

# Uitwinning van pandrecht op aandelen, in het bijzonder de rol van de blokkeringsregeling

*Mr. E. M. J. Bergmans\**

## Inleiding

Financiële herstructurerings komen in het huidige financiële klimaat steeds vaker voor. Indien de betrokken partijen er niet in slagen de herstructurering in goed overleg uit te voeren (bijvoorbeeld door de voorwaarden van de bestaande financiering aan te passen of nieuwe financiering aan te trekken), kan de uitwinning van een pandrecht op aandelen – als *ultimum remedium* – aan de orde komen. Een onderdeel van de uitwinning van een dergelijk pandrecht op aandelen in een besloten vennootschap dat in literatuur en jurisprudentie enigszins onderbelicht is gebleven, is de rol die de blokkeringsregeling daarbij speelt.

In deze bijdrage zal allereerst een algemene achtergrond worden geschetst van omstandigheden die kunnen leiden tot een uitwinning van een pandrecht op aandelen. Vervolgens zal de wijze waarop de uitwinning van een dergelijk pandrecht in zijn werk gaat, worden beschreven. Daarbij zal in het bijzonder worden ingegaan op de rol van de blokkeringsregeling, die immers verplicht is opgenomen in de statuten van de besloten vennootschap waarvan de aandelen zijn verpand.

## Achtergrond: financiële problemen en verzuim

### *Financiering en zekerheden*

Zoals bekend heeft vrijwel elke onderneming op enig moment (bancaire) financiering nodig voor het in stand houden van haar bedrijf. In het bijzonder indien een vennootschap zich op het overnamepad begeeft of zelf wordt overgenomen, wordt haar schuldenlast al snel verhoogd. Er zal immers vaak externe financiering moeten worden aangetrokken om de overname te kunnen bekostigen. Hoewel als gevolg van de economische crisis de drukte op de overnamemarkt is afgenomen, staan de leningen die enige jaren geleden zijn aangetrokken door (*private equity*-)bedrijven (via de target/bidco, een als geldnemer optredend overnamevehikel dat als enig actief de aandelen in de targetvennootschap heeft) ter financiering van overnames in verreweg de meeste gevallen nog uit. Juist deze

‘overnamefinancieringen’ worden in de praktijk aandachtig in de gaten gehouden door zowel de banken als de leningnemers.

In het geval van een overname van een onderneming zal een koper doorgaans vreemd vermogen (*debt*) willen aantrekken van derden ter gedeeltelijke financiering van de te betalen koopprijs en niet kunnen (of willen) volstaan met het aanwenden van eigen vermogen (*equity*). Daarbij zijn verschillende financieringsvormen denkbaar, hoewel doorgaans sprake zal zijn van bankfinanciering. Kredietverstrekkers zullen vaak zekerheidsrechten verlangen om hun vorderingen op de debiteur te dekken, welke zekerheidsrechten doorgaans worden verstrekt aan een zogenoemde ‘*security agent*’ ten behoeve van de (relevante) geldverstrekkers. Daarbij kan worden gedacht aan een pandrecht op bankrekeningen of een hypotheekrecht op onroerend goed van de debiteur. Deze bijdrage beperkt zich tot het pandrecht op aandelen in een besloten vennootschap,<sup>1</sup> dat in de praktijk doorgaans het meest voor de hand liggende zekerheidsrecht is om uit te winnen. Op deze wijze kan immers vrij eenvoudig een verkoop van de onderneming *going-concern* worden bewerkstelligd, hetgeen doorgaans leidt tot een maximale verkoopopbrengst.

### *Verzuim onder de kredietovereenkomst*

Steeds meer ondernemingen komen als gevolg van de (nog altijd) aanhoudende kredietcrisis in moeilijkheden bij het voldoen aan de verplichtingen die voortvloeien uit de kredietovereenkomsten waaraan zij zich hebben verbonden. Dit kan betekenen dat de vennootschap niet langer in staat is de door haar verschuldigde rente of aflossing van een lening te voldoen, maar meestal treedt verzuim al in een eerder stadium op, namelijk bij de niet-naleving van de ‘*financial covenants*’.

*Financial covenants* betreffen verplichtingen ten aanzien van de financiële verslaglegging door en de financiële conditie van de leningnemer. De leningnemer zal moeten voldoen aan bepaalde ratio’s, die inzicht geven in de liquiditeit en solvabiliteit van de onderneming. Voor de geldverstrekkers is het een waarschuwing dat de leningnemer (mogelijk) in financiële

\* Mr. E.M.J. Bergmans is werkzaam als advocaat bij Loyens & Loeff te Amsterdam.

