

Herstructurering via uitwinning van een pandrecht op aandelen: waar restructuring, litigation en M&A samenkomen

Ondernemingsrecht 2021/18

mr. K. de Bruijn & mr. R.R. Menasalvas Garrones¹

Het afgelopen jaar zijn de kapitaalstructuren van HEMA en IHC geherstructureerd door middel van een onderhandse verkoop van verpande aandelen ex art. 3:251 lid 1 BW. Herstructurering door middel van een dergelijke onderhandse executieverkoop houdt, kort gezegd, in dat een pandhouder zijn pandrecht op de aandelen uitwint door de betreffende aandelen te verkopen, waarbij tevens een herstructurering van de kapitaalstructuur van de onderliggende vennootschap plaatsvindt. De wettelijke regels inzake een onderhandse verkoop van aandelen zijn summier, maar voorzieningenrechtshouders hebben de laatste jaren steeds meer kleuring gegeven aan

de uitwinningprocedure ex art. 3:251 lid 1 BW. In deze bijdrage worden verschillende onderwerpen uitgelicht die in de praktijk een rol spelen bij een verzoek ex art. 3:251 lid 1 BW.

1. Inleiding

Bij herstructureringen van vennootschappen met een te hoge schuldenlast is uitwinning van een pandrecht op aandelen door middel van een onderhandse verkoop een steeds vaker gebruikt instrument. Het afgelopen jaar hebben de scheepsbouwer IHC² en de warenhuisketen HEMA³ op deze wijze hun kapitaalstructuur weten te herstructureren.

¹ Kim de Bruijn en Romy Menasalvas Garrones zijn beiden advocaat te Amsterdam. De auteurs waren betrokken bij de uitwinning van de pandrechten op de aandelen in IHC en HEMA.

² Rb. Amsterdam (NCC) 13 mei 2020, ECLI:NL:RBAMS:2020:2681, *Ondernemingsrecht* 2021/15, m.nt. M.G. Kuijpers (hierna: "IHC-beschikking").

³ Rb. Amsterdam 11 september 2020, ECLI:NL:RBAMS:2020:4523 (hierna: "HEMA-beschikking").

Ook werden de producent van luchtaangedreven dispensers Airopack⁴ en de telecomprovider Lebara⁵ recent geherstructureerd door middel van een onderhandse executieverkoop van verpande aandelen.

Herstructurering door middel van een onderhandse executieverkoop van verpande aandelen houdt, kort gezegd, in dat een pandhouder zijn pandrecht op de aandelen uitwint door de betreffende aandelen te verkopen, waarbij tevens een herstructurering van de kapitaalstructuur van de onderliggende vennootschap plaatsvindt. In de praktijk wordt een dergelijke herstructurering vaak op een van de volgende drie manieren vormgegeven. De eerste manier is het ‘doorrollen’ van de uitstaande schuld: de financier/pandhouder verstrekt een geldsom aan de beoogde koper (vaak een nieuw opgerichte entiteit). De beoogde koper betaalt met die geldsom de koopprijs voor de verpande aandelen aan de verkoper (de financier/pandhouder): een zogenaamd ‘kasrondje’. De tweede manier is het zogenaamde ‘credit bid’: de financier/pandhouder biedt een bedrag voor de verpande aandelen en treedt dus zelf op als koper. De financier/pandhouder betaalt dit bedrag niet in contanten, maar verrekent de koopprijs effectief met zijn vordering op de pandgever/onderliggende vennootschap. Het resultaat is dat de uitstaande schuld wordt gereduceerd met het bedrag van het ‘credit bid’. In de derde variant biedt de financier/pandhouder een (vaak relatief laag) cash bedrag voor de verpande aandelen. De financier/pandhouder zegt daarnaast toe om ná de aandelenoverdracht de uitstaande schuld met een bepaald bedrag te reduceren. Dit is in feite een indirect ‘credit bid’, aangezien de verlaging van de uitstaande schuld pas na de aandelenoverdracht plaatsvindt.

In de drie hiervoor geschetste varianten maakt de overdracht van de verpande aandelen steeds onderdeel uit van een bredere transactie. Die transactie is vaak de uitkomst van intensieve onderhandelingen die aanvangen op het moment dat de pandgever constateert dat

hij (of zijn dochtermaatschappijen) niet langer aan de betalingsverplichtingen onder de geseceureerde financiering zal kunnen voldoen. Indien het evident is dat de schuldenlast van de groep onhoudbaar is, zal worden onderzocht in hoeverre de kapitaalstructuur kan worden geherstructureerd. Met name de (gedeeltelijk) ‘*in the money*’-schuldeisers zullen hierbij een prominente rol vervullen, omdat deze schuldeisers het grootste risico lopen bij een (verdere) verslechtering van (de ondernemingswaarde van) de vennootschap. In geval van een internationale groeps- en/of financieringsstructuur wordt veelal geopteerd voor een Amerikaanse Chapter 11-procedure of een Engelse Scheme of arrangement.⁶ Steeds meer vennootschappen en financiers informeren daarnaast naar het herstructureringsmechanisme dat de WHOA biedt die per 1 januari 2021 in werking is getreden.⁷ Welk mechanisme ook wordt gebruikt voor de financiële herstructurering, onderdeel daarvan kan zijn dat een executie van verpande aandelen noodzakelijk is.

Bij een uitwinning van een pandrecht op aandelen geldt als wettelijk uitgangspunt dat de verkoop van de verpande aandelen door de pandhouder geschiedt door middel van een openbare verkoop (art. 3:250 BW). Onderhandse verkoop is ook mogelijk, maar vereist verlof van de voorzieningenrechter (art. 3:251 lid 1 BW).⁸ Indien de pandgever – nadat de pandhouder bevoegd is geworden om tot uitwinning over te gaan – instemt met een onderhandse verkoop, is verlof van de voorzieningenrechter niet vereist (art. 3:251 lid 2 BW).⁹ Ondanks dat in de aanloop naar een financiële herstructurering de betrokken financiers en groepsvennootschappen veelal constructief met elkaar in overleg treden over de toekomst van de groep, en de consensuele verkoop van de aandelen ex art. 3:251 lid 2 BW op het eerste gezicht veelal het meest efficiënt is, zien wij in de praktijk vaak dat de pandhouder niettemin verlangt dat verlof van de voorzieningenrechter wordt verkregen (ex art. 3:251 lid 1 BW) met name vanuit het perspectief van rechtszekerheid. Een ‘stempel van de rechter’ biedt die

4 Rb. Amsterdam 8 maart 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:1637, *Ondernemingsrecht* 2019/103, m.nt. M.H.C. Sinninghe Damsté, V.R. Vroom & M.J. Bosselaar (hierna: “Airopack-beschikking”).

5 Rb. Amsterdam 30 juli 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:6505, *JOR* 2019/292, m.nt. S.W. van den Berg (hierna: “Lebara-beschikking”).

6 In aanvulling daarop is recentelijk in het Verenigd Koninkrijk de *Corporate Insolvency and Governance Act 2020 (Part 26A)* ingevoerd die voorziet in een nieuw pre-insolventie herstructureringsinstrument.

7 Zie over de Wet homologatie onderhands akkoord (afgekort: de WHOA) verder paragraaf 4.

8 De verpande zaak kan ook onderhands aan de pandhouder ‘verblijven’ ex art. 3:251 lid 1 BW. Overigens is tegen een beschikking ex art. 3:251 lid 1 BW in beginsel geen hogere voorziening toegelaten (HR 17 juni 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1401, NJ 1995, 367, m.nt. H.J. Snijders).

9 Daarbij geldt wel dat andere pandhouders en/of beslagleggers daaraan ook hun medewerking moeten verlenen (art. 3:251 lid 2 BW).

rechtszekerheid en biedt daarnaast een zekere mate van bescherming in geval van een faillissement.¹⁰ Niet alleen is rechtszekerheid gewenst, maar veelal ook vereist in het geval de uitwinning onderdeel uitmaakt van een breder herstructureringspakket dat (ook) ter goedkeuring wordt voorgelegd aan een buitenlandse rechter in het kader van bijvoorbeeld een Chapter 11-procedure of een Scheme of arrangement.

