

Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het inroepen van een bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap

Memorie van toelichting

1. Doel en aanleiding

Nederland kent een open economie, een open kapitaalmarkt en een flexibel vennootschapsrecht. Nederlandse beursvennootschappen kenmerken zich door het zogenaamde Rijnlandse model, waarin langetermijnwaardcreatie centraal staat en belangen van betrokkenen (“stakeholders”) bij de onderneming worden meegewogen. Bij bemoeienis van bepaalde, op korte termijn gerichte aandeelhouders met het beleid van een onderneming, al dan niet in de context van een dreigende (vijandige) overname, kan een ordentelijk proces, waarbij een zorgvuldige afweging van de effecten op de onderneming inclusief de effecten op stakeholders centraal staat, onder druk komen te staan. Er bestaat in die gevallen een reëel risico dat de kortetermijnbelangen gaan overheersen en niet alle effecten van mogelijke acties goed doordacht zijn.

Het wetsvoorstel strekt er toe het bestuur van een beursvennootschap meer tijd en rust te gunnen voor de inventarisatie en weging van belangen van de onderneming en haar stakeholders, voor een zorgvuldige beleidsbepaling. Mede gelet op de complexiteit van dergelijke vraagstukken heeft het bestuur voldoende tijd en ruimte nodig om mogelijke gevolgen van door aandeelhouders geëiste acties, al dan niet met betrekking tot een overname, in kaart te brengen en daar een gepaste reactie op voor te bereiden. Daartoe wordt in de eerste plaats het primaat van het bestuur ten aanzien van strategie gecodificeerd. In de tweede plaats krijgt het bestuur de mogelijkheid om een bedenktijd in te roepen bij een dreigend ontslag als gevolg van het niet ingaan op ideeën van aandeelhouders met betrekking tot de strategie of bij een dreigende overname. De raad van commissarissen (RvC) dient met het inroepen van de bedenktijd in te stemmen. Het inroepen van de bedenktijd heeft tot gevolg dat de bevoegdheid van de algemene vergadering tot schorsing of ontslag van een bestuurder of commissaris gedurende maximaal 250 dagen is opgeschort. Het bestuur is gehouden verslag te doen van het gevoerde beleid en de gang van zaken aan de algemene vergadering. Het wetsvoorstel bevat verschillende waarborgen om oneigenlijk gebruik van de bedenktijd tegen te gaan, waarbij rekening is gehouden met eventuele effecten op het investeringsklimaat.

Inzet van bedrijven voor langetermijnwaardcreatie en een evenwichtige weging van stakeholderbelangen is economisch en maatschappelijk waardevol. Deze inzet draagt bij aan het vinden van oplossingen voor maatschappelijke uitdagingen als klimaatverandering en kan dichterbij huis bijdragen aan gezonde arbeidsverhoudingen, een stabiel ondernemingsklimaat en aan het terugdringen van belasting van het milieu. De potentie voor lange termijn economische groei neemt daardoor toe.

Het wetsvoorstel vormt een uitvoering van het regeerakkoord.¹ Ook wordt met het wetsvoorstel uitvoering gegeven van de motie-Van Rooijen (*Kamerstukken II, 29826, nr. 87*) en de motie-Paternotte c.s. (*Kamerstukken II, 29826, nr. 89*). In de brief van 20 mei 2017 (*Kamerstukken II 29826 nr. 70*) is een viertal varianten geschetst om het

¹ Zie ‘Vertrouwen in de toekomst’: Regeerakkoord 2017 – 2021 in par. 2.4 Economie, innovatiebeleid en vestigingsklimaat, onder: ‘Een goed en gelijk speelveld voor ondernemers’

bestuur van een onderneming tijd en ruimte te bieden om een overname of wezenlijke aanpassing van strategie voorgesteld door aandeelhouders te beoordelen op de effecten voor alle stakeholders. Naast de bedenktijd (A) ging het om een verhoging van het minimumgestanddoeningspercentage bij een openbaar bod (B), zodat het moeilijker zou worden om een vijandige overname van een Nederlands bedrijf tot stand te brengen omdat de bieder een hogere prijs moet bieden of overeenstemming moet bereiken met het bestuur. Verder is (C) de vereenvoudiging van de uitgifte van beschermingspreferente aandelen overwogen, door aanpassing van besluitvormingsregels op de algemene vergadering van aandeelhouders. Tot slot is (D) een aanpassing van het Besluit openbare biedingen Wft door introductie van een bedenktijd voor het uitbrengen van een biedingsbericht overwogen. Dit zou het bestuur beter in staat stellen op een bieding te reageren.² De regering heeft de keuze gemaakt om een van deze varianten – de bedenktijd - uit te werken. In de opvatting van de regering is de bedenktijd het te prefereren instrument omdat het de enige variant is die het doel effectief kan bereiken ook in geval van een voorstel van aandeelhouders voor een strategiewijziging. Daarnaast biedt het de mogelijkheid om een bepaalde periode effectief te zijn door het bestuur een specifieke maximumtermijn voor de belangenafweging te geven.

2. Huidig stelsel van corporate governance gelet op strategie van de vennootschap

2.1 Rijnlandse model

Nederlandse beursvennootschappen kennen een zogenoemd Rijnlands ondernemingsmodel. Dit komt onder meer tot uitdrukking in de taak voor bestuurders om zich te richten op het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (artikel 2:129 lid 5 BW). Kenmerken van het Rijnlands ondernemingsmodel zijn de aandacht voor de (effecten op de) belangen van betrokken stakeholders en de lange termijn focus van de onderneming.

Het Rijnlandse model kan Nederlandse vennootschappen kwetsbaar maken voor toenaderingspogingen of bemoeienis van aandeelhouders met het beleid. Het in de Rijnlandse traditie centraal stellen van langetermijnwaardcreatie met het streven naar een evenwichtige balans tussen verschillende stakeholderbelangen komt onder meer tot uitdrukking in inspraakmogelijkheden voor personeel en een dialoog met stakeholders. Zeker het plegen van investeringen en andere inspanningen op het gebied van, bijvoorbeeld, duurzaamheid kan gepaard gaan met een hoger kostenniveau op korte termijn. Op internationale productmarkten laten zulke kosten zich (nog) niet altijd direct terugverdienen. Dit kan bedrijven kwetsbaarder maken.

Als stakeholders worden personen beschouwd die alleen of gezamenlijk direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door worden beïnvloed. In de eerste plaats gaat het om aandeelhouders. Er zijn verschillende soorten aandeelhouders zoals oprichters, familieleden, institutionele beleggers, particuliere beleggers, *hedge funds*, staatsfondsen en vermogensbeheerders. Aandeelhouders verschaffen de vennootschap risicodragend kapitaal. Tegenover een hoger risico, ze staan immers achteraan de rij schuldeisers, staat ook een potentieel hoog rendement. Vanwege het hoge risico en rendement spelen ze een belangrijke rol bij de *checks and*

² Kamerstukken II 2016 - 2017, 29826, nr. 70

balances binnen de onderneming. Een andere belangrijke categorie stakeholders zijn werknemers. Deze geven de onderneming mede gestalte door bij te dragen aan productie én innovatie van producten en diensten. Andere stakeholders zijn crediteuren, waaronder banken en leveranciers. Tot slot zijn er afnemers en klanten van de onderneming.

2.2 Wet en Code

Regels omtrent ondernemingsbestuur zijn neergelegd in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en in de herziene Nederlandse corporate governance code van 8 december 2016 (Stcrt. 2017, nr. 45259, hierna: de Code). De wet biedt het geraamte met de belangrijkste regels voor de inrichting van een vennootschap. De Code geeft hier met principes en *best practice* bepalingen verdere invulling aan voor Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen en reguleert de verhoudingen tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de (algemene vergadering van) aandeelhouders. De Wet op de Ondernemingsraden (WOR) ziet specifiek op de rol van de ondernemingsraad. Daarnaast is voor overnamebiedingen de Wet op het financieel toezicht (Wft) en het Besluit openbare biedingen Wft (Bob) van belang.

Het bestuur

Het bestuur is belast met het besturen van de vennootschap, behoudens beperkingen in de statuten (art. 2:129 lid 1 BW). Bij de vervulling van hun taak richten de bestuurders zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (art. 2:129 lid 5 BW). Dit komt onder andere tot uitdrukking in de Cancun-beschikking van de Hoge Raad, in de zin dat het vennootschapsbelang in de regel vooral wordt bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van de aan de vennootschap verbonden onderneming, waarbij het bestuur zorgvuldigheid dient te betrachten ten aanzien van de belangen van stakeholders (HR 4 april 2014, NJ 2014/286, ECLI:NL:HR:2014:797).