1. De uitwinning van pandrecht op aandelen in een naamloze vennootschap wordt in deze bijdrage buiten beschouwing gelaten.

problemen verkeert zodra diens ratio's lager (of in geval van een *debt-to-equity*-ratio: hoger) zijn dan de in de documentatie overeengekomen waarden. De geldverstrekkers en de leningnemer zullen dan doorgaans aan tafel gaan zitten om de financiële problemen te bespreken en de mogelijke oplossingen te onderzoeken. Van belang bij de besprekingen is dat de geldverstrekkers gerechtigd zijn de lening(en) op te eisen indien sprake is van een tekortkoming door de leningnemer. Indien de leningnemer derhalve niet langer voldoet aan de financiële ratio's of anderszins tekortschiet in de nakoming van zijn verplichtingen, kan dit verstreckende gevolgen hebben voor de leningnemer. Indien de geldverstrekkers besluiten de door hen verstrekte leningen onmiddellijk op te eisen, zal de leningnemer in een groot deel van de gevallen niet in staat zijn deze af te lossen. Een faillissement van de leningnemer komt dan al snel dichterbij, hoewel dat meestal niet in het belang zal zijn van de bank noch van de vennootschap in kwestie. Het dreigen met opeisen van de lening (en dus vaak de dreiging van een naderend faillissement) kan echter wel worden gebruikt als drukmiddel aan de zijde van de bank, bijvoorbeeld om de voorwaarden van de lening in het voordeel van de bank te wijzigen.

### *Opties in geval van verzuim*

Om een faillissement van de leningnemer te voorkomen zullen de betrokken partijen zo spoedig mogelijk in onderhandeling willen treden over mogelijke oplossingen. Om partijen (en met name de leningnemer) de rust te geven om te onderhandelen over de wijze waarop de bepalingen van de financieringsdocumentatie kunnen worden gewijzigd of een herstructurering kan worden vormgegeven, zal daarbij vaak een *'standstill'* worden afgekondigd: een periode waarin de bank niet zal overgaan tot het afdwingen van de nakoming van (bepaalde) verplichtingen van de leningnemer onder de financieringsdocumentatie en niet zal overgaan tot het uitwinnen van zekerheidsrechten. Mogelijkheden in het geval van een herstructurering zijn bijvoorbeeld: een onderhands akkoord met (gedeeltelijke) kwijtschelding van schuld, het uitstellen van de termijn(en) voor aflossing, het aantrekken van nieuwe (al dan niet risicodragende) financiering, additionele stortingen door aandeelhouders, een *'debt/equity swap'* (waarbij schuld wordt omgezet in aandelen) of een *'debt buy back'* (waarbij de schuldenaar (een deel van) zijn schuld aan de geldverstrekkers terugkoopt tegen een gereduceerd tarief).

Hoewel uitwinning van pandrecht vaak een *ultimum remedium* zal zijn, kan het onder omstandigheden voor de geldverstrekker(s) de beste oplossing zijn om (een deel van) de door hem (hen) verstrekte lening terugbetaald te krijgen. Het komt ook voor dat (meer of minder agressieve) fondsen de uitwinning van een pandrecht op aandelen gebruiken als alternatieve wijze om de aandelen te verwerven in een vennootschap.

## Uitwinning van pandrecht op aandelen

### *Algemeen*

Op het moment dat de schuldenaar in verzuim is ten aanzien van de verplichtingen die zijn verzekerd door het pandrecht (de *'secured obligations'*), is de pandhouder in beginsel bevoegd de verpande aandelen te verkopen (het recht van parate executie, art. 3:248 lid 1 BW). De pandhouder mag zijn vordering met voorrang voldoen uit de opbrengst die uit de executie van de verpande goederen voortvloeit (art. 3:278 en 3:279 BW). De vraag of de schuldenaar in verzuim is, moet worden beantwoord aan de hand van het recht dat van toepassing is op de *secured obligations*. Dit betekent dat indien Engels recht van toepassing is op de transactiedocumentatie, Engels recht in beginsel zal bepalen of er sprake is van verzuim.

De uitwinning van een pandrecht op aandelen kan op drie manieren geschieden: (1) openbare verkoop, (2) onderhandse verkoop met toestemming van de voorzieningenrechter of (3) onderhandse verkoop met toestemming van de pandgever.