De wettelijke regels inzake een onderhandse verkoop van aandelen zijn summier. Voorzieningenrechtshouders hebben de laatste jaren echter steeds meer kleuring gegeven aan de uitwinningsprocedure ex art. 3:251 lid 1 BW. In deze bijdrage worden verschillende onderwerpen die in de praktijk een rol spelen bij een verzoek ex art. 3:251 lid 1 BW beschreven. Daarbij zullen wij ons beperken tot uitwinning van pandrechten op aandelen in een besloten vennootschap. Wij belichten in paragraaf 2 eerst de overwegingen die voorafgaan aan een dergelijk verzoek. Vervolgens behandelen wij in paragraaf 3 de elementen waaraan een succesvol verzoek ex art. 3:251 lid 1 BW moet voldoen. In paragraaf 4 gaan wij dieper in op de rol van waarderingsrapporten in art. 3:251 lid 1 BW-procedures en leggen wij een verband met de WHOA. Paragraaf 5 bevat tot slot enkele afsluitende opmerkingen.

2. Wat voorafgaat aan een verzoek ex art. 3:251 lid 1 BW

2.1 Bij welke (kamer van de) rechtbank wordt het verzoek ingediend?

De uitwinning van een pandrecht op aandelen ex art. 3:251 lid 1 BW geschiedt door middel van een verzoekschriftprocedure. In de voorbereidingsfase van deze procedure is een relevante vraag aan welke (kamer van de) rechtbank de pandhouder het verzoek voorlegt. Art. 438a lid 1 Rv bepaalt, kort gezegd, dat de voorzieningenrechter bevoegd is in wiens rechtsgebied de te executeren zaken zich bevinden of de executie zal geschieden. Met de woorden “*of de executie zal geschieden*” wordt volgens de wetgever verwezen naar goederen die niet te lokaliseren zijn, zoals aandelen.¹¹ Voor de executie van verpande aandelen wordt in dat geval aangeknoopt bij de statutaire zetel van de vennootschap.¹²

In dit verband komt de vraag op of een eventueel overeengekomen forumkeuze (in de pandakte) prevaleert boven deze vuistregel. Uit de jurisprudentie op dit punt volgt dat dit geen uitgemaakte zaak is.¹³ Bij rechtsverhoudingen met een internationaal karakter die onder de reikwijdte van de Brussel Ibis-verordening vallen, lijkt de uitkomst steeds te zijn dat wordt aangesloten bij een forumkeuzebeding.¹⁴ Wij zouden menen dat er geen bezwaar bestaat tegen het laten prevaleren van een forumkeuze,¹⁵ mits belanghebbenden zich daartegen niet verzetten (of expliciet instemmen met de forumkeuze).

10 Bijvoorbeeld bescherming tegen het risico op vernietiging ex art. 42 Fw: de instemming van de pandgever met een onderhandse verkoop kan immers worden aangemerkt als een onverplichte rechtshandeling.

11 *Kamerstukken II* 1980/81, 16 593, nr. 3, p. 29. Zie ook: Rb. Midden-Nederland 22 november 2017, ECLI:NL:RBMNE:2017:6003.

12 Zie onder meer: Rb. Midden-Nederland 22 november 2017, ECLI:NL:RBMNE:2017:6003, r.o. 5.3.2; T. Hutten onder de Airopack-beschikking (*JOR* 2019/16).

13 Vgl. Rb. Midden-Nederland 22 november 2017, ECLI:NL:RBMNE:2017:6003, waarin de voorzieningenrechter oordeelt dat de forumkeuze niet prevaleert boven het uitgangspunt van art. 438a Rv, op basis van de parlementaire geschiedenis bij art. 270 Rv en het ontbreken van een gelijke bepaling als art. 108 Rv in de verzoekschriftprocedure-afdeling van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering. Zie hierover ook de noot van Hutten onder de Airopack-beschikking (*JOR* 2019/16). Knigge meent in dit verband dat het slechts mogelijk is om voorafgaand aan een procedure een overeenkomst tot forumkeuze te sluiten “*met het oog op een concrete procedure*” (M.W. Knigge, *De procesovereenkomst (BPP nr. XIII)* 2012/7.3). Anders: Rb. Amsterdam 23 augustus 2012, ECLI:NL:RBAMS:2012:BY1439 (hierna: “Ramblas-beschikking”), waarin de voorzieningenrechter overweegt dat de keuze voor de relatief bevoegde rechter partijen vrijstaat en dat het bepaalde in art. 438a Rv daaraan niet in de weg staat (r.o. 4.1).

14 Op grond van art. 25 en 26 Verordening (EU) nr. 1215/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2012. Zie de Airopack-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2019:1637), r.o. 6.2 en IHC-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:2681), r.o. 4.1.

15 Ook in de HEMA-beschikking verwijst de voorzieningenrechter voor het aannemen van zijn relatieve bevoegdheid expliciet naar de gemaakte forumkeuze in de pandakte (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 6.2.

Een forumkeuze kan, ingeval een of meer buitenlandse partijen zijn betrokken, inhouden dat geschillen in verband met het pandrecht op de aandelen worden voorgelegd aan de internationale handelskamer van de Rechtbank Amsterdam, de *Netherlands Commercial Court (NCC)*.¹⁶ De NCC heeft inmiddels laten zien dat zij snelle(re) doorlooptijden van procedures faciliteert.¹⁷ Die snelheid is vaak geboden bij financiële herstructurerings waarin een vennootschap in zwaar weer verkeert. Recentelijk in *HEMA* is overigens gebleken dat de doorlooptijd bij de Rechtbank Amsterdam ook (zeer) kort kan zijn: het verzoekschrift werd in die zaak ingediend op 26 augustus 2020, de zitting vond plaats op 10 september 2020 en de volledige beschikking volgde een dag later op 11 september 2020.¹⁸

2.2 Wie kwalificeert als belanghebbende?

Indien een financiële herstructurering plaatsvindt in een meer litigieuze setting is het vaak lastig om alle betrokkenen op een lijn te krijgen. Dit is ook niet altijd nodig: het is aan de pandhouder/financier om te bepalen wanneer hij het pandrecht op de aandelen uitwint.¹⁹ Andere betrokkenen, zoals (indirecte) aandeelhouders en schuldeisers van de vennootschap, kunnen in dat geval proberen om de uitwinning (en daarmee de herstructurering) te blokkeren. De vraag die in dat kader opkomt, is welke partijen als 'belanghebbende' kwalificeren in de zin van art. 282 Rv en het recht hebben om verweer te voeren tegen een verzoek ex art. 3:251 lid 1 BW. In de regel geeft de pandhouder reeds in het verzoekschrift aan wie volgens hem als belanghebbenden kwalificeren. Het is uiteindelijk aan de voorzieningenrechter om vast te stellen wie daadwerkelijk als zodanig kwalificeren.

Wie kwalificeert als belanghebbende is niet nader omschreven in de wet. De Hoge Raad heeft zich hierover in het kader van verzoekschriftprocedures ex art. 3:251 lid 1 BW ook niet uitgesproken. Voorzieningenrechters zoeken ter beantwoording van deze vraag in art. 3:251 lid 1 BW-procedures aansluiting bij Hoge Raad-jurisprudentie ten aanzien van verzoekschriftprocedures in het algemeen.²⁰ Daarin is bepaald:

"Bij de beantwoording van de vraag of iemand belanghebbende in de zin van art. 282 lid 1 Rv is, zal een rol spelen in hoeverre deze door de uitkomst van de desbetreffende procedure zodanig in een eigen belang kan worden getroffen dat deze daarin behoort te mogen opkomen ter bescherming van dat belang of in hoeverre deze anderszins zo nauw betrokken is of is geweest bij het onderwerp dat in de procedure wordt behandeld, dat daarin een belang is gelegen om in de procedure te verschijnen."²¹

Voortbouwend op de jurisprudentie van de Hoge Raad hebben voorzieningenrechters geoordeeld dat in ieder geval als belanghebbenden kwalificeren: de pandgever, de verzoekende pandhouder²² en partijen met een ander beperkt recht op het onderpand.²³ Hetzelfde geldt in onze optiek voor de partij die beslag heeft gelegd op de aandelen.²⁴

Het is de vraag of de vennootschap wiens aandelen het betreft en de beoogde koper kwalificeren als (formeel) belanghebbenden. Strikt genomen menen wij van niet, tenzij sprake is van bijkomende omstandigheden. Een pandrecht wordt gevestigd tussen een pandgever en een pandhouder;

16 Dit kan overigens ook in een latere procesovereenkomst tussen de belanghebbenden. Art. 1.3.1 onder (c) en (d) en Bijlage II (NCC-beding) van het Reglement van de internationale handelskamers van de rechtbank Amsterdam (NCC District Court) en het gerechtshof Amsterdam (NCC Court of Appeal).

