandhouder treedt.

Het hebben van stemrecht is voor de financierpandhouder van groot belang, al was het alleen maar omdat hij er dan zeker van is dat hij gelijk met het stemrecht andere zeggenschapsrechten ten opzichte van de vennootschap heeft. Alleen door de beschikking te hebben over deze zeggenschapsrechten bestaat de zekerheid dat de waarde van het onderpand goed te monitoren en zo nodig te beïnvloeden zal zijn. Ook is alleen met behulp van deze zeggenschapsrechten optimalisering van een uitwinstscenario te waarborgen. Indien sprake is van een verzuim en de pandhouder wil executeren, dan zullen potentiële kopers immers eerst nadere informatie over de *target* verlangen. Medewerking aan een *due diligence*-onderzoek is slechts af te dwingen indien zo nodig een onwillig bestuur van de *target* met behulp van het stemrecht vervangen kan worden. Zonder stemrecht zal het pandrecht op aandelen een dode mus kunnen blijken te zijn.

Er zijn echter nogal wat bezwaren tegen het verpanden van aandelen met stemrecht<sup>28</sup>. Deze zijn:

- (uitsluitend voor banken) het vereiste van een verklaring van geen bezwaar van de DNB op grond van de Wet Toezicht Kredietwezen 1992 (indien het gaat om een belang van meer dan 5%);
- het adviesrecht van de Ondernemingsraad (van zowel de pandgever als die van de vennootschap zelf) op grond van de Wet op de Ondernemingsraden;
- de doorbreking van de fiscale eenheid tussen pandgever en de vennootschap;
- de eventuele civielrechtelijke aansprakelijkheid van de pandhouder voor de gevolgen van zijn stemgedrag of juist voor de gevolgen van niet gebruiken van het stemrecht (dit bezwaar lijkt vergezocht gezien de huidige rechtspraak op het terrein van aansprakelijkheid van aandeelhouders en dus van pandhouders van aandelen; toch voelt de pandhouder zich op dit punt weinig comfortabel omdat het voor de hand ligt dat in conflictsituaties de pandgever de (mis)stappen van de pandhouder met argusogen zal volgen);
- de melding op grond van de Wet Melding Zeggenschap (bij beursgenoteerde aandelen);
- de ongevraagde vennootschapsrechtelijke effecten (de *target* wordt een ongewenste dochtermaatschappij in de zin van artikel 2:24a BW en het nemen van besluiten van de aandeelhoudersvergadering buiten vergadering is niet langer mogelijk

27 Anders: De Kraker, a.w., die meent dat erkenning onder de opschortende voorwaarde van verwerving mogelijk is.

28 Een heldere opsomming en toelichting wordt gegeven door Vermeulen in: ‘Over de vestiging van een pandrecht op aandelen en de overgang van stemrecht’, in: V&O 2002, p. 58-60; zie hierover verder Schot en Kinnegim, ‘Overgang van het stemrecht bij vestigen pandrecht op aandelen – een civielrechtelijke en fiscaalrechtelijke analyse’, in: *Ondernemingsrecht* 2003, p. 210-217.



op grond van artikel 2:238 lid 4 juncto artikel 198 BW).

Gezien de genoemde bezwaren kiezen veel banken voor een pandrecht zonder stemrecht ook wanneer de statuten geen obstakel vormen. Daarmee kiezen zij voor een zwak te monitoren en moeilijk uit te winnen onderpand. In de praktijk worden twee methoden toegepast om een evenwicht te zoeken tussen enerzijds de behoefte van de pandhouder om via zeggenschapsrechten grip te hebben op het onderpand en anderzijds de bezwaren die kleven aan de stemgerechtigdheid van de pandhouder. Een derde methode wordt hierna toegevoegd. In het bijzonder speelt bij het gebruik van deze methoden ook de wens van de pandgever om volledige zeggenschap te behouden zolang hij zijn verplichtingen als schuldenaar ten opzichte van pandnemer nakomt. De bestaande methoden zijn:

- **transfer and proxy back:** in de notariële akte wordt bepaald dat het stemrecht overgaat van de pandgever op de pandhouder en dat de pandhouder op zijn beurt aan de pandgever een volmacht verleent om het stemrecht te gebruiken welke volmacht geldig blijft tot het moment waarop zich een bepaalde situatie voordoet; en
- **overgang onder opschortende voorwaarde:** in de notariële akte, dus bij het vestigen van het pandrecht, wordt bepaald dat het stemrecht pas overgaat indien zich een bepaalde situatie voordoet.

