

412. Opbrengstmaximalisatie bij de openbare verkoop van verpande aandelen

MR. J.P.H. DE KORTE¹

De uitwinning van een pandrecht op aandelen is summier geregeld in de wet. De executie dient naar omstandigheden zo veel mogelijk op te brengen. De initiatiefnemer (de pandhouder) heeft echter soms geen belang bij opbrengstmaximalisatie. Gezien de eigen belangen van de pandhouder is onvoldoende gewaarborgd dat deze steeds de beste verkoopstrategie volgt, zowel wat betreft aantal te verkopen aandelen als de wijze van verkoop daarvan. Bij verkoop van verpande aandelen door middel van openbare veiling is geen sprake van rechterlijk toezicht, waardoor opbrengstmaximalisatie daarbij sterk afhankelijk kan zijn van de oplettendheid en proactiviteit van de betrokken deurwaarder of notaris.

De executiebevoegdheid, aanzegging van de losprijs en hoofdvormen van uitwinning

Voor dat de pandhouder tot uitwinning van een pandrecht op aandelen kan overgaan, dient de schuldenaar in verzuim te zijn met het voldoen van de vordering ter verzekering waarvan het pandrecht is gevestigd (art. 3:248 BW). Daarnaast dient de pandhouder – tenzij dit is uitgesloten of in redelijkheid niet haalbaar is – de plaats, tijd en wijze van verkoop schriftelijk aan te zeggen aan de schuldenaar (indien een ander dan de pandgever), de pandgever en eventuele beperkt gerechtigden en beslagleggers (art. 3:249 BW). In de aanzegging dient verder meegedeeld te worden tegen betaling van welk bedrag de pandhouder bereid is af te zien van het pandrecht (de zogenaamde losprijs) (art. 3:249 BW). De aanzegging dient in principe ten minste drie kalenderdagen voorafgaand aan de verkoop plaats te vinden (art. 3:249 lid 1 BW).

Er bestaan drie hoofdvormen van uitwinning van een pandrecht op aandelen: de onderhandse verkoop zonder rechterlijke tussenkomst (art. 3:251 lid 2 BW), de onderhandse verkoop met rechterlijke goedkeuring (art. 3:251 lid 1 BW) en de openbare verkoop (art. 3:250 BW).

De onderhandse verkoop

Voor de onderhandse verkoop zonder rechterlijke

tussenkomst (art. 3:251 lid 2 BW) geldt dat de overeenkomst tussen pandgever en pandhouder tot onderhandse verkoop niet eerder geldig tot stand kan komen dan nadat de pandhouder tot executie bevoegd is geworden. Die overeenkomst kan inhouden dat de pandhouder of de pandgever zelf de executieverkoop uitvoert.² Voor deze wijze van executieverkoop dient ook de medewerking verkregen te worden van eventueel beperkt gerechtigden of beslagleggers.

Op grond van art. 3:251 lid 1 BW kan de pandhouder of de pandgever aan de rechter goedkeuring vragen voor uitwinning door middel van onderhandse verkoop aan de pandhouder zelf of aan een derde. Het wordt algemeen aangenomen dat de voorzieningenrechter in deze procedure in ieder geval moet nagaan of de gevraagde onderhandse verkoop in de gegeven omstandigheden tot opbrengstmaximalisatie leidt.³ Daarbij wordt in de praktijk niet zozeer onderzocht of het gerechtvaardigd is om af te zien van een openbare veiling vanwege de daarmee gepaard gaande kosten, maar veeleer bekeken of het aannemelijk is dat in de omstandigheden van het geval bij een openbare aanbidding een hogere verkoopprijs behaald kan worden dan bij de

¹ Voor de totstandkoming van deze publicatie is de auteur dank verschuldigd aan mr. S.N.J. Putter.

² HR 14 februari 2014, *NJB* 2014/420 (Feenstra/ING) en HR 25 februari 2011, *NJB* 2011/529 (ING/Hielkema).