De strategie van de onderneming is de verantwoordelijkheid van het bestuur, onder toezicht van de raad van commissarissen. Dat is al meerdere malen in jurisprudentie bevestigd. Zo overwoog de Hoge Raad in de ABN Amro-beschikking (HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970, r.o. 4.3): "(i) dat het bepalen van de strategie van een vennootschap en de daaraan verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur van de vennootschap, (ii) dat de raad van commissarissen daarop toezicht houdt en (iii) dat de algemene vergadering van aandeelhouders haar opvattingen terzake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten. In het algemeen betekent dit laatste dat het bestuur van een vennootschap aan de algemene vergadering van aandeelhouders verantwoording heeft af te leggen van zijn beleid maar dat het, behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen, niet verplicht is de algemene vergadering vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is." De Hoge Raad borduurde op deze uitspraak voort in de zaak ASMI (HR, 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, r.o. 4.4.1): "Het bestuur van een vennootschap behoort bij de vervulling van zijn bij wet of statuten opgedragen taken het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming voorop te stellen en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking te nemen. De door ASMI te volgen strategie is derhalve in beginsel een aangelegenheid van het bestuur en het is aan het bestuur, onder toezicht van de RvC, te beoordelen of, en in hoeverre, het wenselijk is daarover in overleg te treden met externe aandeelhouders. Het bestuur van een vennootschap heeft weliswaar aan de AvA

verantwoording af te leggen van zijn beleid maar is, behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen, niet verplicht de AvA vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is. (rov. 4.5 respectievelijk 4.3 van HR 13 juli 2007, nrs. R07/100 (OK135), R07/101 (OK136), R07/102 (OK137), LJN BA7972, NJ 2007, 434).” De Hoge Raad bevestigt deze jurisprudentie in de Boskalis/Fugro-beschikking (HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652). Ook de Code gaat uit van het primaat van het bestuur inzake de strategie. Ook in de literatuur wordt algemeen erkend dat het bepalen van de strategie een bestuurstaak is (vgl. Asser 2-IIa NV en BV, nr. 390, Van Schilfgaarde/Winter, Van de BV en de NV, nr. 16).

Om tegen te gaan dat bestuurders hun eigen belangen nastreven in plaats van dat van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, bevat het BW onder meer een tegenstrijdig belang regeling (art. 2:129 lid 6 BW). Deze bepaalt dat een bestuurder niet deelneemt aan de beraadslaging en besluitvorming over een onderwerp indien hij daarbij een direct of indirect persoonlijk belang heeft dat strijdig is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.

De raad van commissarissen

Behalve voor structuurvennootschappen is een raad van commissarissen niet verplicht, maar wel praktisch bij beursvennootschappen. De raad van commissarissen heeft tot taak toezicht te houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Tevens staat de raad van commissarissen het bestuur met raad ter zijde. Naast vennootschappen met een bestuur en raad van commissarissen zijn er vennootschappen die een monistisch bestuursmodel hebben, waarbij uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders deel uitmaken van het bestuur (zie art. 2:129a BW).

De algemene vergadering

Aan de algemene vergadering van aandeelhouders behoort binnen de door de wet en statuten gestelde grenzen alle bevoegdheid die niet aan het bestuur of anderen is toegekend (art. 2:107 BW). Aan de algemene vergadering moeten bestuursbesluiten ter goedkeuring worden voorgelegd omtrent belangrijke veranderingen van de identiteit of karakter van de vennootschap of de onderneming (art. 2:107a BW). Daar vallen, kort samengevat, onder: overdracht van de onderneming of vrijwel de gehele onderneming, het aangaan of verbreken van duurzame samenwerking, indien die samenwerking of verbreking van ingrijpende betekenis is voor de vennootschap, het nemen of afstoten van een deelneming in het kapitaal van een vennootschap ter grootte van ten minste een derde van het bedrag van de activa van die vennootschap.

Er is een aantal manieren waarop aandeelhouders invloed kunnen uitoefenen op het beleid (en de strategie) van de onderneming. Op grond van artikel 2:110 BW kunnen een of meerdere aandeelhouders gezamenlijk, die ten minste een tiende deel van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen een machtiging vragen aan de voorzieningenrechter van de rechtbank tot de bijeenroeping van een algemene vergadering. Een of meerdere aandeelhouders gezamenlijk, die ten minste driehonderdste deel van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, kunnen op grond van artikel 2:114a BW schriftelijk verzoeken om behandeling van een onderwerp op de algemene vergadering. De algemene vergadering is bevoegd om de bestuurders en commissarissen te benoemen (art. 2:132/142 BW) en te ontslaan (art. 2:134/144 BW). De algemene vergadering kan via het ontslag van bestuurders en/of commissarissen hun

afkeuring van het (toezicht op het) door het bestuur gevoerde beleid laten blijken. Daarnaast kunnen aandeelhouders hun instemming onthouden aan de decharge van bestuurders en commissarissen. Een ander instrument dat ter beschikking staat aan aandeelhouders is het enquêterecht (art. 2:346 lid 1 BW). Ten slotte kunnen aandeelhouders, via het stemmen met de voeten – het verkopen van aandelen – hun ongenoegen met de gang van zaken laten blijken.

De ondernemingsraad

De ondernemingsraad heeft het recht om een standpunt te bepalen over de benoeming, schorsing en het ontslag van bestuurders en commissarissen (art. 2:134/144 BW) en de bestuursbesluiten die ingevolge artikel 2:107a BW zijn onderworpen aan de goedkeuring van de algemene vergadering. Het standpunt van de ondernemingsraad wordt gelijktijdig met het verzoek om goedkeuring aan de algemene vergadering aangeboden. Andere bevoegdheden van de ondernemingsraad zijn opgenomen in de Wet op de ondernemingsraden (WOR). Artikel 25 van de WOR regelt het adviesrecht over kortgezegd beleidsmatige besluiten van bestuurders ten aanzien van de onderneming.

De Wet op het financieel toezicht en het Besluit openbare biedingen Wft

Op een overnamebod is de Europese richtlijn betreffende het openbaar overnamebod³ (de Overnamerichtlijn) van toepassing. Deze bevat regels voor de procedure van en het toezicht op een openbaar overnamebod. Deze regels zijn over het algemeen geïmplementeerd in hoofdstuk 5.5 van de Wet op het financieel toezicht en in de daarop gebaseerde regelgeving, zoals het Besluit openbare biedingen Wft (Bob), het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft en de Vrijstellingsregeling Wft. Op grond hiervan houdt de Autoriteit Financiële Markten (AFM) bestuursrechtelijk toezicht op de procedure van het openbaar bod. Dit betreft toezicht op de informatievoorziening rond het biedingsproces, maar niet op de merites van het bod zelf voor wat betreft de strategie van de onderneming, het voortbestaan van de onderneming of de gevolgen van het overnamebod voor alle stakeholders. Het toezicht van de AFM heeft betrekking op vraagstukken die zien op de procedure van het openbaar overnamebod, terwijl vraagstukken van vennootschapsrecht onder de burgerlijke rechter vallen (zie Kamerstukken II, 2005-2006, 30419, nr. 3, Memorie van Toelichting, Algemeen deel, hoofdstuk II, tiende alinea).

De Nederlandse Corporate Governance Code

De Code is een product van zelfregulering van de zogenoemde schragende partijen (CNV, Eumedion, Euronext, FNV, VEB, VEUO en VNO-NCW). Door de wettelijke verankering van de Code dienen beursvennootschappen mededeling te doen over de naleving van de Code op basis van het 'pas toe of leg uit'-principe.

De Code hanteert als uitgangspunt dat een vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse betrokken stakeholders en streeft naar het creëren van waarde op de lange termijn. De Code bevat een principe en een aantal best practice bepalingen inzake de strategie. Zo bepaalt het bestuur een visie op langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en ontwikkelt een daarbij passende strategie. Afhankelijk van de marktdynamiek kunnen korte termijn aanpassingen van de strategie nodig zijn. Bij het

³ Richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, PbEU L 142.

vormgeven van de strategie wordt in ieder geval aandacht besteed aan: (i) de implementatie en haalbaarheid van de strategie; (ii) het door de vennootschap gevolgde bedrijfsmodel en de markt waarin de vennootschap en de met haar verbonden onderneming opereren; (iii) kansen en risico's voor de vennootschap; (iv) de operationele en financiële doelen van de vennootschap en de invloed ervan op de toekomstige positie in relevante markten; (v) de belangen van de stakeholders; en (vi). andere voor de vennootschap en de met haar verbonden onderneming relevante aspecten van ondernemen, zoals milieu, sociale en personeelsaangelegenheden, de keten waarin de onderneming opereert, eerbiediging van mensenrechten en bestrijding van corruptie en omkoping (best practice bepaling 1.1.1). Het bestuur betreft de raad van commissarissen tijdig bij het formuleren van de strategie en legt verantwoording af aan de raad van commissarissen over de strategie en de toelichting daarop (bepaling 1.1.2). De raad van commissarissen houdt toezicht op de wijze waarop het bestuur de strategie uitvoert, bespreekt de (uitvoering van de) strategie en de daarmee samenhangende voornaamste risico's, en legt in zijn verslag verantwoording daarover af (bepaling 1.1.3). Tenslotte geeft het bestuur in het bestuursverslag een toelichting op zijn visie op langetermijnwaardecreatie en op de strategie ter realisatie daarvan en licht het bestuur toe op welke wijze in het afgelopen boekjaar daaraan is bijgedragen (bepaling 1.1.4).