### *Openbare verkoop*

Uitgangspunt in de wet is dat verpande goederen bij uitwinning van het pandrecht door de pandhouder worden verkocht door middel van een openbare verkoop naar de plaatselijke gewoonten en op de gebruikelijke voorwaarden (art. 3:250 lid 1 BW). Een openbare verkoop van verpande aandelen in een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid zou inhouden dat de pandhouder een veiling moet organiseren waarbij de aandelen worden verkocht onder toezicht van een notaris of veilingmeester. De achtergrond hiervan is bescherming van de belangen van de pandgever en andere crediteuren. Een openbare verkoop bewerkstelligt immers doorgaans dat een objectieve en zo hoog mogelijke opbrengst wordt gegenereerd, doordat de verpande goederen worden verkocht aan de hoogste bieder. Dat zou bijvoorbeeld moeten voorkomen dat de pandhouder kan samenspannen met een koper en daarmee de belangen van de overige schuldeisers kan schaden. Hoewel toe-eigening van de verpande goederen door de pandhouder in beginsel niet is toegestaan (art. 3:235 BW), is de pandhouder wel bevoegd mee te bieden in de openbare verkoop (art. 3:250 lid 3 BW).

In de praktijk zal een openbare verkoop van aandelen in een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (hierna: BV) echter niet snel plaatsvinden, omdat er bij een BV (anders dan bij een naamloze vennootschap waarvan de aandelen aan een beurs genoteerd zijn) geen vrije markt is waarop de aandelen kunnen worden verhandeld, zodat een openbare verkoop niet voor de hand ligt. Bovendien kennen de statuten van een BV verplicht een blokkeringsregeling, die in acht moet worden genomen bij de executie van een pandrecht op aandelen (art. 2:198 lid 5 BW; hier kom ik verderop in deze bijdrage uitgebreid op terug). Belangrijk is ook dat bij de verkoop van aandelen meestal een uitgebreid *due diligence*-onderzoek nodig is om de waarde van de onderliggende onderneming te bepa-

len, met name aangezien de pandhouder meestal geen garanties zal afgeven en aan de koper geen beroep toekomt op non-conformiteit nu het om een executoriale verkoop gaat (art. 7:19 BW). De (vertrouwelijke) informatie die bij het *due diligence*-onderzoek wordt verstrekt, zou bij een openbare verkoop immers algemeen bekend worden (en daarmee potentieel ook bij concurrenten). Daar komt bij dat de koper na koop van de aandelen voor de voortzetting van de onderneming in de meeste gevallen financiering nodig zal hebben. De mate waarin het voor de koper mogelijk is de bestaande financiering van de gekochte vennootschap voort te zetten of nieuwe financiering aan te trekken, zal dus ook een rol spelen bij het (ver)koopproces.<sup>2</sup>

Het is dus niet zo vanzelfsprekend dat een openbare verkoop van aandelen in een BV altijd de hoogste opbrengst zal genereren. Dit is onlangs ook aan de orde gekomen in een beschikking van de Rechtbank Amsterdam, waarin de rechtbank bepaalde dat het aannemelijk was dat – in het specifieke geval dat aan de orde was – een onderhandse verkoop tot een hogere opbrengst zou leiden dan een openbare verkoop, gezien de structuur van de groep en de noodzaak van verdere financiering.<sup>3</sup>

### *Onderhandse verkoop met toestemming van de voorzieningenrechter*

Zowel de pandgever als de pandhouder kan een verzoek indienen bij de voorzieningenrechter van de rechtbank om te bepalen dat de aandelen op een andere wijze zullen worden verkocht dan door openbare verkoop. De voorzieningenrechter kan tevens, op verzoek van de pandhouder, bepalen dat de aandelen aan de pandhouder zullen verblijven voor een door de voorzieningenrechter vast te stellen bedrag (art. 3:251 lid 1 BW). Deze mogelijkheden kunnen contractueel worden uitgesloten, hetgeen in de praktijk doorgaans in de pandakte is bepaald ten aanzien van de pandgever.

Naar aanleiding van het verzoek bepaalt de rechtbank een zittingsdatum waarop de pandhouder zal worden gehoord. Hoewel er geen formele regel bestaat die voorschrijft dat de pandgever en andere belanghebbende partijen (zoals een houder van een tweede pandrecht op de aandelen of een crediteur die beslag heeft gelegd op de verpande aandelen) dienen te worden gehoord, wijst de praktijk uit dat de rechtbank toch aan hen mededeling zal doen van de geplande zittingsdatum, dan wel de pandhouder zal opdragen hiervan mededeling te doen.

Bij haar beoordeling van het verzoek neemt de rechtbank in de regel in overweging (1) of de verzoekende partij al een potentiële koper heeft gevonden die een onvoorwaardelijk bod heeft gedaan op de aandelen, (2) of de geboden koopprijs eerlijk is op basis van onafhankelijke waarderingsrapporten/*fairness*

*opinions*, en (3) of de potentiële koper kredietwaardig is.<sup>4</sup> De rechtbank zal geneigd zijn het verzoek af te wijzen indien een andere belanghebbende partij kan aantonen dat de geboden prijs beneden de marktwaarde ligt, bijvoorbeeld door een alternatieve koper voor te dragen die een hogere koopprijs biedt (het enkel overleggen van een deskundigenrapport waaruit een hogere waarde blijkt, zal doorgaans niet voldoende zijn). De rechtbank kan in dat geval ook geen toestemming verlenen voor de verkoop van de aandelen aan een koper die een alternatief bod heeft gedaan, nu dit bod geen onderdeel is geweest van het verzoek.<sup>5</sup> De pandhouder kan wel een nieuw verzoek tot goedkeuring voor dit alternatieve bod indienen bij de rechtbank. Tegen de uitspraak van de rechter staat overigens in beginsel geen hoger beroep open.