³ Rb. Amsterdam 10 september 2009, «JOR» 2009/340, m.nt. N.S.G.J. Vermunt (Schoeller Arca); Hof Amsterdam 23 februari 2012, «JBPR» 2012/45, m.nt. G.C. van Daal; Rb. Utrecht, 30 maart 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BW0487 (Selexyz); HR 24 april 2015, *NJ* 2016, 47, m.nt. V.P.G. de Serière; Van Brunschot, O.R., 'Executie van verpande aandelen', *FIP* 2009, nr. 8; De Bont, J., 'Uitwinnen van zekerheden', *TOP* 2012, nr. 2.

goed te keuren (niet openbare) onderhandse verkoop.⁴ Zo kan er verwacht worden dat een openbare veiling minder zal opbrengen dan een onderhandse verkoop indien in dat laatste geval de pandgever bereid is om garanties af te geven aan de koper of de vennootschap waarvan de aandelen zijn verpand, bereid is onder bepaalde voorwaarden een boekenonderzoek door een beperkt aantal gegadigden toe te laten. Ook wanneer een vordering op een vennootschap is verzekerd door een pandrecht op aandelen in die vennootschap (derdenzekerheid), kan bekendmaking van het verzuim van de vennootschap door middel van een openbare veiling tot gevolg hebben dat de waarde van het onderpand wordt verminderd (bijvoorbeeld omdat leveranties aan de vennootschap worden stopgezet) – en kan daarom een onderhandse verkoop in relatieve stilte een hogere opbrengstverwachting hebben.

Wanneer de voorzieningenrechter tijdens de procedure ter goedkeuring van een onderhandse verkoop een concreet hoger bod bereikt, kan dat voor de voorzieningenrechter een grond vormen om het oorspronkelijke verzoek af te wijzen.⁵ Terwijl de voorzieningenrechter in de procedure voor executie van een hypotheekrecht in bepaalde gevallen mag bepalen dat de verkoop dan conform een later ingekomen hoger bod wordt uitgevoerd (art. 3:268 lid 2 BW), nemen meerdere auteurs aan dat de voorzieningenrechter die mogelijkheid niet heeft bij de executie van een pandrecht op aandelen.⁶ Ook vinden sommigen dat de voorzieningenrechter zich niet als een soort veilingmeester kan opstellen.⁷ In het algemeen lijkt het er daarom op dat indien het op basis van concrete hogere biedingen aannemelijk is dat de opbrengst niet wordt gemaximaliseerd met de ter goedkeuring voorgelegde onderhandse verkoop, de voorzieningenrechter geen biedingsstrijd in de rechtszaal zal toestaan maar partijen zal verwijzen naar een openbare veiling.

De openbare verkoop ex art. 3:250 BW

De derde en belangrijkste wijze van uitwinning van een pandrecht op aandelen is de verkoop door middel van openbare veiling (art. 3:250 BW). Hiervoor is geen rechterlijke tussenkomst vereist. Dit wordt gezien als de

belangrijkste wijze van executie op grond van de gedachte dat een verkoop in het openbaar de hoogste prijs oplevert. Op de veiling mag de pandhouder de aandelen zelf kopen (art. 3:250 lid 3 BW). Indien de verpande aandelen op de beurs verhandelbaar zijn, kan de verkoop daar met een commissionair plaatsvinden (art. 3:250 lid 2 BW).

De wet bepaalt verder niet hoe de openbare veiling van

Sommigen vinden dat de voorzieningenrechter zich niet als een soort veilingmeester kan opstellen

niet-beursgenoteerde aandelen dient plaats te vinden, behalve dat deze uitgevoerd dient te worden ten overstaan van een notaris of deurwaarder (Wet ambtelijk toezicht bij openbare verkopen) 'naar de plaatselijke gewoonten en op de gebruikelijke voorwaarden' (art. 3:250 lid 1 BW). Er is in de literatuur gesuggereerd dat daarvoor aansluiting gezocht zou moeten worden bij de voorschriften voor verkoop van *roerende zaken* op basis van *executoriaal beslag*,⁸ op grond waarvan de verkoop ten overstaan van een deurwaarder zou moeten plaatsvinden (art. 463 Rv) en vier kalenderdagen voorafgaand aan de veiling aangekondigd zou moeten worden in een plaatselijke krant (art. 466 Rv) en daarnaast bekendgemaakt zou moeten worden met aanplakbiljetten op de plaats waar de te verkopen zaken zich bevinden en waar de verkoop zal plaatsvinden (art. 464 Rv). Uit de jurisprudentie blijkt echter dat er in de praktijk vaak meer verwacht wordt. Anderen hebben aangedrongen op analoge toepassing van de regels voor uitwinning van *aandelen* op basis van *executoriaal beslag* (art. 474g Rv),⁹ op grond waarvan rechterlijke toetsing voorafgaand aan verkoop zou zijn gewaarborgd.