Met betrekking tot de verhouding tussen bestuur en aandeelhouders inzake de strategie bevat de Code de zogenoemde responstijd. Deze regelt dat een aandeelhouder het bestuur een redelijke termijn van maximaal 180 dagen dient te geven om te reageren op een voornemen tot een verzoek tot agendering van een onderwerp dat kan leiden tot een strategiewijziging (bepaling 4.1.7). Het bestuur dient de responstijd te gebruiken voor nader beraad en constructief overleg, in ieder geval met de desbetreffende aandeelhouder, en kan tegelijkertijd de alternatieven verkennen (bepaling 4.1.6).

2.3 Verschuivende verhoudingen en huidige context

In de loop der jaren is de verhouding tussen de vennootschap en aandeelhouders veranderd. In deze eeuw zijn de *checks and balances* op het bestuur door de RvC en de (algemene vergadering van) aandeelhouders versterkt, onder meer door middel van de wettelijk verankerde Code Tabaksblat en de introductie van een aantal aandeelhoudersrechten in de wet (artikelen 107a, 114a, 118a).

Aandeelhouders zijn in toenemende mate gebruik gaan maken van hun rechten. Zo ook 'activistische' aandeelhouders (vgl. Centaurus en Paulson bij Stork, OK 17 januari 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:AZ6440, TCI bij ABN Amro, uitmondend in HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970, Hermes en Fursa bij ASMI, HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976). Mede naar aanleiding hiervan en onder invloed van de financiële crisis heeft de Commissie Frijns in 2008 een geactualiseerde Code vastgesteld, waarin onder meer de responstijd is opgenomen, evenals enkele aanbevelingen aan de wetgever om de dialoog tussen de onderneming en de aandeelhouders te verbeteren.

Per 1 juli 2013 is de wetgeving in werking getreden waarbij onder andere de meldingsdrempel voor aandeelhouders is verlaagd en identificatie van aandeelhouders mogelijk wordt gemaakt (artikel 5:33 Wft, artikel 49a e.v. Wge). In 2013 heeft de Ondernemingskamer in de zaak Cryo-Save overwogen dat de best practice bepalingen inzake de responstijd voorzien in een uitwerking van het principe dat een aandeelhouder zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en zijn medeaandeelhouders

gedraagt naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid, waaronder de bereidheid om een dialoog met het bestuur van de vennootschap aan te gaan indien hij het voornemen heeft in de algemene vergadering van aandeelhouders de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap. Het invoeren van de responstijd strekt er in dit verband toe het bestuur een zekere termijn te gunnen om zich te bezinnen op de voornemens van de desbetreffende aandeelhouder en te bezien hoe die voornemens zich verhouden tot mogelijke alternatieven (OK 6 september 2013, ECLI: NL: GHAMS: 2013: 2836, r.o. 3.9).

Huidige context

In de huidige praktijk doen zich situaties voor waarin er opnieuw aanleiding is om te bezien of de druk van (potentiële) aandeelhouders op het bestuur nadelig uitpakt voor de onderneming en voor bepaalde stakeholders.

Zoals in de Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht (Kamerstukken II, vergaderjaar 2016-2017, 29 752, nr. 9) is beschreven, zijn steeds meer Nederlandse NV's aan buitenlandse beurzen genoteerd en gebruiken buitenlandse bedrijven Nederlandse rechtsvormen. Buitenlandse beleggers vormen volgens VEUO en VNO-NCW inmiddels vrijwel 90% van het aandeelhouderbestand van Nederlandse beursvennootschappen. Veel van deze beleggers zijn afkomstig uit Angelsaksisch georiënteerde corporate governance stelsels. Parallel met de uitbreiding van hun rechten en bevoegdheden zijn aandeelhouders in beursvennootschappen actiever geworden, niet alleen op de algemene vergadering maar ook daaraan voorafgaand. Dit wordt geïllustreerd door de stijging van de participatiegraad op de algemene vergadering van AEX- en AMX-vennootschappen van circa 50% in 2010 naar circa 70% in 2016.⁴ Daarnaast hebben aandeelhouders de laatste jaren verzocht om agendering van bepaalde onderwerpen die de strategie van de onderneming betreffen en die tot een rechterlijke uitspraak hebben geleid (vgl. Boskalis bij Fugro, Hoge Raad 20 april 2018, ECLI: NL: HR: 2018: 652, Elliott bij AkzoNobel, OK 29 mei 2017, ECLI: NL: GHAMS: 2017: 1965 en Rb. Amsterdam, 10 augustus 2017, ECLI: NL: RBAMS: 2017: 5845). Zowel vennootschappen als aandeelhouders worden bovendien nadrukkelijker aangesproken op hun langetermijnbetrokkenheid (vgl. de richtlijn bevordering aandeelhoudersbetrokkenheid 2017/828/EU en de Code) (Kamerstukken II, 29752, nr. 9).

Actief optreden van aandeelhouders kan doorschieten naar een te grote nadruk op de korte termijn, ook wel als *short-termism* aangeduid. Er bestaat geen consensus in de economische literatuur of een nadruk op de korte termijn daadwerkelijk per saldo tot negatieve effecten leidt. Veel van het beschikbare empirische onderzoek richt zich op de Verenigde Staten. Daar is onderzoek te vinden dat per saldo positieve effecten van aandeelhoudersactivisme weergeeft (bijv. Bebchuk et al 2015) maar ook onderzoek dat het omgekeerde concludeert, (zie bijv. Barton et al., 2017)⁵. Deze observatie geldt ongeacht het type indicator waar naar wordt gekeken: omzet, winst of marktwaarde. Tegelijkertijd blijkt ook uit de literatuur dat prikkels behulpzaam kunnen zijn om

⁴ Eumedion, evaluatie AVA seizoen 2011 en 2016.

⁵ Bebchuk, L.A., A Brav en W.Jiang, 2015, "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism," *Columbia Law Review*, 115(5), pp.1085-1156, en Barton, D., J. Manyika, T. Koller, R. Palter, J. Godsal en J. Zoffer, "Measuring the economic impact of short-termism," McKinsey Global Institute Discussion Paper, 2017.

strategische beslissingen van het bestuur af te dwingen.⁶ Juist het ontbreken van eenduidig empirisch bewijs en de observatie dat interventies van aandeelhouders op langere termijn zowel positief als negatief kunnen uitpakken, is reden om te borgen dat er een ordentelijk proces wordt doorlopen, waarbij langetermijnwaardecreatie voorop kan staan. Hierdoor neemt de kans op per saldo niet-succesvolle (en daarmee maatschappelijk minder wenselijke) interventies van aandeelhouders af.

De gevolgen van het niet kunnen doorlopen van een zorgvuldig proces kunnen substantieel zijn. Mogelijke gevolgen zijn onder meer:⁷

- (i) Een te sterke nadruk op korte termijn winst (*short-termism*), bijv. door het schrappen van investeringen en doorvoeren van andere kostenbesparingen die de lange termijn winstgevendheid onder druk (kunnen) zetten. Dit kan niet alleen ten koste gaan van de marktpositie van de vennootschap, maar kan ook het collectieve oplossingsvermogen rond allerlei maatschappelijke uitdagingen onder druk zetten.
- (ii) In het verlengde hiervan kan een grotere financiële instabiliteit van ondernemingen ontstaan door een aanscherping van de financiële balans (als gevolg van bijvoorbeeld het overmatig inkopen van aandelen, of het verstrekken van hoge dividenduitkeringen).
- (iii) De belangen van verschillende stakeholders kunnen door een onvoldoende zorgvuldige beoordeling van verschillende strategische opties onevenredig worden geraakt. Bij het nastreven van synergie na een overname worden veelal activiteiten geclusterd en kan daardoor bijvoorbeeld een O&O (R&D) faciliteit worden gesloten die in een breder ecosysteem functioneert. Het is de taak van het bestuur om de effecten van strategische opties op stakeholders te beoordelen, te wegen en daarop te handelen.

Vijandige overnames

Een vennootschap kan te maken krijgen met een (dreigend) overnamebod dat op zichzelf voor aandeelhouders aantrekkelijk is, maar ingrijpende gevolgen kan hebben voor de onderneming en de stakeholders.

Vijandige overnames – overnames die worden doorgezet zonder instemming van het bestuur van de doelvennootschap – kennen ook hoge risico's, zowel financieel, bijv. door tekortschietende mogelijkheden voor *due diligence*, maar ook als gevolg van mogelijke reputatieschade aan de zijde van de bidder als een bod niet slaagt. Voor aandeelhouders van zowel de doelvennootschap als de overnemende partij zijn er risico's verbonden aan een vijandige overname.⁸

⁶ Zie bijvoorbeeld, Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976), "The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-60, Kay, J. (2012) *The Kay review of UK equity markets and long-term decision making*, Final report 12/917, Londen, Bainbridge S.M. (2002), *Corporation law and economics*, Foundation Press.