### *Onderhandse verkoop met toestemming van de pandgever*

Pandgever en pandhouder kunnen ook onderling een afwijkende wijze van verkoop overeenkomen, echter slechts nadat de pandhouder bevoegd is geworden tot verkoop over te gaan (zie art. 3:251 lid 2 BW). De ratio van deze bepaling is de bescherming van de pandgever, die zich ten tijde van het vestigen van het pandrecht in een zwakkere positie bevindt ten opzichte van de pandhouder.<sup>6</sup> Een beding strekkende tot een afwijkende wijze van verkoop dat is overeenkomen vóór het moment dat tot verkoop kan worden overgegaan, is nietig.<sup>7</sup> De pandgever kan dus niet ten tijde van het aangaan van de lening al toestemming daarvoor geven. Indien pandhouder en pandgever onderling een afwijkende wijze van verkoop overeenkomen zonder dat aan de daarvoor gestelde vereisten is voldaan, dan is de verkoop die daarop volgt niet nietig, maar geldt deze niet als een executoriale verkoop.<sup>8</sup> Gelegde beslagen en overige beperkte rechten komen in dat geval dus niet te vervallen als gevolg van de verkoop (zie art. 3:273 lid 1 BW).

Voor de onderling overeengekomen afwijkende wijze van verkoop is geen gerechtelijke toestemming nodig. Indien op de aandelen nog andere beperkte rechten (zoals een tweede pandrecht) zijn gevestigd of beslagen rusten, is de medewerking vereist van deze partijen, wederom om te voorkomen dat de pandhouder (na instemming van de pandgever) kan samenspannen met een koper en daarmee de belangen van de overige schuldeisers kan schaden. Om de toestemming van de pandgever te verkrijgen zal de pandhouder redelijkerwijs moeten aantonen dat er een eerlijke prijs wordt betaald voor de aandelen. Daarom zal ook in dit geval doorgaans een onafhankelijk waarderingsrapport/*fairness opinion* worden opgesteld.

2. In dezelfde zin: I. van Gasteren, Financiële herstructureringen door middel van uitwinning van een pandrecht op aandelen, FIP 2010, p. 18-23.

3. Rb. Amsterdam: beschikkingen van 10 september 2009 en 23 september 2009, JOR 2009, 340 (Schoeller Arca).

4. Dit blijkt ook uit de hiervoor reeds aangehaalde Schoeller Arca-beschikking.

5. Zie ook O.R. van Brunschot, Executie van verpande aandelen, FIP 2009, p. 249; Van Gasteren 2010, p. 21.

6. HR 17 januari 1929, NJ 1929, 622.

7. Zie Huijgen 2009 (T&C BW), art. 3:251 lid 2 BW, aant. 3.

8. Pitlo/Reehuis/Heisterkamp, Goederenrecht, Deventer: Kluwer 2006, nr. 793.

## De rol van de blokkeringsregeling

### *Besloten karakter BV versus behalen hoogst mogelijke prijs*

Zoals hiervoor reeds kort vermeld, schrijft artikel 2:198 lid 5 BW voor dat, indien de statuten van de vennootschap waarin de aandelen zijn verpand een blokkeringsregeling bevatten, de pandhouder deze blokkeringsregeling in acht moet nemen bij de executie van zijn pandrecht op die aandelen. Deze bepaling is van dwingend recht. De vraag is hoe deze bepaling moet worden gezien in samenhang met de algemene executieregels van Boek 3 BW. De algemene regel bij executie van pandrecht op aandelen is immers een openbare verkoop met als doel een zo hoog mogelijke opbrengst te genereren. Dit lijkt op het eerste gezicht in strijd te zijn met de achterliggende gedachte van de blokkeringsregeling, namelijk het waarborgen van het besloten karakter van de BV. Dient de voorzieningenrechter om toestemming te worden gevraagd conform artikel 3:251 lid 1 BW indien uitwinning plaatsvindt door toepassing van de blokkeringsregeling, nu het gaat om een afwijkende wijze van verkoop? Of blijven de algemene executieregels van Boek 3 BW buiten toepassing indien de pandhouder de aandelen door toepassing van de blokkeringsregeling conform artikel 2:198 lid 5 BW aan een medeaandeelhouder verkoopt?