De volgende twee uitspraken illustreren wat naar omstandigheden een te korte termijn is geacht. In de zaak Skillpack oordeelde de voorzieningenrechter Breda al in 1994 dat een openbare verkoop van aandelen in een relatief kleine Nederlandse onderneming naar omstandigheden niet op een termijn van vier kalenderdagen kon plaatsvinden, omdat door die termijn 'eventuele gegadigden onvoldoende tijd wordt gelaten om te onderzoeken of, en zo ja tot welk bedrag, zij eventueel willen bieden'.¹⁰ In de zaak Svyaznoy oordeelde de voorzieningenrechter Amsterdam meer recent dat de openbare verkoop van een 15%-belang met een waarde van ten minste € 20 miljoen in een in Amsterdam gevestigde naamloze vennootschap (eigenaar van een Russische telecom-winkelketen) niet op een termijn van slechts zes kalenderdagen (vier werkdagen) kon plaatsvinden.¹¹

Wat betreft de publiciteit die aan de aankondiging van de

4 Ook kan hierbij (uitsluiting van) een statutaire blokkeringsregeling een rol spelen. Zie daarover onder meer Maclaine Pont, E.C. en R.J.E. Zwaan, 'Executie van pandrecht op aandelen zonder verplichte blokkeringsregeling: vrij baan voor verkoop van aandelen?', *Ondernemingsrecht* 2013, nr. 12.

5 Voor voorbeelden van onvoldoende concrete biedingen zie Rb. Amsterdam 10 september 2009, «JOR» 2009/340, m.nt. N.S.G.J. Vermunt (Schoeller Arca) en Rb. Utrecht, 30 maart 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BW0487 (Selexyz).

6 Van Brunschot, O.R., 'Executie van verpande aandelen', *FIP* 2009, nr. 8; De Bont, J., 'Uitwinnen van zekerheden', *TOP* 2012, nr. 12.

7 Zie in dat verband onder meer Kuhlmann, J.M.H., 'Veiling in de rechtszaal?', *JBN* 1993, nr. 27; Stein, P.A., *GS Vermogensrecht*, art. 3:268 BW, aant. 5.3.15 onder e; Snijders/Rank-Berenschot, *Goederenrecht*, aant. 516; en Hof Amsterdam 30 januari 2003, *NJ* 2004, 430. Een veiling door de rechter (zonder toezicht van een notaris of deurwaarder) lijkt op gespannen voet te staan met de Wet ambtelijk toezicht bij openbare verkopen.

8 Stein, P.A., *GS Vermogensrecht*, art. 3:250 BW, aant. 4.

9 Zie de noot van I. van Gasteren bij Rb. Amsterdam 30 januari 2015, «JOR» 2015/158 (Svyaznoy).

10 Rb. Breda, 15 november 1994, *KG* 1995/21.

11 Rb. Amsterdam 30 januari 2015, «JOR» 2015/158 (r.o. 4.10), m.nt. I. van Gasteren. De auteur stond de eiser bij.

openbare veiling gegeven dient te worden, werd in dezelfde Svyaznoy-zaak geoordeeld dat aankondiging op bepaalde plakzuilen in Amsterdam en met een eenmalige advertentie van een kwart pagina in *het Parool* en in *het Financieele Dagblad* naar omstandigheden onvoldoende was 'om die mate van belangstelling die naar verwachting tot een maximale opbrengst leidt, op te roepen'.¹² De tuchtkamer heeft met betrekking tot een identieke veiling van Svyaznoy-aandelen geoordeeld dat de notaris zodoende 'bewust voor lief [heeft] genomen, dat belanghebbenden en andere geïnteresseerden niet zouden worden bereikt en van de veiling onkundig bleven, waardoor geen enkele waarborg bestond dat de hoogst mogelijke veilingopbrengst zou worden gerealiseerd, zulks ook ten detrimente van beslagleggers en andere crediteuren'.¹³ In de zaak waarbij aandelen in