17 In bijvoorbeeld *Airopack* zaten er slechts zeven dagen tussen het indienen van het verzoekschrift en de zitting; de beschikking volgde na tweeënhalve week. In *IHC* zaten er acht dagen tussen het indienen van het verzoekschrift en de zitting; de verkorte beschikking volgde de dag erna en de volledige beschikking na anderhalve week.

18 *HEMA*-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 1.1.

19 Zie bijv.: Rb. Amsterdam 23 september 2009, ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848, *JOR* 2009/340 (hierna: "Schoeller Arca-beschikking"), r.o. 4.2; *Airopack*-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2019:1637), r.o. 6.19; *IHC*-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:2681), r.o. 4.7; en *HEMA*-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 6.4.

20 Vgl. *HEMA*-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 4.2.

21 HR 6 juni 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF9440, NJ 2003, 486 (*Scheipar*). Zie ook bijv.: HR 10 november 2006, ECLI:NL:HR:2006:AY8290, NJ 2007, 45 (*Lips/Broex*); HR 25 mei 2012, ECLI:NL:HR:2012:BV9961, NJ 2012/339.

22 Zie bijv.: *Ramblas*-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2012:BY1439), r.o. 4.2.

23 Zie bijv.: *HEMA*-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 4.4.

24 Vgl. art. 3:251 lid 2 BW. Aangezien als gevolg van de executie, de gelegde beslagen (en overige beperkte rechten) vervallen (*Asser/Van Mierlo & Krzeminski* 3-VI 2020/158).

de vennootschap is hierin lijdelijk en vervult als zodanig geen eigen 'rol'.²⁵ Hetzelfde geldt in onze optiek voor de beoogde koper van de verpande aandelen: de pandhouder wint het pandrecht zelfstandig uit (zonder medewerking van de beoogde koper). Hoewel in een aantal precedënten de vennootschap²⁶ en de beoogde koper²⁷ wel als formeel belanghebbenden werden aangemerkt en het begrip 'belanghebbende' derhalve ruim werd uitgelegd, past een (in beginsel) strikte toepassing van het belanghebbende-begrip naar onze mening beter in het systeem van art. 282 Rv. Wij menen dan ook dat deze partijen (in beginsel) slechts tijdens de mondelinge behandeling mogen worden toegelaten om een toelichting te geven op het belang van de vennootschap respectievelijk de beoogde transactie en niet om – vanuit hun eigen belang – te pleiten tegen de voorgenomen uitwinning.

Deze aanpak zien wij terug in de rechtspraak: onder omstandigheden lijken voorzieningenrechters bereid te zijn anderen dan formeel belanghebbenden toe te laten tot de mondelinge behandeling om aldaar het woord te voeren. Door een dergelijke 'belangstellende' te horen, zou de voorzieningenrechter zich een beter oordeel kunnen vormen over (de waardering van) het bod dat voorligt.²⁸ Voorzichtigheid is hier echter geboden: de (individuele) belangen van een 'belangstellende' mogen niet doorslaggevend zijn; hij kwalificeert immers niet als formeel belanghebbende.

Naar onze mening bestaat in beginsel geen ruimte om andere partijen dan bovengenoemde toe te laten tot de mondelinge behandeling.

Het zou bijvoorbeeld tot een onwerkbare situatie leiden als iedere schuldeiser van de pandgever (of vennootschap)

zonder eigen pandrecht zou kunnen worden aangemerkt als belanghebbende. In de rechtspraak is bevestigd dat het enkele feit dat een schuldeiser een vorderingsrecht heeft op de pandgever (of vennootschap) niet een direct belang bij (de uitkomst van) het verzoek tot verlop voor de afwijkende wijze van uitwinning van een pandrecht schept. In al die gevallen moet er sprake zijn van bijkomende omstandigheden om als belanghebbende te kunnen worden aangemerkt.²⁹

Hetzelfde geldt voor eventuele medeaandeelhouders: hun belangen worden in beginsel niet geraakt ingeval de aandelen van de pandgever worden overgedragen. Medeaandeelhouders kunnen hun belangen wel reeds op voorhand (trachten te) waarborgen door het opnemen van een blokkeringsregeling in de statuten van de vennootschap (zie hierna paragraaf 3.2).

Ook indirecte aandeelhouders, de aandeelhouders van de pandgever, kwalificeren in beginsel niet als belanghebbenden. De pandgever kwalificeert reeds als formeel belanghebbende en het is aan de aandeelhouders van de pandgever om de pandgever (al dan niet) te instrueren of ertoe te bewegen bezwaar te maken tegen het verzoek.³⁰ In *Ramblas* benadrukte de voorzieningenrechter dat indien een bepaalde gedraging (zoals een uitwinning van pandrechten) de rechts- of vermogenspositie van de pandgever nadelig beïnvloedt, niet zonder meer kan worden gezegd dat tevens sprake is van een (rechtens relevante) benadeling van de indirecte aandeelhouders, die die aandeelhouders een eigen aanspraak geven in de zin van art. 282 Rv.³¹ 'Niet zonder meer' impliceert onzes inziens wel dat sprake kan zijn van bijkomende omstandigheden die ertoe kunnen leiden dat indirecte aandeelhouders wel kunnen worden aangemerkt als formeel belanghebbenden. Hiervan leek sprake te zijn in *Airopack*, waarin de NCC-voorzieningenrechter

25 In de praktijk is het overigens wel gebruikelijk dat de vennootschap partij wordt bij de pandakte.

26 Zie bijv.: Schoeller Arca-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848), r.o. 1.2; Ramblas-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2012:BY1439), r.o. 4.2; en HEMA-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523).

27 Zie bijv.: Ramblas-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2012:BY1439), r.o. 4.2; Lebara-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2019:6505); en Rb. Utrecht 30 maart 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BW0487 (*Selexyz*), r.o. 1.2.

28 Zie bijv.: Schoeller Arca-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848), r.o. 1.2; en HEMA-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 6.6-6.11.

29 Ramblas-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2012:BY1439), r.o. 4.2.3; en HEMA-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 4.4.

Bijkomende omstandigheden deden zich bijvoorbeeld voor in Rb. Rotterdam 17 november 2014, ECLI:NL:RBROT:2014:9408: de schuldeiser die pretendeerde belanghebbende te zijn had een pandrecht op de (gesecureerde) vordering (van de pandhouder op de pandgever in het kader van de aandelenverpanding) en de schuldeiser had op die gesecureerde vordering beslag gelegd of kunnen leggen, zie r.o. 4.2.