### *De stand van de jurisprudentie*

Tot nu toe bestaat er weinig jurisprudentie waarin de samenloop tussen de blokkeringsregeling en de algemene executieregels van Boek 3 BW bij de uitwinning van pandrecht op aandelen aan de orde wordt gesteld. Er zijn mij slechts twee gepubliceerde uitspraken bekend waarin een rechter zich over het onderwerp heeft gebogen.

*Uitspraak van de Ondernemingskamer uit 2003.* In een uitspraak van de Ondernemingskamer uit 2003 kwam een vennootschap op tegen een door haar (ex)aandeelhouders ingediend enquêteverzoek met het argument dat de betreffende verzoekers op het moment van indienen geen aandeelhouders meer waren van de vennootschap, aangezien de door verzoekers gehouden aandelen inmiddels waren overgedragen aan een medeaandeelhouder in het kader van een executie van pandrecht op die aandelen.<sup>9</sup> De executie had plaatsgevonden door middel van naleving van de aanbiedingsregeling zoals opgenomen in de statuten van de vennootschap. Verzoekers kwamen daartegen op met (onder andere) de stelling dat de overdracht van de aandelen in de vennootschap niet rechtsgeldig was geschied, nu het voorschrift van artikel 3:250 BW, dat in geval van executie openbare verkoop van de verpande zaak voorschrijft, niet in acht was genomen. De Ondernemingskamer oordeelde als volgt:

‘Ingevolge artikel 2:89 lid 5 BW zijn de bepalingen van de statuten ten aanzien van de vervreemding en overdracht van de aandelen van toepassing op de vervreemding en

overdracht van de aandelen door de pandhouder. Nu de statuten van de vennootschap een blokkeringsregeling kennen faalt reeds om die reden het beroep op artikel 3:250 BW. Daarbij voegt zich dat het doel van het in artikel 3:250 BW neergelegde voorschrift – het realiseren in geval van executorialer verkoop van een zo hoog mogelijke althans objectief bepaalde prijs met het oog op de belangen van de pandgever – ook door het in acht nemen van de blokkeringsregeling wordt bereikt.’

De Ondernemingskamer was aldus van oordeel dat de algemene executieregels van Boek 3 BW buiten toepassing konden blijven nu de blokkeringsregeling was nageleefd bij de uitwinning en ook bij deze wijze van executie wordt bereikt dat een zo hoog mogelijke (althans objectief bepaalde) prijs voor de aandelen kan worden behaald.

*Uitspraak van de Rechtbank Amsterdam uit 2006.* De Rechtbank Amsterdam kwam tot een vergelijkbaar oordeel in een uitspraak van 2 februari 2006.<sup>10</sup> In casu hadden de pandhouders hun recht van parate executie uitgeoefend en, ter naleving van de blokkeringsregeling, de aandelen aangeboden aan de overige aandeelhouders. De notaris weigerde echter zijn medewerking te verlenen aan het verlijden van de notariële leveringsakte en had zich daarbij op het standpunt gesteld ‘zijn ministerie niet te kunnen verlenen omdat hij niet voldoende zekerheid heeft over de juistheid van de gevolgde procedure’. De vraag die derhalve voorlag aan de voorzieningenrechter van de rechtbank was of de pandhouders, gelet op artikel 3:250 BW dat bepaalt dat een executieverkoop in het openbaar dient te geschieden, ter uitvoering van hun recht van parate executie de verpande aandelen overeenkomstig de op de wet gebaseerde statutaire blokkeringsregeling aan de overige aandeelhouders ter verkoop mochten aanbieden, of dat hiervoor toestemming van de voorzieningenrechter nodig is. De rechtbank overwoog als volgt:

‘Ingevolge artikel 2:198 lid 5 BW zijn de blokkeringsregeling van artikel 2:195 BW en de statutaire bepalingen ten aanzien van de vervreemding en overdracht van aandelen van toepassing op de vervreemding en overdracht van de aandelen door de pandhouder. Nu die bepalingen een afwijking inhouden van de in artikel 3:250 BW gegeven wijze van executie van panden, namelijk openbare verkoop, moet artikel 2:198 lid 5 BW gezien worden als een *lex specialis* ten opzichte van de algemene regel van artikel 3:250 BW. Als de statuten van een vennootschap een blokkeringsregeling kennen, faalt derhalve in beginsel reeds om die reden een beroep op artikel 3:250 BW. Daarbij is van belang dat het doel van het in artikel 3:250 BW neergelegde voorschrift – het realiseren in geval van executorialer verkoop van een zo hoog mogelijke althans objectief bepaalde prijs met het oog op de belangen van de

9. Hof Amsterdam 10 maart 2003, JOR 2003, 108 (KOREL).

10. Rb. Amsterdam 2 februari 2006, JOR 2006, 93 m.nt. J.J. Prinsen (Wesaeffecten BW c.s./Orsel).

pandgever – ook door het in acht nemen van de blokkeringsregeling wordt bereikt.’