De situatie die het omslagmoment markeert is meestal de opeisbaarheid van de vordering die door het pandrecht wordt gedekt.

De eerste methode biedt geen oplossing voor de genoemde bezwaren. Alle bezwaren blijven bestaan. Deze variant dient om de pandgever het idee te geven dat hij *in control* blijft. Het blijft bij een idee, omdat een volmacht niet privaat werkt en de pandhouder dus bevoegd blijft het stemrecht zelf uit te oefenen. Wordt gebruikgemaakt van de tweede methode, dan spelen de meeste van de genoemde bezwaren niet meer. Door de Hoge Raad is deze methode als een rechtsgeldige vorm van overgang van stemrecht erkend.<sup>29</sup> De DNB heeft kenbaar gemaakt dat een verklaring van geen bezwaar dan niet nodig is. Verder is door de verantwoordelijke minister verklaard dat de fiscale eenheid bewaard

blijft zolang de voorwaarde niet is vervuld.<sup>30</sup> Wel zou de OR direct al bij vestiging van het pandrecht adviesgerechtigd zijn. Dit kan worden voorkomen door als extra opschortende voorwaarde voor overgang van het stemrecht op te nemen dat eerst de OR advies gevraagd wordt. Dit heeft dan echter weer als nadeel dat dit vertragend werkt en dat er uiteindelijk, wanneer het spannend wordt en het stemrecht over moet gaan, een gebrek kan komen te kleven aan de overgang van stemrecht omdat de OR negatief adviseert.

Een derde methode kan zijn de stille verpanding van aandelen met stemrecht. De verpanding (met overgang van het stemrecht) wordt dan niet door de vennootschap erkend noch aan de vennootschap betekend in de zin van boek 2 BW. Ook wordt geen mededeling gedaan in de zin van boek 3 BW (hetgeen aanleiding zou zijn voor de bovenbedoelde ‘omgekeerde’ mededeling door de vennootschap). In de pandakte (of vormvrij op andere wijze) kan tussen pandgever en pandhouder worden afgesproken op welk moment het pandrecht openbaar gemaakt kan worden en dus vanaf welk moment de pandhouder de zeggenschapsrechten kan uitoefenen. Dat moment kan zijn wanneer de pandgever in zijn verplichtingen tekortschiet of de pandhouder goede grond heeft om te vrezen dat in die verplichtingen zal worden tekortgeschoten, de pandhouder het pandrecht openbaar kan maken. Met deze laatste formulering wordt aansluiting gezocht bij de bepaling opgenomen in lid 3 van de artikelen 3:237 en 239 BW en dit is voor de pandhouder voordeliger dan het moeten afwachten van opeisbaarheid van de vordering waarvoor de zekerheid is gesteld. Wellicht kan dit moment, met een beroep op de recente jurisprudentie, worden gesubjectieerd tot het moment waarop de pandhouder naar eigen oordeel meent dat er grond is om te kunnen beschikken over het stemrecht.