⁷ Zie voor een overzicht van activiteiten van hedge funds bijv. Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy en R. Thomas, "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance," *Journal of Finance*, Vol. LXIII (4), 2008 en voor gevolgen van te veel nadruk op de korte termijn bijv. Martin, R.L., "Yes, Short-Termism is Really a Problem," *Harvard Business Review*, 2015.

⁸ Zie bijv. Drees, J.M., "(Dis)Aggregating Alliance, Joint Venture, and Merger and Acquisition Performance: A Meta-Analysis," in Finkelstein, S. C.L. Cooper (ed.) *Advances in Mergers and Acquisitions*, Volume 13 Emerald Group Publishing Limited, pp.1 – 24.

Zodra het overnameproces gaat lopen, gelden strakke termijnen. Het doel hiervan is onder meer om de doelvennootschap en de stakeholders niet te lang in onzekerheid te laten zitten. Met name in het geval van een vijandig bod, is er weinig tijd en rust voor het bestuur en de raad van commissarissen om de implicaties van het bod te overzien en te beoordelen op de gevolgen voor de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, om te komen tot een zorgvuldige beleidsbepaling.

Om zich tegen vijandige overnamebiedingen en ongewenste invloed van aandeelhouders te weren, hebben vennootschappen verschillende instrumenten tot hun beschikking. De eerste daarvan is het voeren van een gedegen strategie, gericht op langetermijnwaardecreatie, gekoppeld aan een heldere en goed uitgedragen visie op de toekomst, daarbij passende (des)investeringen en kostenbewustzijn. Hierbij past een dialoog met aandeelhouders en het met enige regelmaat toelichten van strategische keuzes. Een gedegen strategie die goed uit de verf komt, maakt een onderneming minder kwetsbaar voor overnames en aandeelhoudersactivisme. De praktijk laat zien dat er in bedrijfstakken met volgroeide productmarkten een sterke prikkel is voor consolidatie, zeker als er sprake is van schaalvoordelen in inkoop of bij productie. Een gedegen strategie alleen zal dus niet volstaan.

Daarnaast heeft een deel van de Nederlandse beursvennootschappen een of meer kernaandeelhouders met een zodanig belang dat hier een beschermende werking van uit gaat. Bij afwezigheid van kernaandeelhouders hebben Nederlandse beursvennootschappen veelal de beschikking over statutaire beschermingsmaatregelen. De meest voorkomende vormen daarvan zijn het uitgeven van preferente aandelen, prioriteitsaandelen en certificering van aandelen. Terwijl eerder een trend zichtbaar was dat beschermingsmaatregelen werden afgebroken, lijkt deze trend sinds 2009 afgevlakt.⁹ Indien een bedrijf na beursgang niet (meer) beschikt over een beschermingsmaatregel, blijkt het in de praktijk lastig om hiervoor instemming van aandeelhouders te verkrijgen.

In de praktijk kan een bestuur ook met een gedegen strategie onder druk staan, waardoor voldoende tijd en rust voor een goede belangenafweging en zorgvuldige beleidsbepaling ontbreekt. In het geval van een vijandige overnamepoging is het van belang dat een onderneming een goede dialoog met stakeholders voert, zeker als er een zoektocht naar alternatieven wordt ingezet. Met name is tussen de aankondiging van het bod en het uitbrengen van het bod door de indiening van het biedingsbericht¹⁰ - wanneer de exacte intenties van de bieder pas duidelijk zijn - beperkt tijd en onvoldoende rust om de effecten van het bod op stakeholders en langetermijnwaardecreatie in kaart te brengen en alternatieven te onderzoeken. Dit kan versterkt gelden indien er zowel een dreiging van een vijandige overname is als dat (enkele) aandeelhouders zich activistisch opstellen. De bestaande mogelijkheden die beursvennootschappen hebben, kunnen te kort schieten in het creëren van voldoende tijd en rust voor het bestuur die noodzakelijk is voor het bestuur om zijn verantwoordelijkheid effectief uit te oefenen ten aanzien van een zorgvuldige beleidsbepaling.

3. Hoofdlijnen van het wetsvoorstel

⁹ Erasmus Universiteit Rotterdam, 'Bescherming bij Nederlandse beursvennootschappen', september 2015, in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code.

¹⁰ Wettelijk staat daar een termijn van circa 14 weken voor. In de praktijk duurt het gemiddeld circa 20 weken.

Het wetsvoorstel bevat verschillende bepalingen om aan de gesignaleerde problemen tegemoet te komen, waarbij rekening is gehouden met de belangen van alle bij de vennootschap betrokkenen.

Primaat strategie bij het bestuur

Het primaat van het bestuur ten aanzien van de strategie wordt in de wet geëxpliciteerd. Codificatie van de jurisprudentie op dit punt wordt wenselijk geacht, ook om de kenbaarheid hiervan – met name voor Angelsaksisch georiënteerde aandeelhouders – te vergroten. Het wetsvoorstel bevat allereerst de uitdrukkelijke bevestiging dat onder de taak van het bestuur van de beursvennootschap in ieder geval valt het bepalen van het beleid en de strategie. Artikel 129 lid 1 van Boek 2 BW wordt daartoe uitgebreid. Via artikel 187 is dit ook van toepassing op een BV met beursnotering. De verwachting is dat door dit sterkere primaat bij beursvennootschappen langetermijnwaardecreatie meer centraal kan komen te staan in keuzes en er meer ruimte ontstaat voor een brede stakeholderbenadering. Voor de volledigheid wordt nog opgemerkt dat voor niet-beursgenoteerde NV's en BV's geen wijziging is beoogd. Overeenkomstig de geldende jurisprudentie, de wet en de statuten komt de strategie-en beleidsbepaling aan het bestuur toe en niet aan een ander orgaan, zoals de algemene vergadering (zie par 2.2, in het bijzonder over 'het bestuur'). Overigens geldt in beginsel ook voor niet-beursgenoteerde vennootschappen dat het bestuur over het beleid en de strategie gaat. Er is echter van afgezien om de wijziging op alle BV's en NV's van toepassing te verklaren, om voldoende rekening te kunnen houden met de variëteit van vennootschappen, bijvoorbeeld pensioen-BV's of sommige dochtervennootschappen waarbij het bestuur in voorkomende gevallen geen strategie bepaalt.

In het verlengde van deze bevestiging van de rol van het bestuur creëert het wetsvoorstel ruimte voor het bestuur om zijn taak zo goed mogelijk te kunnen vervullen. Aandeelhouders hebben als pressiemiddel dat zij via het agenderingsrecht en het recht om een algemene vergadering bijeen te doen roepen in de algemene vergadering bestuurders en commissarissen kunnen ontslaan. Hierdoor kan het voorkomen dat het bestuur niet de gelegenheid heeft om tot een goede afweging te komen bij zijn beleidsbepaling.

Inroepen bedenktijd

Het wetsvoorstel voorziet in de mogelijkheid dat de vennootschap een bedenktijd kan inroepen bij een verzoek van (een) aandeelhouder(s) tot agendering van een ontslag van een of meerdere bestuurder(s) en/of commissaris(sen) ofwel wanneer er een overnamebod wordt gedaan zonder dat er overeenstemming met het bestuur van de doelvennootschap is, waarbij naar het oordeel van het bestuur het verzoek of het bod wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de continuïteit, onafhankelijkheid, identiteit of ontplooiing van de vennootschap op het spel staat.

De bedenktijd dient het bestuur in de gelegenheid te stellen een ordentelijke afweging en beoordeling te maken welke strategische richting het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming het beste dient, met inachtneming van de effecten van de verschillende opties op de belangen van stakeholders. Tevens kan het bestuur met een alternatieve strategie komen. De bedenktijd wordt uitgewerkt in het voorgestelde nieuwe artikel 114b.