30 Art. 2:239 lid 4 BW.

31 Ramblas-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2012:BY1439), r.o. 4.2.2. In IHC meende de pandhouder ook dat de indirecte aandeelhouders van de pandgever niet kwalificeerden als belanghebbenden in de zin van art. 3:251 lid 1 BW; de voorzieningenrechter heeft zich hierover in die zaak niet uitgelaten.

overwoog dat de rechts- of vermogenspositie van de indirecte aandeelhouders (wel) zodanig werd geraakt dat zij als belanghebbenden konden worden aangemerkt. De bijkomende omstandigheden bestonden erin dat:

“[Pandgever] has no business activities other than holding the Shares. This means the proposed transaction, selling and transferring the Shares to [koper], has a direct impact on the entities at the Swiss Parent shareholder level (where the decisions on matters such as management and funding are ultimately made). Also, virtually all of the business value in the Group is in the Company. As a result, the transaction will, if executed, permanently remove most or all of the business value from the Group and transfer it to a rival Swiss Parent shareholder (...).”³² [toevoegingen, auteurs]

Bovengenoemde omstandigheden – kort gezegd: dat de pandgever feitelijk een (lege) holdingvennootschap is als gevolg waarvan de beoogde verkoop (slechts) een impact heeft op een hoger niveau in de groep en dat de ondernemingswaarde in de groep zich feitelijk bevindt bij de vennootschap wiens aandelen worden verkocht, die door de beoogde verkoop zal worden overgedragen aan een concurrent – zijn in onze optiek echter geen omstandigheden die maken dat de indirecte aandeelhouders *rechtstreeks* in een eigen belang worden geraakt.³³ Een benadeling van de rechts- of vermogenspositie van de pandgever werkt immers per definitie door op een hoger niveau. Daarnaast zal de financier/pandhouder bij het aangaan van de financieringsdocumentatie doorgaans juist een pandrecht bedingen op de aandelen van de vennootschap die de meeste waarde vertegenwoordigt in de groep.³⁴

In *Airopack* werden daarnaast als bijkomende omstandigheden genoemd:

“In addition, the Swiss Parent is a guarantor under the Facilities Agreement and it is in a moratorium process

in Switzerland. It is important for there to be no undue interference with that process. For these reasons, the Swiss Parent and Q-Invest were given the opportunity to participate. This caused no undue delay.”³⁵

De omstandigheid dat één van de indirecte aandeelhouders een garantiegiver is onder de financieringsdocumentatie en dat die indirecte aandeelhouder zich (bovendien) in een ‘moratorium proces’ in Zwitserland bevond, welke niet onrechtmatig of onnodig mocht worden doorbroken, zou in onze optiek wel een basis kunnen vormen voor de stelling dat *die* indirecte aandeelhouder als belanghebbende kwalificeert. Uit de beschikking volgt niet wat er zou gebeuren indien het moratorium proces wél onrechtmatig of onnodig zou worden doorbroken, maar wij kunnen ons voorstellen dat de gevolgen daarvan kunnen meebrengen dat die indirecte aandeelhouder wel *rechtstreeks* in zijn belangen wordt geraakt. De laatste omstandigheid, dat de betrokkenheid van de indirecte aandeelhouders niet tot onnodige vertraging heeft geleid, is wat ons betreft niet van doorslaggevend belang.

Vanwege de algemene negatieve gevolgen die de verruiming van de definitie van ‘belanghebbende’ naar Nederlands recht kan hebben,³⁶ is in onze optiek de in de jurisprudentie ingezette route van een beperkt belanghebbende-begrip in art. 3:251 lid 1 BW-procedures de juiste en tevens gewenste route. Die route leidt tot het volgende eindpunt: slechts de pandgever, de pandhouder, partijen met een ander beperkt recht of een beslag op het onderpand kwalificeren als belanghebbenden. Daarnaast kunnen slechts de beoogde koper, de vennootschap en de partij die een alternatief, concurrerend bod heeft gedaan op de aandelen worden toegelaten tot de mondelinge behandeling om aldaar het woord te voeren. Andere partijen hebben geen rol in een uitwinningprocedure ex art. 3:251 lid 1 BW, tenzij sprake is van bijkomende omstandigheden die meebrengen dat de betreffende partij direct in een eigen belang wordt geraakt.

³² Airopack-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2019:1637), r.o. 6.6.

³³ Zie overeenkomstig: G.Á.C. Orbán & B.A. Kuitenbrouwer, ‘Noot bij NCC 8 maart 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:1637. Wie is belanghebbende bij een onderhandse executieverkoop van aandelen?’, *TvI* 2019/26.

³⁴ Veelal de vennootschap waar de operationele activiteiten binnen de groep plaatsvinden.

³⁵ Airopack-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2019:1637), r.o. 6.6.

³⁶ Dit zou betekenen dat bijvoorbeeld alle (indirecte) aandeelhouders en alle schuldeisers kunnen worden opgeroepen voor de mondelinge behandeling (art. 279 Rv) en daar verweer kunnen voeren (art. 282 lid 1 Rv). Zie ook: G.Á.C. Orbán & B.A. Kuitenbrouwer, ‘Noot bij NCC 8 maart 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:1637. Wie is belanghebbende bij een onderhandse executieverkoop van aandelen?’, *TvI* 2019/26.

3. De vereisten voor een succesvol verzoek ex art. 3:251 lid 1 BW

3.1 Inleiding

In het verzoekschrift ex art. 3:251 lid 1 BW verzoekt de pandhouder de voorzieningenrechter de beoogde verkoop van de verpande aandelen goed te keuren. Uit de wet volgt niet aan welke inhoudelijke vereisten het verzoek moet voldoen. Wel bepaalt art. 2:198 lid 6 BW dat een pandhouder bij een verkoop van aandelen een (eventuele) statutaire blokkeringsregeling in acht moet nemen (zie paragraaf 3.2).

Uit het landelijk procesreglement volgt dat een kopie van de relevante pandakte en een taxatierapport met betrekking tot de aandelen (paragraaf 4) moeten worden overgelegd. In de praktijk wordt daarnaast vaak een *share purchase agreement* (SPA) als bijlage bij het verzoekschrift ingebracht op grond waarvan de pandhouder³⁷ de aandelen overdraagt aan de beoogde koper onder de opschortende voorwaarde van goedkeuring van de voorzieningenrechter.³⁸

Voor de overige vereisten moet te rade worden gegaan in de jurisprudentie, waarbij *Schoeller Arca* (nog steeds) als uitgangspunt geldt:

“Onbetwist is dat Verweerster in verzuim is met haar verplichtingen uit de Senior Facilities Agreement, zodat Verzoekster gerechtigd is om tot uitwinning van het pandrecht over te gaan. Uitgangspunt is verder dat een recht van pand in beginsel wordt uitgewonnen door middel van een openbare verkoop. Tenzij anders

is bedongen (...) kan de voorzieningenrechter op verzoek van de pandhouder of de pandgever bepalen dat het pand op een andere wijze zal worden verkocht. De voorzieningenrechter zal daarbij onderzoeken of bij een onderhandse verkoop een gunstiger bod valt te verwachten dan bij een openbare verkoop, een en ander in het belang van de schuldenaar en de verschillende schuldeisers die aanspraak kunnen maken op de opbrengst van die executoriale verkoop.”³⁹

De voorzieningenrechter dient het verzoek aan de twee bovengenoemde elementen te toetsen, zijnde het (betalings) verzuim van de pandgever (paragraaf 3.3) en de vraag of bij de onderhandse verkoop een gunstiger bod valt te verwachten dan bij een openbare verkoop (paragraaf 3.4), waarbij steeds als basisprincipe geldt dat een pandhouder vrij is om tot uitwinning van zijn pandrechten over te gaan op een door hem te verkiezen moment.⁴⁰

3.2 Statutaire blokkeringsregeling

In het geval de pandhouder de aandelen wenst over te dragen door middel van een uitwinning van zijn pandrecht, dan geldt op grond van art. 2:198 lid 6 BW dat hij een (eventuele) blokkeringsregeling in de statuten van de vennootschap in acht moet nemen.⁴¹ Om ervoor te zorgen dat een blokkeringsregeling een eventuele executieverkoop niet in de weg staat, zullen financiers in de praktijk bij de onderhandelingen over de inhoud van de pandakte de voorwaarde (proberen te) stellen dat een (eventuele) blokkeringsregeling uit de statuten wordt verwijderd of niet van toepassing zal zijn indien de aandelen worden

37 De pandhouder (en niet de pandgever) treedt formeel op als verkoper en als partij die de aandelen levert (vgl. art. 3:248 BW; Steneker, *Pandrecht* (Mon. BW nr. B12a) 2012/43).