#### *De zilverwaarde*

Toe-eigening van onderpand door de pandhouder is in het Nederlands vermogensrecht verboden (artikel 3:235 BW). Er zijn maar twee uitzonderingen op deze regel. Toe-eigening mag indien sprake is van pand op geld (artikel 3:255 BW) en toe-eigening mag op grond van de Europese Collateral Richtlijn vanaf eind 2003 ten aanzien van effectenportefeuilles die door aangewezen financiële instellingen worden aangehouden.<sup>31</sup> Voor pandrecht op overige aandelen zal

29 HR 6 april 1990, NJ 1991, 599 (*Canadian Land*); het betreft een Nederlands-Antilliaanse zaak, maar aangenomen wordt dat deze regel ook voor Nederlands recht geldt; zie hiervoor de door Vermeulen, a.w., vermelde literatuur.

30 Vermeulen, a.w., p. 60; en Schot en Kinnegim, a.w., p. 213; de laatsten verwijzen naar het antwoord van de minister op Kamer vragen in Kamerstukken II, 2000/01, 26 854, nr. 6, Nota naar aanleiding van het Nader Verslag, p. 14.

de pandhouder de algemene regels van executie van onderpand moeten volgen en tevens rekening moeten houden met een aantal specifieke beperkingen. De wet kent drie wijzen van executie van pandrecht:

- 1 openbare verkoop waarbij de pandhouder zelf mag meebieden (artikel 3:248-250 BW);
- 2 verblijving aan de pandhouder of onderhandse verkoop aan een derde, beide na verkregen toestemming van de president van de rechtbank op verzoek van pandhouder of van de pandgever (artikel 3:251 lid 1 BW);
- 3 een afwijkende wijze van verkoop (onderhandse verkoop en levering aan de pandhouder of een derde) welke wijze wordt overeengekomen nadat de pandhouder tot executie bevoegd is geworden (artikel 3:251 lid 2 BW).

De wettelijke vereisten die voor executie van pandrecht op aandelen zijn gesteld, zijn omvangrijk in aantal en zij maken dat pandrecht moeilijk verzilverbaar. Krachtens boek 3 BW moet onder meer:

- sprake zijn van een verzuim (artikel 3:248 lid 1 BW);
- (indien bedongen) op vordering van de pandhouder door de rechter het verzuim worden vastgesteld (artikel 3:248 lid 2 BW);
- (tenzij anders is bedongen) de pandhouder drie dagen voor verkoop de voorgenomen verkoop melden aan de pandgever (artikel 3:249 BW);
- openbare verkoop volgens de plaatselijke gewoonten en gebruikelijke voorwaarden dient plaats te vinden (artikel 3:250 BW);
- (tenzij anders is bedongen) de pandhouder uiterlijk op de dag na verkoop mededeling van de verkoop doen aan de pandgever (artikel 3:252 BW).

Krachtens boek 2 BW moeten bovendien, zowel bij openbare verkoop als bij verblijving of verkoop met rechterlijke toestemming, de beperkingen die in de statuten van de vennootschap zijn gesteld aan vervreemding en overdracht van aandelen (de blokkeeringsregeling) worden nageleefd (artikelen 2:89 lid 5 en 198 lid 5 BW). Daarbij mag de executerend pandhouder de rechten van de aandeelhouder uitoefenen, maar heeft hij ook de verplichtingen van de aandeel-

houder te volgen. Dit betekent dat in geval van een goedkeuringsregeling door de pandhouder goedkeuring moet worden gevraagd aan het in de statuten aangewezen orgaan (artikel 2:195 lid 4 BW). Het zal, wanneer veilingverkoop voorgenomen wordt, onmogelijk zijn om bij het vragen van de goedkeuring de identiteit van de koper of de koopprijs op te geven. De wetgever had dit mechanisme kunnen afzwakken door expliciet de mogelijkheid te openen dat op het moment van verpanding reeds goedkeuring kan worden verleend voor de eventuele executoriale verkoop en levering aan de pandhouder zelf tegen een door een deskundige vast te stellen prijs. Deze goedkeuring zou bijvoorbeeld kunnen worden gevraagd wanneer de algemene vergadering zich toch uitspreekt over overgang van het stemrecht. Bij de aanbiedingsregeling is aanbidding voor de prijs die een derde wenst te betalen vereist (artikel 2:195 lid 5 BW). Dat betekent dat iedere veiling op zijn best uitmondt in een voorwaardelijk recht van koop en levering. Dit is strijdig met het karakter van de veilingkoop en met de behoefte van financiers om te beschikken over courant executabel onderpand.