Verhouding met de regeling over tegenstrijdig belang

De regeling over tegenstrijdig belang (artikel 2:129 lid 6 BW voor NV's en artikel 2:239 lid 6 BW voor BV's) is bedoeld om te voorkomen dat een bestuurder (of commissaris) bij zijn handelen zich met name laat leiden door zijn persoonlijk belang in plaats van het dienen van het belang van de vennootschap (zie Hoge Raad 9 juli 2004, NJ 2004, 519 ECLI:NL:HR:2004:AP4394). De enkele omstandigheid dat de bestuurder een persoonlijk belang heeft bij een voorgenomen besluit, hoeft nog niet te leiden tot de kwalificatie van tegenstrijdig belang. Het moet gaan om zodanig onverenigbare belangen dat in redelijkheid kan worden betwijfeld of hij zich bij zijn handelen uitsluitend heeft laten leiden door het belang van de vennootschap (Hoge Raad 29 juni 2007, JOR 2007, 168 en 169, ECLI:NL:HR:2007:BA0033, r.o. 3.4.). Of een bestuurder een belang heeft dat tegenstrijdig is met dat van de rechtspersoon, moet bepaald worden aan de hand van de omstandigheden van het geval. Deze jurisprudentie is ook bij het invoeren van de bedenktijd van toepassing. De context van de bedenktijd speelt hierin een rol, namelijk het belang van de vennootschap om het bestuur in staat te stellen meer tijd en rust te nemen voor de inventarisatie en weging van belangen van de onderneming en haar stakeholders, voor een zorgvuldige beleidsbepaling. Indien het ontslag van een of meer bestuurders (of commissarissen) wordt verzocht in het kader van een strategiewijziging, levert dit op zichzelf gezien geen tegenstrijdig belang op wanneer het bestuur het invoeren van de bedenktijd overweegt. Daarvoor is nodig dat er een eigen persoonlijk belang is bij de bestuurder dat tegengesteld is het belang van de vennootschap. Gedacht kan worden aan een bestuurder die een overeenkomst heeft gesloten met een aandeelhouder met een eigen financieel belang, waarmee sprake is van eigen persoonlijk belang dat tegengesteld is aan dat van de vennootschap. Heeft het bestuur een tegenstrijdig belang waardoor geen besluit kan worden genomen over het invoeren van de bedenktijd, dan is de raad van commissarissen bevoegd de bedenktijd in te roepen. De bestuurders zijn verplicht volgens artikel 114b lid 3 het besluit tot het invoeren van de bedenktijd te motiveren. Voorts moet de raad van commissarissen het besluit goedkeuren. Verder staat de gang naar de Ondernemingskamer open om de invoering van de bedenktijd door de rechter te laten toetsen (zie paragraaf 'Waarborgen').

Bedenktijd in geval van vijandig bod

In geval van een (vijandig) overnamebod is er wellicht nog meer reden voor het bestuur om meer tijd en rust te krijgen voor een zorgvuldige beleidsbepaling - voor de korte en lange termijn - en alternatieven te onderzoeken, al dan niet met hulp van externe partijen, zoals een concurrerend bod door een bevriende partij (*white knight*) of het zelfstandig voortbestaan, al dan niet met een gewijzigde strategie. Voor het bestuur kan de wettelijke bedenktijd daarnaast behulpzaam zijn bij het in kaart brengen van de mogelijke gevolgen van het concentratietoezicht op een voorstel. In die tijd kan het bestuur ook zoeken naar beleidsopties die uit mededingingsrechtelijk oogpunt op minder bezwaren stuiten. In geval van een overnamebod strekt deze verantwoordelijkheid zich overigens niet alleen uit tot de doelvennootschap, maar ook tot het bestuur van de bidder. Zo kan het bestuur gesprekken voeren met potentiële gegadigden voor overname van (een deel van) de onderneming.

De ruimte die de bedenktijd voor de vennootschap creëert, kan in de praktijk betekenen dat de bedenktijd niet wordt ingeroepen of niet volledig wordt gebruikt. Alleen al de mogelijkheid dat de bedenktijd wordt ingeroepen kan immers voldoende zijn om een per saldo beter resultaat voor de stakeholders te bereiken. Het kan bijvoorbeeld de scherpe kantjes van een desinvestering afhalen door een zorgvuldiger verkoopproces. Het kan er bijvoorbeeld ook toe leiden dat de bidder meer voorzieningen treft om de effecten op de

stakeholders van de doelvennootschap te beperken (bijvoorbeeld door voor te stellen om bepaalde activiteiten te continueren of uit te breiden, bestaande contracten te eerbiedigen, of om goede afspraken te maken over een sociaal plan). Het kan ook betekenen dat een overnamebod geen doorgang vindt omdat een zelfstandig voortbestaan een realistischer optie is in de ogen van de meerderheid van aandeelhouders van de doelvennootschap. De verwachting is dus dat er per saldo betere besluiten volgen. Immers zorgvuldiger beoordeling van opties zal logischerwijs tot betere (des-)investeringsbeslissingen leiden.

Waarborgen

Om te voorkomen dat de bedenktijd oneigenlijk wordt gebruikt, bevat het wetsvoorstel verschillende waarborgen. In de eerste plaats dient het verzoek tot schorsing of ontslag of het bod naar het oordeel van het bestuur wezenlijk in strijd te zijn met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. In de tweede plaats wordt voorgesteld dat de raad van commissarissen, voor zover aanwezig, moet instemmen met de oproeping van de bedenktijd. Daarnaast wordt een bijzondere rechtsgang bij de Ondernemingskamer geïntroduceerd om de bedenktijd te beëindigen. Voornaamste reden voor het introduceren van een bijzondere rechtsgang is dat in het verleden is gebleken dat overnamegeschillen en geschillen over de strategie van beursvennootschappen veelal via de enquêteprocedure bij de Ondernemingskamer worden gevoerd. De Ondernemingskamer biedt dan ook een bijzondere expertise op deze terreinen. Daarom wordt in een procedure voor de Ondernemingskamer voorzien die uitsluitend betrekking heeft op de vraag of de bedenktijd in redelijkheid mocht worden ingeroepen, dan wel, of het voortduren van de bedenktijd in redelijkheid nog kan bijdragen aan een zorgvuldige beleidsbepaling. Dit betreft een marginale toets; het bestuur komt bij het oproepen van de bedenktijd beoordelingsvrijheid toe.

Ten slotte laat het wetsvoorstel artikel 107a onverlet, waarin is neergelegd dat belangrijke veranderingen van de identiteit of het karakter van de vennootschap en onderneming aan goedkeuring onderhevig zijn van de algemene vergadering van aandeelhouders.

Verhouding tussen de verschillende procedures

De bijzondere rechtsgang van artikel 114b kan worden beschouwd als een 'lex specialis' ten opzichte van de enquêteprocedure. Een verzoek om de bedenktijd te beëindigen zal dus (uitsluitend) via de rechtsgang van artikel 114b worden beoordeeld. Hieruit volgt tevens dat indien een partij niet voldoet aan de voorwaarden om een verzoek te doen om de bedenktijd te beëindigen, deze partij beëindiging van de bedenktijd evenmin via een enquêteprocedure kan bereiken. Wijst de Ondernemingskamer het verzoek tot het beëindigen van de bedenktijd af, dan ligt het in de rede dat in een eventuele opvolgende procedure in beginsel niet meer op dit oordeel wordt teruggekomen.¹¹

Het verzoek tot het houden van een enquête wordt toegewezen wanneer er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid of een juiste gang van zaken te twijfelen (artikel 2:350 lid 1 BW). Het instrument van het enquêterecht is in geval van verschil van inzicht over de rechtvaardiging van het oproepen of voortduren van de bedenktijd ruimer dan noodzakelijk. Het gevoerde beleid en gang van zaken als geheel staat tijdens

¹¹ Zie Hoge Raad 10 januari 1990, NJ 1990, 466, ECLI:NL:PHR:1990:AC1234, Hoge Raad 30 oktober 1998, NJ 1999, 83, ECLI:NL:HR:1998:ZC2759, HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, NJ 2014/201 (VEB/World Online).

de enquêteprocedure ter discussie, in het bijzonder of er aanleiding bestaat een onderzoek te gelasten, terwijl het bij de bedenktijd om de toetsing van één specifieke beslissing van het bestuur gaat. Bovendien verhoudt het zich niet goed met het doel van de bedenktijd om rust te creëren als er gedurende de bedenktijd een onderzoek loopt of er onmiddellijke voorzieningen worden getroffen. In het geval aandeelhouders tijdens de bedenktijd een enquête verzoeken omdat zij zich niet kunnen vinden in de strategie van de vennootschap ten aanzien van een potentiële bidder hetgeen aanleiding was voor het bestuur om de bedenktijd in te roepen, ligt het daarom niet in de rede om een enquêteverzoek toe te wijzen.¹² Dit staat immers haaks op het doel van de bedenktijd.

Een enquêteverzoek kan wel worden ingediend met het oog op beëindiging van andere beschermingsmaatregelen; deze worden immers niet door de bedenktijd geraakt.¹³ Ook wanneer er andere gronden zijn die buiten de sfeer van de bedenktijd liggen, kan een enquêteverzoek worden ingediend, mits er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid of een juiste gang van zaken te twijfelen. Denk aan het geval dat er door de onderneming onjuiste of onvoldoende informatie aan aandeelhouders of andere belanghebbenden wordt verstrekt, al dan niet in combinatie met andere omstandigheden.¹⁴ Indien aan de voorwaarden van artikel 2:349a BW is voldaan, kan de Ondernemingskamer ook onmiddellijke voorzieningen treffen, zoals de schorsing van een of meer bestuurders. Tevens is voorstelbaar dat zowel een verzoek tot het houden van een enquête als een verzoek tot het beëindigen van de bedenktijd wordt ingediend. Deze verzoeken zal de Ondernemingskamer dan gezamenlijk behandelen, mits de verzoeken binnen dezelfde periode zijn binnengekomen.¹⁵ Tot slot laat de bedenktijd onverlet dat een besluit van het bestuur tot het invoeren van de bedenktijd vatbaar is voor rechterlijke toetsing op grond van de artikelen 2:14 en 2:15 BW, al dan niet in kort geding.