38 Zie bijv.: Schoeller Arca-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848), r.o. 2.13; en IHC-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:2681), r.o. 2.13. Overigens is het niet vereist om de overeenkomst aan te hechten als bijlage bij het verzoekschrift in tegenstelling tot bij een onderhandse verkoop van een verhypothekend goed (art. 3:268 lid 2 BW).

39 Schoeller Arca-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848), r.o. 5.1.

40 Zie bijv.: Schoeller Arca-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848), r.o. 4.2; IHC-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:2681), r.o. 4.7; en HEMA-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 6.4. Dit is slechts anders indien de beoogde uitwinning in de gegeven omstandigheden, mede gelet op de belangen van de pandgever die daardoor worden geschaad, naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn, althans misbruik van recht zou opleveren (art. 3:13 BW; zie bijv.: Airopack-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2019:1637), r.o. 6.19; Lebara-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2019:6505), r.o. 5.6). Daarnaast heeft de rechter-commissaris de bevoegdheid een afkoelingsperiode af te kondigen (art. 63a Fw), waarin een pandhouder zijn pandrechten niet kan uitwinnen. Tot slot voorziet de Tijdelijke wet COVID-19 SZW en JenV van 25 november 2020 in een (mogelijke) beperking voor de pandhouder: in het geval een pandgever/schuldenaar geconfronteerd wordt met een of meer schuldeisers die tot executie van een zekerheidsrecht overgaan, kan de schuldenaar onder omstandigheden de voorzieningenrechter vragen om de executie te schorsen indien hij in een toestand verkeert waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat hij uitsluitend of hoofdzakelijk als gevolg van de uitbraak van COVID-19 tijdelijk niet in staat is om met het betalen van de gesecureerde schulden voort te kunnen gaan (*Kamerstukken II* 2019/20, 35 557, nr. 3 (MvT), p. 18). Ten tijde van het schrijven van deze bijdrage geldt dat de Tijdelijke wet COVID-19 SZW en JenV (vooralsnog) vervalt op 1 april 2021.

41 Zie ook: HR 22 juni 2018, ECLI:NL:HR:2018:429, NJ 2018/429 (hierna: “Bethanie/Rabobank”), r.o. 3.5.8.

overgedragen in het kader van een uitwinning van het pandrecht op die aandelen.

Indien (niettemin) een ongeclausuleerde blokkeringsregeling is opgenomen in de statuten zal de pandhouder de aandelen eerst moeten aanbieden aan de (overige) aandeelhouders of ter goedkeuring moeten voorleggen aan een bij de statuten daartoe aangewezen orgaan, in de regel de algemene vergadering van aandeelhouders.⁴²

Indien de blokkeringsregeling de onderhandse verkoop dreigt te blokkeren, voorziet art. 2:195 lid 7 BW in een mogelijkheid om de voorzieningenrechter te verzoeken de blokkeringsregeling geheel of gedeeltelijk buiten toepassing te verklaren. Dit verzoek kan gelijktijdig met het verzoek ex art. 3:251 lid 1 BW worden ingediend.⁴³ De voorzieningenrechter zal een dergelijk verzoek slechts toewijzen indien de belangen van de pandhouder dat bepaaldelijk vorderen en de belangen van anderen (de medeaandeelhouders) daardoor niet onevenredig worden geschaad.⁴⁴ Over het algemeen wordt aangenomen dat het besloten karakter van een besloten vennootschap met zich brengt dat de voorzieningenrechter terughoudendheid dient te betrachten bij het gebruikmaken van deze bevoegdheid.⁴⁵

In de situatie dat de pandhouder wordt geconfronteerd met een goedkeuringsregeling in de statuten en de pandgever tevens enig aandeelhouder weigert goedkeuring te verlenen aan de voorgenomen verkoop, is soms ook een andere, wellicht praktischere, oplossing voorhanden. Indien dit is overeengekomen in de betreffende pandakte, kan het

stemrecht op de aandelen onder bepaalde voorwaarden toekomen aan de pandhouder, waardoor de pandhouder zelf zou kunnen instemmen met de voorgenomen verkoop (art. 2:198 lid 3 BW).⁴⁶ De pandgever/aandeelhouder blijft dan in beginsel wel vergadergerechtigd (art. 2:198 lid 4 BW).⁴⁷ Ervan uitgaande dat de pandgever/aandeelhouder niet zal instemmen met besluitvorming buiten vergadering,⁴⁸ zal de pandhouder rekening moeten houden met de geldende oproepingstermijn van minimaal acht dagen.⁴⁹ In onze optiek zou die oproepingstermijn echter niet in de weg hoeven staan aan de indiening van het verzoekschrift ex art. 3:251 lid 1 BW: de blokkeringsregeling hoeft immers pas bij de levering van de aandelen te zijn vervuld.

3.3 (Betalings)verzuim

De pandhouder is gerechtigd om tot uitwinning van zijn pandrecht over te gaan als de pandgever in verzuim is met de voldoening van de geseceerde verplichtingen. In de internationale financieringspraktijk doet zich geregeld de situatie voor dat de betreffende financieringsdocumentatie waarin de geseceerde verplichtingen zijn vastgelegd, wordt beheerst door Engels of Amerikaans recht. De vraag of sprake is van een verzuim (een *event of default*) wordt dan beheerst door Engels respectievelijk Amerikaans recht. Een *event of default* onder de financieringsdocumentatie kan van allerlei aard zijn. Het kan bijvoorbeeld gaan om een rentebetelingsverplichting waaraan niet (tijdig) is voldaan of om een schending van informatieverplichtingen.

Naar Nederlands recht zal echter steeds een schending van een betalingsverplichting vereist zijn om tot uitwinning van

42 De pandhouder zal daarnaast een eventuele statutaire kwaliteitseis ex art. 2:192 BW in acht moeten nemen.

43 Zie bijv.: Lebara-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2019:6505), r.o. 3.1 en 5.9.

44 *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 53.

45 S. Perrick, 'Over de executie van aandelen in een BV door de pandhouder', *Ondernemingsrecht* 2018/118, par. 4; S. Perrick, 'Over de bevoegdheid van de rechter om de blokkeringsregeling van een B.V. buiten toepassing te verklaren', *Ondernemingsrecht* 2017/32, par. 6.

46 In de pandakte is doorgaans bepaald dat het stemrecht overgaat op de pandhouder ingeval (i) sprake is van een *event of default* onder de financieringsdocumentatie en (ii) de pandhouder aan de pandgever en de vennootschap heeft medegedeeld dat hij vanaf dat moment het stemrecht zal uitoefenen. Het is daarbij van belang om in ogenschouw te nemen dat door het (voorwaardelijk) overgaan van het stemrecht op de aandelen mogelijk de fiscale eenheid wordt doorbroken en instemming van de Ondernemingsraad vereist is (voor zover ingesteld, art. 25 lid 1 sub a WOR).

47 De pandgever en pandhouder kunnen in de pandakte overeenkomen dat de pandgever/aandeelhouder bij voorbaat afziet van zijn vergaderrechten (vgl. G.Á.C. Orbán, 'Uitoefening van aan verpande aandelen verbonden stemrechten: *binnen of buiten vergadering?*', *WPNR* 2017/7160, p. 579-580).

48 Art. 2:238 lid 1 BW. De pandhouder zou kunnen verlangen dat de pandgever/aandeelhouder in de pandakte bij voorbaat instemt met de mogelijkheid dat de algemene vergadering in de toekomst besluiten buiten vergadering mag nemen (vgl. Orbán 2017, p. 580-581).