De voorzieningenrechter concludeerde op grond van het bovenstaande dat de pandhouders de juiste wijze van verkoop hadden gevolgd door de verpande aandelen overeenkomstig de in de statuten van de vennootschap opgenomen blokkeringsregeling aan te bieden aan de overige aandeelhouders. Voor de zekerheid werd aan dat oordeel nog toegevoegd dat, voor zover voor deze verkoop de toestemming van de voorzieningenrechter al nodig zou zijn, die hiermee was gegeven.

Kort gezegd wordt uit voornoemde jurisprudentie in de literatuur (zoals verderop in deze bijdrage wordt besproken) ook wel afgeleid dat bij het naleven van de blokkeringsregeling bij het uitwinnen van een pandrecht op aandelen geen beroep kan worden gedaan op artikel 3:250 BW (welk artikel een openbare verkoop voorschrijft) en anderzijds ook geen toestemming hoeft te worden gevraagd aan de voorzieningenrechter conform artikel 3:251 lid 1 BW voor deze (van de openbare verkoop) afwijkende wijze van verkoop. Een belangrijke rol lijkt hierbij te zijn weggelegd voor de overweging dat ook door naleving van de blokkeringsregeling het doel van artikel 3:250 BW, zijnde het realiseren van een zo hoog mogelijke – althans objectief bepaalde – prijs, wordt bereikt. Men kan zich echter afvragen of deze conclusie niet al te snel wordt getrokken.

## De rol van de blokkeringsregeling bij uitwinning nader beschouwd

### *Leidt naleving van de blokkeringsregeling tot de hoogst mogelijke prijs?*

Dat ook de pandhouder een eventueel toepasselijke blokkeringsregeling in acht dient te nemen bij de executie van zijn pandrecht op aandelen, volgt uit artikel 2:198 lid 5 BW.<sup>11</sup> Hoe dit in de praktijk dient uit te werken, is minder duidelijk. Hierna zal ik drie verschillende scenario's bespreken die mijns inziens het meest relevant zijn bij uitwinning van verpande aandelen die aan een blokkeringsregeling zijn onderworpen. Het betreft uitwinning in geval van (1) een statutaire goedkeuringsregeling (art. 2:195 lid 4 BW), (2) een statutaire aanbiedingsregeling (art. 2:195 lid 5 BW) waarbij sprake is van een 100%-aandeelhouder, en (3) een statutaire aanbiedingsregeling waarbij sprake is van meerdere aandeelhouders.

In de situatie genoemd onder 1 vereist een overdracht van de aandelen de voorafgaande goedkeuring van een bij de statuten daartoe aangewezen orgaan, zoals het bestuur of de algemene vergadering van aandeelhouders. Bij het verlenen van de goedkeuring kunnen vele aspecten worden meegewogen, waaronder de voor de aandelen geboden prijs. Het verkrijgen van de hoogste prijs zal bij het al dan niet verlenen van de goedkeu-

ring voor de overdracht lang niet altijd van doorslaggevende betekenis zijn. Naleving van een statutaire goedkeuringsregeling zal in de praktijk dan ook niet automatisch tot de hoogst mogelijke prijs leiden. Voor de bescherming van de belangen van de pandgever en de andere betrokken crediteuren zou het dus wel degelijk van belang kunnen zijn dat de verkoop van de aandelen toch eerst aan de voorzieningenrechter dient te worden voorgelegd. De voorzieningenrechter zal er immers wel op toezien dat de aandelen door de pandhouder worden verkocht tegen de maximale prijs.

Ook ingeval de blokkeringsregeling de vorm heeft van een aanbiedingsregeling en er slechts één aandeelhouder is (de situatie genoemd onder 2), vormt de blokkeringsregeling geen waarborg voor de hoogste prijs. De blokkeringsregeling sorteert in zulke gevallen geen effect. Een enig aandeelhouder kan immers niet aan zichzelf aanbieden en de pandhouder dus ook niet, nu deze krachtens artikel 2:198 lid 5 BW de rechten van de aandeelhouder in het kader van de blokkeringsregeling uitoefent. Indien dit tot gevolg zou hebben dat de pandhouder (conform art. 2:195 lid 5 BW) de aandelen vrijelijk kan overdragen, is ook in dit geval niet gegarandeerd dat de aandelen voor de hoogst mogelijke prijs worden verkocht.