De gevraagde goedkeuring voor verkoop kan alleen gegeven worden wanneer de executiebevoegdheid 'onomstotelijk' kan worden vastgesteld

Yukos Finance na executoriaal beslag openbaar verkocht dienden te worden, oordeelde de Rechtbank Amsterdam eerder dat de veiling aangekondigd diende te worden in een advertentie van een hele pagina in tenminste één dagblad in acht landen, waaronder Rusland, de Verenigde Staten, Nederland en China.¹⁴ Overigens werd daarbij ook bepaald dat de advertentie de veilingvoorwaarden of de vindplaats daarvan diende te bevatten. Op grond van de plicht om opbrengstmaximalisatie na te streven kan het volgens mij in de meeste gevallen ook gepast zijn om de verkoop aan te kondigen en om de veiling uit te voeren via internet (net als sinds 1 januari 2015 voor de executieveiling van onroerende zaken geldt).

Een terugkerend probleem vormt het feit dat de pandhouder (en ook de pandgever) vaak niet beschikt over alle informatie die van belang is voor een actuele waardering van de te verkopen aandelen, hetgeen de verkoopprijs kan drukken. In dat verband is van belang dat in de Yukos Finance-zaak is bepaald dat de pandgever 'op grond van haar informatieplicht als geëxecuteerde' de haar bekende informatie omtrent de waarde van de te executeren aandelen aan de notaris diende te verschaffen zodat de notaris deze informatie aan gegadigden ter beschikking zou kunnen stellen.¹⁵

De rol van de deurwaarder en notaris bij openbare veiling

Juist omdat bij openbare veiling ex art. 3:250 BW de voorafgaande rechterlijke toets in principe ontbreekt, rust er een belangrijke toezichthoudende taak op de betrokken deurwaarder of notaris. Volgens mij dient deze toezichthoudende ambtenaar in ieder geval te toetsen (i) of er een executiebevoegdheid in de zin van art. 3:248 BW bestaat en of de executie en losprijs zijn aangezegd conform art. 3:249 BW, en (ii) of sprake is van een daadwerkelijk openbare veiling waarbij opbrengstmaximalisatie wordt nagestreefd.

Wat betreft de toets of aan de voorwaarden van art. 3:248 BW (executiebevoegdheid) en art. 3:249 BW (executieaanzegging) is voldaan, geldt weliswaar dat de pandhouder dient in te staan voor het bestaan van een recht op parate executie maar kan uit de jurisprudentie worden afgeleid dat ook hier een taak voor de toezichthouder ligt. In een zaak waarbij ex art. 3:251 lid 1 BW rechterlijke goedkeuring werd verzocht voor een alternatieve wijze van verkoop heeft de rechter zich vrij geacht om niet alleen de wijze van verkoop te beoordelen maar om de voorvraag, of er executiebevoegdheid bestond, te beantwoorden.¹⁶ In die zaak oordeelde de rechter dat de gevraagde goedkeuring voor verkoop alleen gegeven kan worden wanneer de executiebevoegdheid 'onomstotelijk' kan worden vastgesteld. Op grond daarvan kan betoogd worden dat eenzelfde toets verwacht kan worden van de deurwaarder of notaris in geval van executie buiten de rechter om. Alleen al daarmee staat de toezichthouder soms al snel voor een vraag die niet op basis van eigen deskundigheid beantwoord kan worden, bijvoorbeeld wanneer de vraag of sprake is van verzuim in de zin van art. 3:248 BW beantwoord dient te worden naar buitenlands recht.

Wat betreft het toezicht op de uitvoering van een openbare veiling het volgende. Wil er daadwerkelijk sprake zijn van een openbare veiling, dan is vereist dat zo veel mogelijk potentieel geïnteresseerden op de hoogte raken van de voorgenomen verkoop en zij bovendien voldoende gelegenheid krijgen om zich te verdiepen in de onderliggende onderneming en de waarde van het te koop aangeboden aandelenpakket, om juridisch advies in te winnen over het Nederlandse recht en de veilingvoorwaarden en om eventueel noodzakelijke financiering, goedkeuring (zowel intern, zoals van aandeelhouders, als extern, zoals van mededingingsautoriteiten) en volmacht voor een bod te organiseren. Het zal per geval verschillen hoeveel (nationale en/of internationale) publiciteit en welke termijnen daarbij gepast zijn.