49 Art. 2:225 BW. Op grond van art. 2:219 BW zijn het bestuur en de raad van commissarissen in beginsel gerechtigd tot het bijeenroepen van een algemene vergadering. Bij de statuten kan deze bevoegdheid echter aan anderen worden verleend. Volgens verschillende auteurs vallen ook pandhouders met stemrecht hieronder (vgl. Orbán 2017, p. 578).

een pandrecht op aandelen over te gaan.⁵⁰ Een verzuim van andere aard (bijvoorbeeld een schending van informatieverplichtingen) zal niet volstaan om over te gaan tot uitwinning van een Nederlandsrechtelijk pandrecht.⁵¹ De financieringsdocumentatie voorziet daarom veelal in een mechanisme op grond waarvan de financiers het uitstaande bedrag onder de lening kunnen opeisen (*acceleration*) wanneer een niet-betalingsverzuim zich voordoet. Door opeising dient de pandgever het uitstaande bedrag onder de lening terug te betalen en de kans is aannemelijk dat de pandgever daartoe niet in staat is: er ontstaat (alsnog) een betalingsverzuim. Deze *events of defaults* en *acceleration events* zijn vaak een uitvloeisel van onderhandelingen in de aanloop naar het aangaan van de financieringsdocumentatie, waarbij (ook naar Nederlands recht) de contractsvrijheid als uitgangspunt geldt.

Een relevante vraag in dat verband is in hoeverre het vereist is dat het betalingsverzuim reeds op het moment van het indienen van het verzoekschrift moet zijn ingetreden. Als de pandhouder op voorhand (zeker) weet dat de pandgever op een bepaald moment in verzuim zal zijn met de voldoening van de geseceureerde verplichtingen (bijvoorbeeld omdat de pandgever heeft verklaard niet te zullen betalen), dan zou de pandhouder in onze optiek vóór het intreden van het betalingsverzuim het verzoekschrift kunnen indienen. Vereist is dan wel dat de pandhouder uiterlijk op de mondelinge behandeling kan aantonen dat het verzuim op dat moment (wel) is ingetreden. Wij menen dat art. 3:251 BW hiervoor ruimte biedt. Het tweede lid van dit artikel bepaalt uitdrukkelijk dat de pandgever en pandhouder een afwijkende wijze van verkoop kunnen overeenkomen als de pandhouder bevoegd is geworden tot verkoop over te gaan (dat wil zeggen: wanneer de schuldenaar in verzuim is). Dit vereiste komt niet terug in het eerste lid van dit artikel.⁵² In de praktijk zal de pandhouder zo min mogelijk risico willen nemen, maar wij kunnen ons voorstellen dat onder omstandigheden

behoefte kan bestaan om al voor het intreden van het verzuim het verzoekschrift in te dienen: als het water aan de lippen van de pandgever en zijn dochtermaatschappijen staat en wachten tot het betalingsverzuim daadwerkelijk intreedt niet mogelijk is om te voorkomen dat de groep kopje onder gaat.

3.4 De beoogde onderhandse verkoop genereert de maximale opbrengst van het onderpand

Hiervoor is reeds aan de orde gekomen dat als wettelijk uitgangspunt geldt dat de verkoop van verpande goederen (waaronder aandelen) door de pandhouder geschiedt door middel van een openbare verkoop. In de praktijk is echter gebleken dat een openbare verkoop doorgaans niet de meest geschikte verkoopwijze is voor een executieverkoop van aandelen in een besloten vennootschap. Niet in de minste plaats omdat er geen vrije markt bestaat voor aandelen in een besloten vennootschap. Bovendien zal een statutaire blokkeringsregeling dikwijls meebrengen dat een openbare verkoop niet mogelijk of zinvol is, of niet de optimale wijze van verkoop van aandelen is.⁵³ Voorts zal het voor de onderliggende vennootschap niet gewenst zijn dat vertrouwelijke informatie over de vennootschap openbaar beschikbaar zal worden gesteld in het kader van *due diligence*-onderzoek.

In aanvulling op voornoemde redenen oordeelden voorzieningenrechters in verschillende uitwinningprocedures ex art. 3:251 lid 1 BW dat in de situatie dat een besloten vennootschap onderdeel uitmaakt van een complexe structuur, de uitstaande schulden van de vennootschap hoger zijn dan de activa en/of voor de voortzetting van de vennootschap nieuwe financiering nodig is, niet realistisch kan worden verwacht dat een openbare verkoop zal leiden tot een behoorlijke of hogere opbrengst dan de opbrengst uit de beoogde onderhandse verkoop.⁵⁴ De voorzieningenrechter zal in dat verband op

50 Art. 3:248 jo. 3:227 BW. Partijen kunnen overeenkomen dat de pandhouder pas tot executie bevoegd is nadat de rechter het verzuim heeft vastgesteld (art. 3:248 lid 2 BW).

51 Art. 3:227 lid 1 BW stelt immers dat beperkte rechten strekken ter zekerheid van "voldoening van een geldsom". Het is die 'geldsom' waarvoor het pand tot waarborg strekt in de zin van art. 3:248 lid 1 BW.

52 De ratio van deze bepaling is gelegen in het feit dat pandhouder en pandgever bij het aangaan van de pandovereenkomst in een ongelijkwaardige positie ten opzichte van elkaar staan. Op dat moment is bescherming van de zwakkere pandgever gewenst (W.G. Huijgen, *T&C Burgerlijk Wetboek*, art. 3:251 BW, aant. 3). Die bescherming is echter bij art. 3:251 lid 1 BW niet nodig, omdat de vereiste 'stempel van de rechter' de geboden bescherming biedt.

53 Bethanie/Rabobank (ECLI:NL:HR:2018:429), r.o. 3.5.8.

54 Zie bijv.: Schoeller Arca-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848), r.o. 5.1; IHC-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:2681), r.o. 4.9; en HEMA-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 6.14.

eigen initiatief onderzoeken of met het verzochte alternatief de maximale opbrengst van het onderpand wordt bereikt.⁵⁵ Hij doet dit in het belang van de pandgever en de andere schuldeisers; de belangen van de vennootschap waarvan de aandelen worden verkocht zijn ondergeschikt aan de belangen van de pandhouder en andere schuldeisers bij een zo hoog mogelijke opbrengst.⁵⁶

Uit recente rechtspraak volgt dat voorzieningenrechters bij hun beoordeling van de vraag of met de beoogde verkoop de maximale opbrengst van het onderpand wordt bereikt een ‘*holistische benadering*’ voorstaan.⁵⁷ Dat wil zeggen dat het bod van de beoogde koper wordt gezien en beoordeeld in het licht van de *gehele* beoogde transactie of herstructurering die door de koper is aangeboden. In geval van een indirect ‘credit bid’, waarbij naast de betaling van een bedrag in contanten een toezegging wordt gedaan om ná de aandelenoverdracht een gedeelte van de uitstaande schuld te reduceren (zoals beschreven in paragraaf 1), betekent dit dat in de beoordeling van het bod niet slechts de contante betaling maar ook de toegezegde schuldreductie ná de aandelenoverdracht wordt betrokken (en eventuele andere voordelen die volgen uit de beoogde transactie/herstructurering).