Duur

De gedachte is dat zowel de verzoekende aandeelhouder als de vennootschap behoefte hebben aan een eenduidige maximale termijn, zodat men weet waar men aan toe is. De bedenktijd duurt maximaal 250 dagen gerekend vanaf de dag na de dag van het verzoek. Indien het bestuur de bedenktijd later inroept, duurt de bedenktijd korter. De termijn van 250 dagen is langer dan de responstijd in de Code van 180 dagen om het bestuur voldoende tijd en rust te geven voor een zorgvuldige beleidsbepaling.

In geval van een vijandig bod kan het bestuur de bedenktijd invoeren vanaf de dag dat het bod wordt aangekondigd. De termijn van 250 dagen begint uiterlijk te lopen vanaf de dag na de dag dat het bod is uitgebracht. Reden hiervoor is dat mogelijk pas bij het biedingsbericht duidelijk is welke bedoeling de bidder met de doelvennootschap en haar stakeholders heeft. Het ligt in de rede dat de vennootschap binnen een redelijke termijn – te denken valt aan een week - na het uitbrengen van het bod laat weten of zij de bedenktijd invoert. De Ondernemingskamer kan het moment van invoeren van de bedenktijd door het bestuur betrekken bij de toets of het bestuur in het licht van de

¹² Zie bijvoorbeeld het meergenoemde geval van OK 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, JOR 2017, 261 m. nt. C.D.J. Bulten.

¹³ Zie in zoverre ook: Hoge Raad 18 april 2003, NJ 2003, 286, m.nt. J.M.M. Maeijer (Rodamco North America/VEB).

¹⁴ Zie Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 758.

¹⁵ Zie ook de consultatiereactie van de Raad voor de rechtspraak, p.3.

omstandigheden op het moment van het inroepen van de bedenktijd, niet in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het bod of het ontslagverzoek wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De tijd die is verstreken tussen het uitbrengen van het bod en het inroepen van de bedenktijd wordt in mindering gebracht op de maximale duur van de bedenktijd; de termijn van 250 dagen begint immers te lopen vanaf de dag na het uitbrengen van het bod.

In geval van een vijandig bod begint het biedingsproces te lopen op het moment dat de bieder zijn bod aankondigt. De bieder heeft dan 12 weken om zijn biedingsbericht in te dienen bij de AFM. Nadat de AFM het biedingsbericht heeft goedgekeurd – daar staan (wettelijk) tien werkdagen voor – wordt het bod uitgebracht. Daarna hebben aandeelhouders minimaal 8 en maximaal 10 weken, met verlenging van maximaal 10 weken, om hun aandelen aan te bieden. Het biedingsproces duurt in de praktijk minimaal ca. 160 dagen en maximaal ca. 240 dagen. Dit kan langer uitvallen indien de goedkeuring door AFM van het biedingsbericht meer tijd vergt. In ieder geval eindigt de bedenktijd de dag nadat het bod gestand is gedaan, ook al is de termijn van 250 dagen nog niet voorbij. Op deze wijze wordt de bieder die inmiddels (groot)aandeelhouder is geworden, in staat gesteld invloed uit te oefenen op de samenstelling van het bestuur en de raad van commissarissen.

Rechtsgevolgen

Gedurende de bedenktijd kan een bestuurder of commissaris niet benoemd, geschorst of ontslagen worden door de aandeelhouders. Op deze manier wordt het drukmiddel van aandeelhouders om via de bevoegdheid tot het benoemen, schorsen of ontslaan van bestuurders of commissarissen (indirect) invloed uit te oefenen op de strategie, tijdelijk buitenspel gezet.

Aandeelhouders blijven het recht houden te verzoeken om bijvoorbeeld het ontslag van een bestuurder op de agenda te zetten. Het bestuur kan dit onderwerp als bespreekpunt agenderen (vgl. Hoge Raad 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, r.o. 3.3.7).

De vennootschap blijft de mogelijkheid behouden om een disfunctionerende bestuurder of commissaris te schorsen of te ontslaan. Ook moet het mogelijk zijn voor de vennootschap om een nieuwe bestuurder of commissaris te benoemen, bijvoorbeeld ingeval plotseling een vacature ontstaat. Daartoe is een uitzondering opgenomen voor het geval de vennootschap (en niet de aandeelhouder) het voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag bij de oproeping als punt ter stemming vermeldt.

Voortijdige beëindiging

Een bestuur kan besluiten de bedenktijd voortijdig te beëindigen indien het van mening is dat het voldoende zicht heeft op de effecten op de stakeholders en het een afweging van deze belangen heeft gemaakt. Bij de voortijdige beëindiging geldt eveneens dat de RvC hier mee moet instemmen. Ook kan de bedenktijd voortijdig worden beëindigd door de rechter, wanneer het bestuur niet langer in redelijkheid kan oordelen dat het voortduren van de bedenktijd kan bijdragen aan een zorgvuldige beleidsbepaling.

Dialoog met belanghebbenden

Tijdens de bedenktijd staat een zorgvuldige dialoog met (direct) belanghebbenden centraal, waaronder in ieder geval aandeelhouders met een agenderingsrecht en werknemers via de ondernemingsraad. In het wetsvoorstel staat dat het bestuur in ieder

geval de aandeelhouders met een belang van ten minste 3% en de ondernemingsraad raadpleegt gedurende de bedenktijd. Voor werknemers zal de raadpleging bijvoorbeeld via het overleg bestuurder-ondernemingsraad overeenkomstig artikel 24 van de WOR kunnen plaatsvinden of op grond van een voorgenomen besluit (art. 25 WOR). Indien de geraadpleegde aandeelhouders of de ondernemingsraad aan het bestuur een standpunt kenbaar hebben gemaakt, bepaalt het wetsvoorstel dat het bestuur dit standpunt onverwijld plaatst op de website van de vennootschap. Op deze wijze wordt gewaarborgd dat belanghebbenden toegang hebben tot relevante informatie afkomstig van andere belanghebbenden. Dit bevordert de transparantie en biedt de mogelijkheid om de gang van zaken tijdens de bedenktijd te volgen. Aan de mogelijke belangen van de geraadpleegde partijen bij het niet publiceren van informatie wordt tegemoet gekomen, door de voorwaarde dat alleen met instemming van de betrokken partij het standpunt wordt gepubliceerd. Gelet op de wens om transparantie te bevorderen, is het wenselijk dat partijen zoveel mogelijk instemmen met publicatie.

Daarnaast zal de vennootschap ook andere stakeholders kunnen betrekken. Gezien de veelal meer informele relaties met andere stakeholders en de verschillende bedrijfsactiviteiten die beursvennootschappen verrichten, is het niet opportuun om de wijze van interactie met stakeholders voor te schrijven. Een onderneming die veel uitbesteedt, heeft een andere relatie met stakeholders en heeft mogelijk ook meer stakeholders dan een onderneming die veel activiteiten zelf verricht. *Mutatis mutandis* geldt dat voor bedrijven die vooral intermediaire producten leveren en dus zakelijke klanten hebben, of juist vooral aan consumenten leveren. Specifieke bedrijfsonderdelen zoals productie, onderzoek en ontwikkeling en het hoofdkantoor kennen ook weer een eigen omgeving en stakeholders. Zo zal een onderzoeks- en ontwikkelcentrum (R&D) vaak deel uit maken van een lokaal of regionaal ecosysteem. Daar is vaak sprake van een intensieve samenwerking tussen verschillende partijen, met een publieke en/of private achtergrond. Een overname kan gevolgen hebben voor een dergelijk ecosysteem en geeft een indicatie van de stakeholders waarmee een dialoog kan worden aangegaan.

De vennootschap doet verslag van het gevoerde beleid en de gang van zaken sinds het invoeren van de bedenktijd. Uiterlijk een week na afloop van de bedenktijd maakt de vennootschap het verslag openbaar, door plaatsing op de website van de vennootschap. Daarmee legt het bestuur verantwoording af aan de algemene vergadering. Het verslag wordt de eerstvolgende vergadering na de bedenktijd als bespreekpunt op de agenda geplaatst. Op deze vergadering kan tevens het agendapunt dat heeft geleid tot het invoeren van de bedenktijd worden besproken, voor zover relevant. Deze bevoegdheid van de algemene vergadering is immers weer herleefd. De aandeelhouders zullen het verslag van het bestuur over het gevoerde beleid en de gang van zaken tijdens de bedenktijd bespreken tijdens de vergadering. Vervolgens kan over het verzoek om ontslag worden gestemd, zodat het verslag kan worden betrokken bij de stemming. Het ligt in de rede dat eerst het verslag wordt besproken, en daarna het verzoek om ontslag.¹⁶

4. Effecten en samenloop

Effecten

Het wetsvoorstel kan een effect hebben op het investeringsklimaat. Een lagere liquiditeit van de aandelenmarkt maakt financieringskosten voor bedrijven mogelijk hoger. Daar

¹⁶ Vgl. Rb Amsterdam 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845.

staat tegenover dat de meeste financiering van projecten via schuld en ingehouden winst lijkt plaats te vinden. Overnames worden wel (deels) door nieuwe emissies gefinancierd. Daarnaast is beursgang van bedrijven in Nederland met beschermingsmaatregelen eerder regel dan uitzondering. Veel beursvennootschappen kennen dan ook een beschermingsmaatregel tegen (vijandige) overnames.