Tot slot wordt de executie van aandelen niet uitgezonderd in de Wet Toezicht Effectenverkeer. Om die reden zal door de executerend pandhouder een vergunning of een ontheffing moeten worden aangevraagd omdat sprake is van het aanbieden van effecten in de zin van die wet. Het alternatief is dat door de pandhouder een prospectus wordt geschreven. Dit zal in de praktijk niet eenvoudig zijn omdat de pandhouder moeilijk toegang heeft tot relevante informatie over de vennootschap.

Executieverkoop van verpande aandelen is niet precedentloos maar komt niet vaak voor.<sup>32</sup> Recent raakte de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam verstrikt in de regels rond het uitwinnen van pandrecht op aandelen in een poging de verhouding tussen de relevante bepalingen van boek 2 BW en die van boek 3 BW te doorgronden.<sup>33</sup> De Ondernemingskamer meent dat als de pandhouder de blokkeeringsregeling (het betrof een aanbiedingsregeling) maar naleeft, hij verder geen rekening meer hoeft te

31 Europese Collateral Richtlijn, Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende de financiële zekerheidsovereenkomsten, *PbEG* 2002, L 168/43; zie hierover: Mulder, 'EU-richtlijn financiële zekerheidsovereenkomsten bevordert werking financiële markten', in: *TvI* 2003, p. 20-23, en Keijser, 'De Collateral Richtlijn: het belang van de boedel uitgehold', in: *TvI* 2003, p. 32-37.

32 Zie Pres. Rb. Breda 15 november 1994, *KG* 1994, 655 (*Skillpack*) in welk geval de president in kort geding de pandhouder heeft bevolen om de openbare verkoop, die naar was aangekondigd binnen zes dagen na eerste aankondiging zou worden gehouden, twee weken uit te stellen om andere gegadigden meer tijd te geven zich een oordeel te vormen over de vennootschap.

33 Hof Amsterdam (OK) 10 maart 2003, *JOR* 2003, 108 (Korel) besproken door Hinnen in: 'Geen openbare verkoop bij verpande aandelen op naam?', in: *V&O* 2003, p. 120-123.

houden met artikel 3:250 BW (het vereiste van openbare verkoop). Dit is verrassend omdat het afwijkt van de opvatting in de literatuur. Volgens de Ondernemingskamer wordt het doel van artikel 3:250 BW (volgens de Ondernemingskamer: 'het realiseren in geval van executoriale verkoop van een zo hoog mogelijke althans objectief bepaalde prijs met het oog op de belangen van de pandgever') ook door het volgen van de blokkeringsregeling bereikt. Meestal wordt aangenomen dat de blokkeringsregeling een ander (primair) doel heeft, namelijk behoud van het besloten karakter van de vennootschap. De Ondernemingskamer is kennelijk zelf ook niet zeker van zijn zaak en voegt daarom het argument toe dat ook indien artikel 3:250 BW wél van toepassing zou zijn en is geschonden, dit niet tot gevolg heeft dat de onderhandse overdracht nietig is. Ook hier blijkt een verfrissende kijk op het recht: de meeste juristen zullen immers menen dat in dat geval sprake is van een nietige overdracht omdat de pandhouder beschikingsonbevoegd is. Als toegift stelt de Ondernemingskamer nog dat als de blokkeringsregeling niet juist zou zijn nageleefd, ook dit niet leidt tot nietigheid van de overdracht van de aandelen door de pandhouder. Het lijkt mij te vroeg om enkel op basis van deze kleurrijke beschikking (er is geen beroep in cassatie ingesteld) te constateren dat er belangrijke stappen zijn gezet naar vereenvoudiging van executie van pandrecht op aandelen.