Slechts in situatie 3 – een aanbiedingsregeling met meerdere aandeelhouders – zal, indien er wordt gereflecteerd op de aandelen (een situatie die zich had voorgedaan in de hiervoor besproken uitspraken van de Ondernemingskamer en de Rechtbank Amsterdam), in ieder geval enige mate van toetsing plaatsvinden over de marktconformiteit van de geboden prijs voor de aandelen. Ook deze beperkte rol van de factor prijs kan echter niet garanderen dat de aandelen voor de hoogst haalbare prijs worden verkocht. Dit geldt temeer in het geval geen van de aandeelhouders reflecteert op de aandelen. De belangen van de pandgever en de andere schuldeisers zullen er waarschijnlijk in dat geval het meest bij gebaat zijn indien voor verkoop alsnog de algemene executieregels van Boek 3 BW worden nageleefd (zie hierover meer uitgebreid verderop in deze bijdrage).

Uit het bovenstaande moge blijken dat de naleving van de blokkeringsregeling geen recht doet, althans niet in alle gevallen, aan de belangen van de pandgever en de betrokken schuldeisers. In de twee hierboven beschreven uitspraken is daar door de rechters vrij makkelijk overheen gestapt. De vraag is of dat wel terecht is.

### *Naleving algemene executieregels toch gewenst?*

In de literatuur wordt uit de hiervoor besproken uitspraken van de Rechtbank Amsterdam en de Ondernemingskamer wel afgeleid dat artikel 2:198 lid 5 BW dient te worden gezien als een *lex specialis* van de uitwinningbepalingen van Boek 3 BW en dat deze regeling een zelfstandige wijze van uitwinning

11. Zie ook P. van Schilfgaarde, Rechtsvragenrubriek, WPNR (1997) 6282, p. 597-598; Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 313; J.J.A. Hamers, Verpanding van aandelen en de beslotenheid van kapitaalvennootschappen, Deventer: Kluwer 1996, p. 109-110.



vormt.<sup>12</sup> Deze conclusie is mijns inziens niet in algemene zin juist te noemen, aangezien de genoemde rechterlijke uitspraken slechts zien op de situatie dat bij naleving van een aanbiedingsregeling door een aandeelhouder wordt gereflecteerd op de aandelen (situatie 3 zoals hiervoor omschreven).<sup>13</sup> Zoals we hiervoor hebben gezien, zijn er echter meerdere situaties denkbaar waarin bij het achterwege laten van de executieregels van Boek 3 BW de belangen van schuldeisers en pandgever in beginsel niet zijn gewaarborgd. Wanneer niet alleen waarde wordt gehecht aan het bewaken van het besloten karakter van een BV, maar tevens de belangen van pandgever en schuldeisers worden meegewogen, is naar mijn mening naleving van de algemene executieregels gewenst.

Voor gevallen waarbij door de naleving van een blokkeringsregeling géén koper/prijs kan worden gevonden, kan voor dit standpunt steun worden gezocht bij Clumpkens.<sup>14</sup> Hij stelt dat in dergelijke gevallen dient te worden teruggevallen op de algemene executieregeling van artikel 3:250 en 3:251 BW. Dat zou volgens hem betekenen dat geen situatie kan ontstaan waarin de pandhouder de aandelen vrijelijk mag overdragen in de zin van artikel 2:195 lid 5 BW.<sup>15</sup> Echter, wanneer met inachtneming van een *goedkeurings- dan wel een aanbiedingsregeling* wél een koper/prijs wordt gevonden, is in zijn ogen de uitwinning voltooid en vinden de algemene executieregels van Boek 3 BW geen toepassing.

Ten Hove<sup>16</sup> is echter van mening dat de algemene executieregels van Boek 3 BW slechts dan geen toepassing vinden indien medeaandeelhouders bij de naleving van een *aanbiedingsregeling* hun statutaire reflectierechten uitoefenen (waarvan sprake was in de hiervoor besproken uitspraken van de Ondernemingskamer en de Rechtbank Amsterdam; de situatie met een goedkeuringsregeling wordt daarin niet expliciet behandeld) en aldus een verkoop van de aandelen tot stand komt. In dat geval voegt openbare verkoop of een verzoek om rechterlijke goedkeuring volgens hem niets toe, tenzij 'door inbreuk te maken op beperkingen die in de verpande aandelen zelf besloten liggen'. Wanneer echter door naleving van de toepasselijke blokkeringsregeling (of bij gebreke van een dergelijke regeling) een situatie bestaat of ontstaat waarin de pandhouder enige mate van vrijheid heeft om te bepalen aan wie de verpande aandelen worden verkocht en tegen welke prijs, dan dient zijns inziens invulling te worden gegeven aan de executieregels van Boek 3 BW.<sup>17</sup> Als ik Ten Hove goed begrijp, dienen de executieregels van Boek 3 BW naar zijn mening dus

ook in acht te worden genomen indien naleving van de goedkeuringsregeling leidt tot een geslaagde verkoop van de aandelen.