Naar de effecten van fusies en overnames is uitgebreid empirisch onderzoek gedaan. De belangrijkste uitkomst daarvan is dat een grote meerderheid van fusies en overnames niet de vooraf voorspelde baten oplevert in termen van bijvoorbeeld waarde voor aandeelhouders:

- McKinsey (Early 2004)¹⁷ geeft aan dat 70% (n=77) van de door hen onderzochte bedrijven niet in staat bleek om de ingeschatte winststijging ten gevolge van synergie-effecten te realiseren. Ook bleek 61% (n=92) niet de verwachte kostenbesparingen te behalen. Deloitte noteerde daarvoor in 2016¹⁸ in zijn jaarlijkse M&A-rapport 75%.
- Drees (2014)¹⁹ heeft een veelvoud van academisch onderzoek in één meta-analyse bij elkaar gebracht. Uit zijn analyse blijkt dat overnames en fusies geen correlatie vertonen met marktprestatie-indicatoren. Bedrijfsprestaties laten op de langere termijn wel een verbetering zien.
- Dankbaar en Schenk (2017)²⁰ beargumenteren ook dat zeer veel overnames voor de overnemende partij geen aandeelhouderswaarde genereren. Dit volgt onder meer ook uit Schenk (2006).²¹ Ze geven aan dat er zeker succesvolle overnames zijn, maar het grootste deel, ze geven een ruwe schatting van ongeveer 75%, mislukt.²²

Investeerders en aandeelhouders wijzen er op dat Nederland een aantrekkelijke markt heeft om in te investeren, maar dat de concurrentie internationaal gezien groot is. Zij wijzen er op dat de bedenktijd ertoe kan leiden dat er druk wordt gezet op bedrijven om zich niet in Nederland te vestigen, of dat er minder in Nederland geïnvesteerd wordt. Bestuurders zouden zich onschendbaar kunnen voelen en daarmee niet het uiterste uit

¹⁷ Early, S. (2004), "New McKinsey research challenges conventional M&A wisdom," *Strategy & Leadership*, Vol. 32(2), pp.4-11.

¹⁸ Deloitte, M&A Trends, Year-end Report 2016 (<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-ma-mergers-and-acquisitions-trends-2016-year-end-report.pdf>).

¹⁹ Drees, J.M., "(Dis)Aggregating Alliance, Joint Venture, and Merger and Acquisition Performance: A Meta-Analysis," in Finkelstein, S. C.L. Cooper (ed.) *Advances in Mergers and Acquisitions*, Volume 13 Emerald Group Publishing Limited, pp.1 – 24. Bij een meta-analyse moeten de studies van enige kwaliteit zijn waarna ze op statistische significantie worden vergeleken. Drees maakt gebruik van 204 onderzoeken die kijken naar de relatie tussen de drie meest gebruikte uitbreidingsstrategieën voor bedrijven (joint venture, strategische allianties en fusies & overnames) en bedrijfsprestaties. De onderliggende papers beslaan een lange periode (1972-2013).

²⁰ Dankbaar, H. en E. Schenk, "Maatschappelijk toezicht op overnames is dringend gewenst," *ESB*, Jaargang 102 (4751) 13 juli 2017, pp. 330-3. Zij geven aan dat dit ook geldt voor andere mogelijke succesindicatoren als reële productiviteit, winstgevendheid, marktaandeelgroei en innovativiteit.

²¹ Schenk, H. (2006), 'Mergers and concentration policy,' in: P. Bianchi en S. Labory (red.), *International handbook of industrial policy*, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 153–179.

²² Dit geldt over alle overnamegolven. Daarvan hebben ze er de afgelopen honderd jaar zes geïdentificeerd, met een duur van zes à zeven jaren. De laatste twee waren van 1995 tot 2001 en van 2003 tot 2008. Tijdens zo'n golf neemt het aantal overnames in korte tijd sterk toe. Na het bereiken van een piek daalt het aantal weer.

zichzelf en de vennootschap halen.²³ Hiermee wordt eigenlijk beweerd dat de bedenktijd tot een soort 'Dutch discount' zou kunnen leiden. In de jaren '90 van de vorige eeuw werd met deze term gesuggereerd dat aandelen van Nederlandse bedrijven goedkoper waren dan die van andere Europese of Amerikaanse bedrijven vanwege de in Nederland gebruikelijke beschermingsconstructies. Het bestaan van een Dutch discount is niet wetenschappelijk aangetoond. Dit is vooral een kwestie van perceptie. Het is daarom zaak om hier aandacht voor te hebben in publieke uitingen en ook richting internationale beleggers actief te communiceren over het wetsvoorstel. Mede in reactie op de signalen vanuit diverse stakeholders bevat het wetsvoorstel een aantal waarborgen voor voldoende *checks and balances*.

Daarnaast kan het wetsvoorstel leiden tot meer risico op marktmisbruik. Zo kan over een lange periode bij meerdere (externe) partijen voorwetenschap aanwezig zijn: het voornemen om de bedenktijd in te roepen kan als voorwetenschap kwalificeren; indien er tijdens de bedenktijd met stakeholders wordt gesproken, kan de inhoud van die gesprekken ook kwalificeren als voorwetenschap. Hoe groter het aantal personen met voorwetenschap wordt, hoe groter de kans dat een persoon handelt met deze informatie of een derde tippt (overtreding van het tipverbod). Indien de informatie uitlekt en de doelvennootschap daarmee de vertrouwelijkheid blijkbaar niet langer kan waarborgen, zal de doelvennootschap eventuele voorwetenschap openbaar moeten maken, ook indien de doelvennootschap de tijd wellicht nog niet rijp acht. Doet zij dat niet, dan is de vennootschap in overtreding van de plicht om voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken. Daarom is van belang dat is voorzien in voldoende effectief toezicht om dit risico zoveel mogelijk te beperken. De AFM houdt toezicht op marktmisbruik en naleving van de regelgeving ter voorkoming hiervan. Ingeval van marktmisbruik zal zij – indien nodig – handhavingsmaatregelen treffen, zoals het opleggen van een boete. Alles afwegende acht de regering de voordelen die de introductie van de bedenktijd brengen, opwegen tegen het mogelijke toenemende risico op marktmisbruik.

Het wetsvoorstel raakt de procedure van het openbaar bod niet. De processtappen en termijnen in geval van openbare biedingen worden door de voorgestelde bedenktijd onverlet gelaten. De gedachte achter de bedenktijd is dat, doordat het bestuur van de doelvennootschap de mogelijkheid heeft om voldoende tijd en rust te creëren voor een zorgvuldige beleidsbepaling, een overname vaker als succesvol kan worden beschouwd. Ook heeft de bedenktijd een breder oogmerk en een bredere werking dan het beoordelen van een overnamebod als zodanig.

Bedenktijd gaat niet samen met onbeschermd karakter

Vennootschappen hebben de mogelijkheid om statutair vast te leggen dat zij een onbeschermd structuur in de zin van de richtlijn betreffende het openbaar overnamebod hebben (de zogenaamde *no frustration rule*).²⁴ De *no frustration rule* verplicht het bestuur zich neutraal op te stellen en zich te onthouden van handelingen die een openbaar overnamebod kunnen frustreren, tenzij de algemene vergadering tevoren heeft ingestemd met maatregelen om de overname te frustreren. Wanneer Nederlandse beursvennootschappen vrijwillig kiezen voor een onbeschermd karakter, kunnen zij de bedenktijd in principe niet inroepen, tenzij de bieder wel beschermd is en de algemene vergadering instemt met het afzien van de *no frustration rule* (zie artikel

²³ Zie ook paragraaf 2.3 en de daar aangehaalde literatuur.

²⁴ Kamerstukken II, 2005-2006, 30419, nr. 3, p. 18.