Dat een pandhouder van aandelen het recht van 'parate' executie heeft, lijkt gezien de overvloed aan obstakels vooralsnog een gotspe. In Nederland bestaat een speciale regeling voor openbare verkoop van goederen die op een markt of beurs verhandelbaar zijn (artikel 2:250 lid 2 BW). Deze regeling is niet van toepassing op niet-genoteerde aandelen. Aparte regels en een aparte markt voor de openbare verkoop van aandelen op naam in niet genoteerde vennootschappen zou het executietraject aanzienlijk kunnen versimpelen. In België worden op grond van artikel 1523 van het Gerechtelijk Wetboek openbare verkopen voor dergelijke aandelen ingericht door de 'Marktonderneming' (voorheen de Beurscommissie of het Directiecomité van de effectenbeursvennootschap). België kan op meer punten in deze voor ons gidsland zijn. Ooit is door de Belgische rechter op verzoek van een pandhouder van aandelen een tijdelijke bewindvoerder aangesteld die de vennootschap moest beschermen tegen manifest wanbeheer van de zaakvoerders en die de onderneming in stand moest houden met het oog op de overname van de aandelen door kandidaat-overnemers met wie de pandhouder

in het kader van de pandverzilvering in onderhandeling was.<sup>34</sup> Een pandhouder in Nederland zou, indien het bestuur van de vennootschap in de executiefase niet bereid blijkt tot medewerking of zelfs tegenwerkt (en daarmee haar verplichting uit hoofde van artikel 2:8 BW schendt), in beginsel een vergelijkbaar resultaat kunnen bereiken met een voorlopige voorziening die wordt verzocht in een enquêteprocedure (artikel 2:349a BW). De Ondernemingskamer zou een tijdelijke bestuurder kunnen benoemen en onwillige bestuurders tijdelijk kunnen ontslaan. Maar hoezeer de Ondernemingskamer pandhouders ook tegemoet zal willen komen, niet iedere pandhouder heeft via het recht van enquête toegang tot dit rechtscollege.

Potentiële pandhouders doen er verstandig aan om op het moment van verpanding reeds met de vennootschap en de pandgever nadere afspraken te maken die zullen gelden in geval van uitwinning. Dat is natuurlijk niet altijd mogelijk of wenselijk en bovendien biedt dit geen uitkomst voor de verplichting tot naleving van de blokkeringsregeling of de prospectusplicht. Ook het maken van concrete afspraken vooraf over de onderhandse verkoop aan bijvoorbeeld de pandhouder zelf voor het geval een verzuim optreedt, is vooralsnog onmogelijk.

### Slot

Het pandrecht op aandelen zou wel eens een flexibeler zekerheidsinstrument kunnen zijn dan in de literatuur veelal wordt verondersteld. Met een beroep op recente jurisprudentie kan het pandrecht op aandelen bij vestiging voor partijen meer *tailor-made* naar de wens van partijen gemaakt worden. In het bijzonder kan de pandhouder door het bedingen van overgang van het stemrecht onder opschortende voorwaarde dan wel door afspraken te maken over het stille karakter van de verpanding, zonder al te veel bezwaren beschikken over de zeggenschapsrechten die zijn verbonden aan het aandeel. De beschikking over deze rechten is wezenlijk voor het monitoren, het beïnvloeden en zo nodig het uitwinnen van dit type onderpand. Er blijven echter grenzen aan wat de contractsvrijheid voor de positie van de pandhouder kan betekenen. De huidige regels van verzilvering van een pandrecht op aandelen zijn dusdanig dat parate executie vooraf nauwelijks contractueel is te vereenvoudigen.

**Mr. H.J.E. Veerbeek is advocaat te Utrecht, directeur Juridische Zaken van NMB-Heller NV en docent Ondernemingsrecht aan de Universiteit Utrecht.**

34 Voorzitter Rechtbank Koophandel te Tongeren 7 februari 1994, *TrV* 513-520, m.nt. Ivan Peeters.