In dit verband is de vraag relevant of een schuldreductie die ná de aandelenoverdracht plaatsvindt, kwalificeert als ‘executieopbrengst’.⁵⁸ Onderscheid kan worden gemaakt tussen enerzijds de opbrengst die door de waterval van art. 3:253 BW jo. art. 490b Rv loopt: het cash bedrag dat door de pandhouder/koper wordt betaald, en anderzijds de ‘vergoeding voor de aandelen’ (met andere woorden: de koopprijs) die ter goedkeuring aan de voorzieningenrechter wordt voorgelegd op grond van art. 3:251 lid 1 BW. Bij de ‘vergoeding voor de aandelen’ geldt dat deze kan bestaan uit zowel een contante vergoeding als een vergoeding in natura (bijvoorbeeld een

voorgestelde schuldreductie na de aandelenoverdracht). In gelijke zin oordeelde de voorzieningenrechter in *HEMA*:

“H.C. Deelnemingen I gaat er daarbij vanuit dat slechts een vergoeding in contanten als executieopbrengst kwalificeert. Daarin wordt zij niet gevolgd. Hiervoor is geen steun te vinden in de wet (artikel 3:251 lid 1 BW spreekt van een “afwijkende wijze van verkoop”) of in de rechtspraak. Ook het tweede component van het bod van NewCo – de verplichting van NewCo om de schuldenlast met € 300 miljoen te verlagen (door conversie van uitstaande Senior Secured Notes in aandelen/eigen vermogen) – moet worden meegenomen in de vergelijking.”⁵⁹

Bovenstaande benadering is in onze optiek gewenst. Partijen kunnen immers – op basis van de contractsvrijheid – overeenkomen op welke wijze een koopprijs wordt betaald: in contanten of in natura.⁶⁰ In dat licht bezien is het onnodig dat een beoogde koper het bedrag van een toegezegde schuldverlaging (eerst) in contanten zou moeten voldoen.⁶¹ In financiële herstructureringen waarin de financier/koper toezegt een deel van de schuld te zullen reduceren na de aandelenoverdracht, zal geen overschot beschikbaar komen voor de pandgever en/of andere beperkt gerechtigden dan wel beslagleggers (art. 3:253 BW jo. art. 490b Rv), waardoor een ‘kasrondje’ niet alleen onnodig, maar ook onpraktisch zou zijn.

In aanvulling op het voorgaande, zal de voorzieningenrechter in zijn beoordeling of het voorliggende bod de maximale opbrengst van het onderpand genereert, afwegen of een beter alternatief – onvoorwaardelijk en direct implementeerbaar (onderhands) – bod voorhanden is of op korte termijn valt te verwachten.⁶² Dat er op korte termijn geen zicht is op een beter bod, zal de

⁵⁵ Bethanie/Rabobank (ECLI:NL:HR:2018:429), r.o. 3.5.5.

⁵⁶ Schoeller Arca-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848), r.o. 4.2-4.3; IHC-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:2681), r.o. 4.7; en HEMA-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 6.5.

⁵⁷ Zie bijv. recent: Airopack-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2019:1637), r.o. 6.20-22; Lebara-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2019:6505), r.o. 5.3; IHC-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:2681), r.o. 4.8; en HEMA-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 6.9.

⁵⁸ Vgl. Van den Berg in zijn noot onder de IHC-beschikking (JOR 2020/217).

⁵⁹ HEMA-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 6.8-6.9.

⁶⁰ Steneker stelt in dit verband dat moet worden aangenomen dat ook kan worden geëxecuteerd door middel van ‘ruil’ (Steneker, *Pandrecht* (Mon. BW nr. B12a) 2012/43).

⁶¹ Vgl. Van den Berg in zijn noot onder de IHC-beschikking (JOR 2020/217, par. 10).

⁶² Vgl. Schoeller Arca-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848), r.o. 5.3-5.4.

pandhouder doorgaans onderbouwen door te laten zien dat (tevergeefs) de markt is ‘getest’, bijvoorbeeld door middel van het doorlopen van een M&A-traject.⁶³ Ingeval een alternatief (onderhands) bod is uitgebracht op de aandelen, zal de voorzieningenrechter beoordelen of met die bieding rekening moet worden gehouden, en zo ja, wat dat betekent voor het voorliggende verzoek.⁶⁴ De voorzieningenrechter zal hiertoe het alternatieve bod vergelijken met het bod van de beoogde koper. In deze vergelijking staat de voorzieningenrechter (wederom) een holistische benadering voor: niet alleen wordt beoordeeld of het alternatieve bod onvoorwaardelijk en direct implementeerbaar is, de resterende schuldenlast van de groep wordt ook in ogenschouw genomen.⁶⁵ Indien de resterende schuldenlast als gevolg van het alternatieve bod (veel) hoger zou zijn (of blijven) dan in het geval van de beoogde verkoop, dan kan dit meebrengen dat het voor de financier onaantrekkelijk is om de middelen ter financiering van de groep ter beschikking te blijven stellen. De financier behoeft daarnaast (in voorkomend geval) niet bereidwillig te zijn om een concurrent te financieren. In de rechtspraak is benadrukt dat dit zakelijke overwegingen zijn die een financier toekomen.⁶⁶ De voorzieningenrechter kan overigens geen toestemming verlenen voor de verkoop van de aandelen aan de alternatieve bidder, aangezien het alternatieve bod geen onderdeel uitmaakt van het verzoek van de pandhouder. Er zal in een dergelijk geval een nieuw verzoek moeten worden ingediend.

4. De prominente rol van waarderingsrapporten

Om aan te tonen dat de door de beoogde koper geboden koopprijs voor de verpande aandelen de maximale opbrengst genereert, zal de pandhouder doorgaans een waarderingsrapport van een deskundige overleggen waarin de waarde van de verpande aandelen wordt berekend en toegelicht. Het landelijk procesreglement schrijft voor dat bij een verzoekschrift ex art. 3:251 lid 1 BW moet worden overgelegd:

“een recent taxatierapport (niet ouder dan zes maanden) met betrekking tot de onderhandse verkoopwaarde en de executiewaarde van het pandrecht.”⁶⁷

Het procesreglement bevat geen (toelichting op de) vereisten waaraan het waarderingsrapport moet voldoen of welke informatie het waarderingsrapport moet bevatten. Een waarderingsrapport kan gevoelige, niet-openbare bedrijfsinformatie over de vennootschap bevatten die vertrouwelijk van aard is. In dat geval zal de pandhouder een balans trachten te zoeken tussen enerzijds het belang van transparantie in de art. 3:251 lid 1 BW-procedure en anderzijds het belang van het borgen van de vertrouwelijkheid van die informatie. Een zorgvuldige afweging die recht doet aan deze belangen kan een pandhouder doen besluiten om slechts bepaalde delen van het waarderingsrapport in het geding te brengen. Daarnaast zou de pandhouder de voorzieningenrechter kunnen verzoeken tot het toepassen van een drietrapsregeling op een wijze zoals bepaald in art. 28 lid 1 sub b Rv (verbod om aan derden mededelingen te doen over de vertrouwelijke informatie), art. 27 Rv (deel van de zitting achter gesloten deuren) en art. 29 lid 4 Rv (geen citaten of verwijzingen naar de vertrouwelijke informatie in de beschikking), zoals de voorzieningenrechter onlangs bijvoorbeeld in *HEMA* heeft toegepast.⁶⁸

Het procesreglement licht ook niet toe hoe de ‘onderhandse verkoopwaarde’ of de ‘executiewaarde’ moet worden berekend. Bij waarderungen wordt vaak een bandbreedte van de ondernemingswaarde (*enterprise value*) op een bepaalde datum als uitgangspunt genomen. Die ondernemingswaarde wordt vervolgens omgerekend naar de aandelenwaarde (*equity value*) door, kort gezegd, de schulden van de ondernemingswaarde af te trekken en de liquide middelen erbij op te tellen.

⁶³ Het opstarten van een M&A-traject dan wel het aantonen dat de markt is ‘getest’ is geen wettelijk vereiste.

⁶⁴ Vgl. *HEMA-beschikking* (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 6.6.

⁶⁵ Vgl. *HEMA-beschikking* (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 6.10-6.11.

⁶⁶ Vgl. *Schoeller Arca-beschikking* (ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848), r.o. 4.12.

⁶⁷ Art. 2.3.5 Landelijk procesreglement verzoekschriftprocedures rechtbank handel/voorzieningenrechter. Naast een recent taxatierapport schrijft het landelijk procesreglement overlegging van een kopie van de pandakte waarbij het pandrecht is gevestigd voor.

⁶⁸ *HEMA-beschikking* (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 5.2. Zie ook: Hof Arnhem-Leeuwarden 18 mei 2016, ECLI:NL:GHARL:2016:5499.