De notaris of deurwaarder zal bovendien extra alert moeten zijn wanneer de te verwachten opbrengst van de veiling hoger zal zijn dan het totaal van de vordering

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

13 Kamer voor het Notariaat Amsterdam 2 juni 2016, ECLI:NL:TNORAMS:2016:16. De auteur stond de klager bij.

14 Rb. Amsterdam 20 december 2007, ECLI:NL:RBAMS:2007:BC0837.

15 Rb. Amsterdam 20 december 2007, ECLI:NL:RBAMS:2007:BC0837 (r.o. 10). In vergelijkbare zin Rb. Amsterdam 24 november 2011, «JOR» 2013/114, m.nt. G.C. Van Daal, en Rb. Overijssel 26 april 2016, niet gepubliceerd (Thrinon/Asbel).

16 Rb. Rotterdam 17 november 2014, «JOR» 2015/157, m.nt. N.B. Pannevis.

die door het pandrecht is verzekerd en de kosten van de executie. In principe interesseert het de pandhouder immers niet of enige meerwaarde wordt gerealiseerd. Indien de pandhouder zelf het hoogste of enige bod uitbrengt, is er ook reden tot verhoogde oplettendheid van de toezichthouder voordat tot gunning wordt overgegaan. Dat kan er immers op wijzen dat de pandhouder onvoldoende publiciteit of te korte termijnen voor de veiling heeft gehanteerd en er juist op uit is om de aandelen tegen een zo laag mogelijke prijs te verwerven. De betrokken deurwaarder of notaris zal zich ook moeten verdiepen in de vraag waarom de pandhouder een bepaald aantal verpande aandelen wil doen verkopen. Enerzijds dient de executie proportioneel te zijn, op grond waarvan de pandhouder ervoor kan moeten kiezen om minder dan het gehele onderpand te executeren.¹⁷ Maar ook hier kunnen de eigen (beperkte) belangen van de pandhouder niet overeenkomen met het algemene belang van opbrengstmaximalisatie. Stel dat de aandelen in vennootschap X gehouden worden door A (75%) en B (25%) en dat 51% van de aandelen door A is verpand aan C. Wanneer C als gevolg van samenspanning met B – in plaats van een veiling van 51% in één keer – eerst een veiling van 26% van de aandelen organiseert en pas na voltooiing daarvan een tweede veiling uitschrijft voor de resterende 25% wordt de meerwaarde van A's controlerende belang niet gerealiseerd. In deze casus kan het belang van 26% op de eerste veiling worden verworven door C voor een prijs per aandeel die niet reflecteert dat (de samenspannende) B en C daarmee gezamenlijk de controle verkrijgen. In deze casus zal de opbrengst per aandeel wel worden gemaximaliseerd door één veiling van (maximaal) 51% uit te schrijven.

Toch een rechterlijke toets voorafgaand aan openbare verkoop?

Het hangt (zeker in een internationaal geval) al snel van meerdere omstandigheden af wie 'onomstotelijk' kwalificeert als executiebevoegde pandhouder en wat in het gegeven geval de optimale wijze van verkoop inhoudt. Die complexiteit zal veelal de deskundigheid van de deurwaarder of notaris te buiten gaan. Van belang is ook dat de notaris of deurwaarder de betrokkenen niet kan dwingen om informatie af te geven die relevant is voor de bepaling van de waarde van de aandelen.