Mijns inziens gaat de stelling van Ten Hove nog niet ver genoeg en dient de pandhouder in alle gevallen goedkeuring te vragen aan de voorzieningenrechter voor de voorgenomen verkoop van de aandelen.<sup>18</sup> Vooropgesteld dient immers te worden dat in de wet nergens een aanknopingspunt te vinden is voor de opvatting dat bij executoriale verkoop van aandelen waarvoor een blokkeringsregeling geldt, niet zou worden toegekomen aan de vereisten voor executie van Boek 3 BW.<sup>19</sup> Bovendien wordt er naar mijn mening te snel (en overigens ook zonder verdere motivering) van uitgegaan dat voorafgaande goedkeuring van de voorzieningenrechter aan een medeaandeelhouder die gebruik maakt van zijn statutaire reflectierechten (er is hier immers sprake van een afwijkende wijze van verkoop), niets zou toevoegen. De toegevoegde waarde zit nu juist in het feit dat op die wijze controle plaatsvindt op de prijs die voor de aandelen wordt betaald, hetgeen in het belang is van de pandgever en de overige crediteuren, zonder dat daarmee afbreuk wordt gedaan aan het besloten karakter van de BV. Ik zie dan ook niet in hoe daardoor inbreuk kan worden gemaakt op 'beperkingen die in de verpande aandelen zelf besloten liggen'.<sup>20</sup> Kortom, ook indien een medeaandeelhouder reflecteert op de aandelen is het wenselijk dat een voorzieningenrechter controleert of bij de betreffende verkoop de hoogst haalbare prijs wordt behaald.<sup>21</sup>

## Conclusie

Uit het voorgaande blijkt dat nog de nodige onduidelijkheid bestaat over de samenloop tussen de blokkeringsregeling en de algemene executieregels van Boek 3 BW. Uit de (summiere) jurisprudentie op dit punt wordt mijns inziens echter te snel afgeleid dat bij (geslaagde) naleving van de blokkeringsregeling geen toestemming hoeft te worden verzocht bij de voorzieningenrechter. Zowel de Ondernemingskamer als de voorzieningenrechter van de Rechtbank Amsterdam is in de hiervoor besproken uitspraken eenduidig in zijn oordeel dat artikel 2:198 lid 5 BW als een *lex specialis* moet worden gezien van artikel 3:250 BW. Met name is frappant dat in deze uitspraken wel erg snel wordt aangenomen dat ook door naleving van de blokkeringsregeling een zo hoog mogelijke prijs voor de aandelen wordt gewaarborgd. Dit laatste zal lang niet altijd het geval zijn, met name niet in gevallen waarin sprake is van een goedkeuringsregeling dan wel een situatie waarin de pandgever

12. In het bijzonder Asser/Macijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 313. Maar ook: R.W. Clumpkens, Pandrecht in de rechtspersonenpraktijk, in: Zekerhedenrecht in ontwikkeling (Preadvis voor de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie), Den Haag: Sdu Uitgevers 2009, p. 46.

13. In vergelijkbare zin: H.J.E. Veerbeek, De flexibiliteit van het pandrecht op aandelen, O&F 2003, nr. 57, p. 23-33.

14. Clumpkens 2009, p. 19-70.

15. Clumpkens 2009, p. 46.

16. W. ten Hove, Executie pandrecht op aandelen, V&O 2007, p. 220-224.

17. Zie in soortgelijke zin ook Prinsen in zijn noot onder de hiervoor besproken uitspraak van de Rechtbank Amsterdam, JOR 2006, 93.

18. Zo ook H.J. Damkot & P. Neuteboom, Executie van verpande aandelen of een Nederlandse pre-pack, in: N.E.D. Faber e.a. (red.), Bancaire zekerheid, Liber amicorum mr. J.H.S.G.K. Timmermans, Serie Onderneming & Recht, deel 58, Deventer: Kluwer 2010, p. 131.

19. Zo ook F.F. Hinnen, Geen openbare verkoop bij verpande aandelen op naam?, V&O 2003, p. 120-123.

20. Ten Hove 2007, p. 224.

21. Zo ook 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 & Recht, deel 49, Deventer: Kluwer 2009, p. 655-675.

de enig aandeelhouder is. Het doel van uitwinning van pandrecht op aandelen en het doel van de blokkeringsregeling komen niet per definitie met elkaar overeen. In de praktijk zou het meeste recht worden gedaan aan de belangen van de pandgever en de andere crediteuren van de schuldenaar indien ook bij uitwinning van pandrecht op aandelen door middel van naleving van de blokkeringsregeling de algemene executieregels van Boek 3 BW worden nageleefd.