De bandbreedte van de ondernemingswaarde kan worden vastgesteld op basis van de *'going concern'*-waarde of op basis van de *'liquidation value'*.⁶⁹ *'Going concern'* betekent dat inzicht wordt gegeven in de waarde van de vennootschap (en de dochtermaatschappijen) indien deze in de huidige vorm wordt overgedragen en vervolgens wordt voortgezet. Dit wordt veelal berekend zonder inachtneming van de liquide middelen en de totale schulden (*'on a cash and debt-free basis'*).⁷⁰ De *'liquidation value'* geeft inzicht in de opbrengst die naar verwachting gerealiseerd wordt bij een vereffening van het vermogen van de vennootschap in geval van beëindiging van haar activiteiten. Indien de beoogde onderhandse verkoop onderdeel uitmaakt van een financiële herstructurering zou in onze optiek in beginsel de *'going concern'*-waarde als uitgangspunt moeten worden genomen: het doel van de herstructurering is immers dat de groep weer financieel gezond wordt en als zodanig wordt voortgezet.

Indien een belanghebbende meent dat het bod dat voorligt niet reëel is in het licht van de waardering van de (aandelen van de) vennootschap, dan ligt het op de weg van die belanghebbende om de waardering gemotiveerd te betwisten en/of een alternatief waarderingsrapport (tegenwaardering) in het geding te brengen.⁷¹ Daarbij geldt overigens steeds dat de voorzieningenrechter waarderingsrapporten weliswaar als maatstaf kan gebruiken voor het oordeel over het voorliggende bod, maar dat hij vrij blijft in zijn beoordeling.⁷²

Niet alleen onderbouwt een waarderingsrapport dat de geboden koopprijs (al dan niet) de maximale opbrengst voor de aandelen genereert, een waarderingsrapport geeft ook inzicht in de vraag of de uitstaande schuld van de groep al dan niet wordt *'gedekt'* door de (bandbreedte van de) ondernemingswaarde. Door de ondernemingswaarde, zoals berekend in het waarderingsrapport, af te zetten tegen de huidige schuldenlast van de vennootschap kan

worden afgeleid waar de waarde van de vennootschap *'breekt'* en dus welke schuldeisers (gedeeltelijk) *'in the money'* zijn en welke schuldeisers *'out of the money'* zijn. De (gedeeltelijk) *'in the money'*-schuldeisers zijn de schuldeisers die het grootste risico lopen bij een (verdere) verslechtering van (de ondernemingswaarde van) de vennootschap. Deze groep schuldeisers zal het *de facto* voor het zeggen hebben bij de (financiële herstructurering van de) groep (vgl. paragraaf 1). De volledig *'out of the money'*-schuldeisers kunnen geen betaling meer verwachten op hun uitstaande vordering. Voor hen ontbreekt in zoverre belang bij de uitkomst van de art. 3:251 lid 1 BW-procedure (vgl. paragraaf 2.2).

Uit het voorgaande volgt dat waarderingsrapporten in uitwinningsszaken een belangrijke rol vervullen.⁷³ Onze verwachting is dat die rol in de toekomst steeds prominenter wordt, gelet op de inwerkingtreding van de WHOA per 1 januari 2021. De WHOA maakt het, kort gezegd, mogelijk voor een vennootschap/schuldenaar om buiten een faillissement of surseance van betaling een akkoord aan te bieden aan haar schuldeisers en aandeelhouders. De rechtbank kan het betreffende akkoord onder omstandigheden verbindend verklaren voor alle schuldeisers en aandeelhouders, waaronder de schuldeisers en aandeelhouders die niet hebben ingestemd met een dergelijk akkoord (de zogenaamde *'cram down'*). De rechtbank kan een verzoek tot homologatie afwijzen indien, kort gezegd, het akkoord een herstructureringsplan omvat dat niet *eerlijk* is en het akkoord daarom onredelijk is. Een herstructureringsplan is bijvoorbeeld *oneerlijk* als de reorganisatiewaarde die met het akkoord behouden kan blijven of gerealiseerd kan worden niet overeenkomstig de wettelijke of contractuele rangorde onder de schuldeisers en aandeelhouders wordt verdeeld.⁷⁴

69 Vgl. Schoeller Arca-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848), r.o. 2.10; Airopack-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2019:1637), r.o. 6.15; Lebara-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2019:6505), r.o. 3.4 en 5.4.

70 Vgl. HR 17 april 2020, ECLI:NL:HR:2020:753, *JOR* 2020/162, m.nt. P.R.W. Schaink (*Heiploeg*), r.o. 3.5.2.

71 Zie bijv.: Lebara-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2019:6505), r.o. 4.3; HEMA-beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2020:4523), r.o. 6.13.

72 Steneker, *Pandrecht (Mon. BW nr. B12a)* 2012/43.

73 Ook buiten uitwinningsszaken spelen waarderingsrapporten een belangrijke rol: bijvoorbeeld in het kader van de aanbiedingsregeling (art. 2:195 lid 1 BW) of een uitkoopprocedure (art. 2:201a BW). Ook in een faillissement kunnen waarderingsvraagstukken een rol spelen (zie hieromtrent recent J.J. van Hees, 'Uitwinning van zekerheidsrechten in vrijheid', *MvV* 2020, 7/8, par. 3).

74 Tenzij voor die afwijking een redelijke grond bestaat en de genoemde schuldeisers of aandeelhouders daardoor niet in hun belang worden geschaad (art. 384 lid 4 sub b Fw). *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3 (MvT), p. 17.

Dit klinkt als een vanzelfsprekend vereiste, maar dit vereist wel dat inzichtelijk wordt gemaakt wat de hoogte van die reorganisatiewaarde is.⁷⁵ Hoewel de wetgever er uitdrukkelijk voor heeft gekozen om de schuldenaar geen verplichting op te leggen om een waarderingsrapport te overleggen,⁷⁶ verwachten wij dat dergelijke rapporten een belangrijke rol gaan vervullen in WHOA-procedures. Niet alleen bij vragen omtrent de 'eerlijkheid' en 'redelijkheid' van het akkoord en het herstructureringsplan, maar ook om te toetsen of de homologatie van het akkoord niet kan worden geweigerd op andere gronden.⁷⁷ In de memorie van toelichting bij het wetsontwerp wordt er bovendien op gehint dat het 'voordelen kan hebben wanneer er al een waarderingsrapport beschikbaar is'.⁷⁸

Hoewel uitwinning van een pandrecht op aandelen veelal geldt als een *ultimum remedium*, is het een nuttig gereedschap voor de pandhouder om de maximale opbrengst van zijn onderpand te realiseren. Met het oog op de huidige coronapandemie is onze verwachting dat dit herstructureringsinstrument steeds vaker zal worden gebruikt.

mr. R.R. Menasalvas Garrones & mr. K. de Bruijn

5. Tot besluit

Het bovenstaande is slechts een greep uit de onderwerpen die in de praktijk een belangrijke rol spelen bij een uitwinning van een pandrecht op aandelen door middel van een onderhandse verkoop.⁷⁹ Het belanghebbendenvraagstuk, de beoordeling van de vraag of met de beoogde verkoop de maximale opbrengst wordt gerealiseerd, de weging van een alternatief bod en de inhoud van het waarderingsrapport zijn thema's die steeds verder worden uitgekristalliseerd in de jurisprudentie. Dit biedt concrete handvatten voor de praktijk.

⁷⁵ Vgl. art. 375 lid 1 sub e Fw.

⁷⁶ *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3 (MvT), p. 51.

⁷⁷ Bijv. als niet is voldaan aan de '*no creditor worse-off rule*', vgl. art. 384 lid 3 Fw; en *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3 (MvT), p. 65.

⁷⁸ *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3 (MvT), p. 51.

⁷⁹ Onbesproken zijn bijvoorbeeld (overige) fiscale afwegingen, zoals het meenemen van verrekenbare verliezen.

Disclaimer

Hoewel deze publicatie met grote zorgvuldigheid is samengesteld, aanvaarden Loyens & Loeff N.V. en alle andere entiteiten, samenwerkingsverbanden, personen en praktijken die handelen onder de naam 'Loyens & Loeff', geen enkele aansprakelijkheid voor de gevolgen van het gebruik van de informatie uit deze uitgave zonder hun medewerking. De aangeboden informatie is bedoeld ter algemene informatie en kan niet worden beschouwd als advies.