De deurwaarder of notaris die door de pandhouder wordt geïnstrueerd om verpande aandelen door middel van een openbare veiling te verkopen zal volgens mij altijd een gang naar de voorzieningenrechter kunnen afdwingen indien het gerechtvaardigde vermoeden bestaat dat er geen recht van parate executie bestaat of dat de wijze waarop de veiling door de pandhouder is georganiseerd niet tot opbrengstmaximalisatie zal leiden. Daartoe kan de deurwaarder of notaris zijn of haar ministerie weigeren (waardoor de

pandhouder geen andere weg dan het kort geding wordt gelaten)¹⁸ of zelf een kort geding starten.¹⁹

In een klachtprocedure tegen notarissen die (al dan niet terecht) gehandeld hadden in opdracht van de buitenlandse curator van Yukos Oil heeft het Hof Amsterdam geoordeeld dat sprake was van een situatie waarbij de notaris in redelijkheid niet in staat was om op basis van eigen deskundigheid een afweging te maken.²⁰ Daarbij mocht de notaris volgens de tuchtrechter ook niet afgaan op een *legal opinion* over Russisch recht van de Russische advocaat van de curator. In een dergelijke situatie ligt het volgens het hof – op grond van vaste jurisprudentie van de tuchtrechter – het meest voor de hand dat de notaris zelf een kort geding uitlokt waarin de notaris tot het verrichten van de gevraagde diensten wordt veroordeeld. Het hof heeft daarbij uitdrukkelijk overwogen dat de notaris niet kan volstaan met het aansporen van de bezwaarmakende partij tot het vragen van een rechterlijk verbod in kort geding tegen de notaris, maar dat de notaris zelf een rechterlijk gebod in kort geding dient te vragen en ondertussen geen uitvoering mag geven aan de door de andere partij gevraagde handeling. Dat de uitvoering van de gevraagde ambtshandeling daardoor vertraagd wordt, kan daar volgens het hof niets aan afdoen. Kortom, bij gerechtvaardigde twijfel moeten de deurwaarder en notaris hun ministerie weigeren en bewerkstelligen dat er alsnog een rechterlijke toets plaatsvindt voordat de verpande aandelen kunnen worden verkocht.

Indien de executerende pandhouder zich niet of onvoldoende heeft ingespannen om de opbrengst te maximaliseren, loopt deze weliswaar het risico om later in procedures aansprakelijk gehouden te worden maar de executant kan tegen die tijd al geen verhaal meer bieden en

De notaris heeft bewust voor lief genomen dat belanghebbenden en andere geïnteresseerden niet zouden worden bereikt en van de veiling onkundig bleven

dat doet dan sowieso niets af aan het verlies van eigendom van de aandelen door de pandgever. De veiling zou volgens mij in dat geval juist ongedaan gemaakt moeten kunnen worden, bijvoorbeeld door nietigverklaring wegens strijd met de openbare orde (art. 3:40 BW). Indien de verkoop niet ongedaan gemaakt zou kunnen worden, lopen de deurwaarder en notaris natuurlijk ook het risico om aansprakelijk gehouden te worden voor de schade die de geëxecuteerde en diens overige schuldeisers hebben geleden

¹⁸ Zie art. 11 en 34 Gerechtsdeurwaarderswet en art. 21 Wet op het notarisambt.

¹⁹ Art. 254 Rv, maar zie specifiek voor de deurwaarder ook de renvooiprocedure van art. 438 lid 4 Rv.

²⁰ Hof Amsterdam 10 mei 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ5599.

¹⁷ Zie voor een voorbeeld daarvan Rb. Amsterdam 24 november 2011, «JOR» 2013/114, m.nt. G.C. Van Daal.

door verkoop tegen een lagere prijs dan de executiewaarde. Dat vormt reden te meer om de verkoop vooraf door de voorzieningenrechter te laten afzeggen.

Conclusie

Er wordt in de huidige regeling van de uitwinning van verpande aandelen door middel van openbare verkoop (te) veel verwacht van de toezichhoudende notaris en deurwaarder. Zij zullen het vrijwel nooit helemaal goed doen volgens alle belanghebbenden en zij doen er daarom verstandig aan om bij gerede twijfel zelf een kort geding te

starten zodat de voorzieningenrechter kan bepalen of en, zo ja, hoe de verkoop dient plaats te vinden. Het zou nog beter zijn wanneer voor de uitwinning van een pandrecht op aandelen door middel van openbare verkoop – net als voor de uitwinning van aandelen op basis van executoriaal beslag (art. 474g Rv) – voorafgaand rechterlijk verlof wettelijk vereist zou worden.

Over de auteur

Mr. Jurjen de Korte is advocaat bij Eversheds BV te Amsterdam.