359b lid 1 onder a, alsmede lid 4). Indien een vennootschap aan een buitenlandse beurs genoteerd is waar de *no frustration rule* geldt of vergelijkbare beperkingen die de bedenktijd doorkruisen, zal de vennootschap evenmin gebruik kunnen maken van de bevoegdheid om de bedenktijd in te roepen. Gelet op deze mogelijkheid om een onbeschermde structuur in de statuten vast te leggen, is het niet nodig om nog separaat te voorzien in statutaire uitsluiting of beperking van de bedenktijd. Voor de volledigheid wordt nog opgemerkt dat het bestuur geenszins verplicht is de bedenktijd in te roepen.²⁵

Samenloop met andere beschermende maatregelen

De regering acht het niet wenselijk dat er volledige stapeling van bedenktijd met andere beschermingsmaatregelen plaatsvindt. De rechter kan daarom de oproeping van beschermingsmaatregelen in voorkomende gevallen blokkeren. Dit geldt bijvoorbeeld voor stapeling van de bedenktijd met al bestaande (statutaire) beschermingsmaatregelen. Eveneens is denkbaar dat de rechter de bedenktijd voortijdig beëindigt, indien na het oproepen van de bedenktijd beschermingsmaatregelen worden ingeroepen. Het opeenvolgend oproepen van de bedenktijd voor eenzelfde geval wordt evenmin wenselijk geacht. Indien het bestuur eenmaal de bedenktijd heeft ingeroepen, kan deze niet tussentijds worden “verlengd” indien er gedurende de bedenktijd een nieuwe aanleiding voor het oproepen ontstaat. Indien na het einde van de bedenktijd een nieuwe aanleiding ontstaat en het bestuur roept de bedenktijd in, is het aan de Ondernemingskamer om te beoordelen of het bestuur in redelijkheid de bedenktijd heeft kunnen oproepen (marginale toets).

De meeste Nederlandse beursvennootschappen zijn beschermd via een van het bestuur onafhankelijke stichting die opties houdt op beschermingspreferente aandelen. De stichting kan deze optie inzetten indien de vennootschap wordt bedreigd (vgl. de stichting in geval van America Móvil bij KPN). Andere vennootschappen (bv. AkzoNobel) hebben bijzondere zeggenschapsrechten toegekend aan een stichting die prioriteitsaandelen houdt.

De bedenktijd onderscheidt zich van beschermingspreferente aandelen doordat de laatste zorgen voor verwatering van zeggenschap van aandeelhouders bij een vijandig bod of aandeelhoudersactivisme. De bedenktijd is een gericht instrument dat strekt tot bevordering van zorgvuldige besluitvorming en uitsluitend gericht is op de bevoegdheid van de algemene vergadering tot schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen. De bedenktijd onderscheidt zich van de responstijd in de Code doordat de responstijd de agendering van een voorstel verhindert, terwijl de bedenktijd de agendering onverlet laat. Het voorstel kan dus op de AvA besproken worden, maar de AvA kan er geen besluit over nemen.

Zoals hiervoor onder 2.2. is aangegeven, bevat de Code de zogenoemde responstijd, die regelt dat een aandeelhouder het bestuur een redelijke termijn van maximaal 180 dagen dient te geven om te reageren op een voornemen tot een verzoek tot agendering van een onderwerp dat kan leiden tot een strategiewijziging (bepaling 4.1.7). Deze responstijd moet worden gebruikt om nader te beraden en constructief overleg te voeren (bepaling 4.1.6). Dit doel is vergelijkbaar met het doel van de bedenktijd. De bedenktijd is een wettelijke regeling en biedt in dat opzicht meer rechtszekerheid dan de code. Verder is de duur van de bedenktijd langer en bestaat de mogelijkheid om de bedenktijd

²⁵ Kamerstukken II, 2018-2019, 29826, nr. 108.

ook in te roepen bij een openbaar bod). Er bestaat hiermee overlap tussen de bedenktijd en de responstijd. De Afdeling advisering van de Raad van State heeft hier aandacht voor gevraagd in haar advies. De wettelijke bedenktijd gaat voor op de regeling van de responstijd. De responstijd kan blijven bestaan en partijen kunnen deze regeling vrijwillig blijven toepassen, indien zij dat wenselijk achten. Het is aan de bij de Code betrokken partijen om te bepalen of en zo ja, wanneer en op welke wijze zij de Code willen aanpassen. In 2016 is de Code voor het laatst herzien, door de Commissie Van Manen op verzoek van de zogenaamde "schragende partijen".²⁶ Dit heeft geleid tot een voorstel tot aanpassing dat vervolgens ter consultatie aan marktpartijen is voorgelegd. Vervolgens is de Code gefinaliseerd en wettelijke verankerd.²⁷

Gelet op het feit dat bescherming zich in vele schakeringen kan voordoen, ligt het in de rede om in concrete gevallen van samenloop tussen bedenktijd en beschermingsmaatregelen ruimte te laten aan maatwerk. Om die reden wordt het aan de rechter overgelaten om het gebruik van de bedenktijd te verrekenen met het gebruik van andere beschermingsmaatregelen die gericht zijn benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen of op overnames. Als het bestuur eerst de responstijd uit de Code inroept en daarna de bedenktijd, ligt het in de rede dat de 180 dagen van de responstijd in mindering komen van het maximum van 250 dagen van de bedenktijd. Als de bedenktijd is ingeroepen en het biedingsproces loopt nog, kan een beschermingsstichting aanleiding zien om de optie op beschermingspreferente aandelen te gebruiken. In dat geval ligt het in de rede dat de duur van de bedenktijd wordt meegenomen in de duur dat de beschermingspreferente aandelen uitstaan of kan er aanleiding zijn de bedenktijd voortijdig te beëindigen.

5. Verhouding tot Europees recht

5.1 Europeesrechtelijk kader en kern van de beoordeling

Bij de vormgeving van de wettelijke bedenktijd is rekening gehouden met de verenigbaarheid met het vrij verkeer van kapitaal artikel 63 Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) en de vrijheid van vestiging (artikel 49 VWEU) en relevante harmonisatiemaatregelen van de Uniewetgever. Het betreft de richtlijn aandeelhoudersrechten (richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen (PbEU 2017, L 184)) en de richtlijn openbaar overnamebod (richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (PbEU 2004, L 142)). Bij de toetsing aan het Unierecht zal volgens vaste jurisprudentie eerst beoordeeld moeten worden in hoeverre de voorgestelde wettelijke bedenktijd binnen het toepassingsbereik komt van de harmonisatiemaatregelen en verenigbaar zijn met deze maatregelen. Pas als de wettelijke bedenktijd niet geheel of gedeeltelijk binnen het toepassingsbereik van de harmonisatiemaatregelen valt, komt de verenigbaarheid met het vrij verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging in beeld.

De toetsing van de voorgestelde bedenktijd leidt tot de conclusie dat deze wettelijke regeling als zodanig niet binnen het toepassingsbereik van de harmonisatiemaatregelen

²⁶ Deze schragende partijen zijn: VNO-NCW, VEUO, Eumedion, VEB, FNV, CNV en Euronext.

²⁷ Besluit van 29 augustus 2017 tot wijziging van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (Stb. 2017, 332).

valt noch de effectieve werking daarvan aantast. Daarnaast is verdedigbaar dat de voorgestelde bedenktijd niet als belemmering van de vrijheid van vestiging kan worden beschouwd noch van het vrij verkeer van kapitaal zoals gewaarborgd in het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie. Aandeelhouders kunnen de aan hun aandelen verbonden rechten onverminderd uitoefenen en ook de mogelijkheid tot een vijandige overname blijft bestaan. Voor zover er sprake zou zijn van een belemmering is deze non-discriminatoire belemmering gerechtvaardigd wegens verschillende dwingende redenen van algemeen belang en geschikt om het beoogde doel te bereiken. De bedenktijd gaat ook niet verder dan nodig is om een ordentelijke belangenafweging door het bestuur van een vennootschap te faciliteren. Dit wordt hierna toegelicht.

Over de Europeesrechtelijke aspecten is voorlichting gevraagd aan de Afdeling advisering van de Raad van State. De Afdeling komt in deze voorlichting tot de conclusie dat een wettelijke bedenktijd, zoals geschetst in de bijlage bij het verzoek om voorlichting, niet in strijd is met de richtlijn aandeelhoudersrechten en niet raakt aan het overnameproces zoals dat in de richtlijn openbaar overnamebod is geregeld. Dat neemt niet weg dat een bedenktijd het vrije verkeer van kapitaal en vestiging kan belemmeren. Hiervoor kan evenwel een rechtvaardiging worden aangevoerd. Een bedenktijd bewerkstelligt dat het bestuur de gelegenheid krijgt om het besluitvormingsproces binnen de algemene vergadering te temporiseren om zo te bewerkstelligen dat de kwaliteit van de besluitvorming wordt bevorderd opdat met alle betrokken stakeholderbelangen rekening wordt gehouden en wordt voorkomen dat onverhoeds ingrijpende koerswijzigingen worden doorgevoerd. Mede met het oog op de Europeesrechtelijke vereisten van noodzaak en proportionaliteit, is het van belang dat wordt voorzien in adequate (wettelijke) waarborgen om te verzekeren dat een bedenktijd alleen wordt ingeroepen wanneer dat strikt nodig is en niet langer duurt dan vereist is voor het bereiken van zorgvuldige besluitvorming. Daarbij is ook van belang de verhouding tot andere beschermingsconstructies te bezien.²⁸ De regering is de Afdeling advisering erkentelijk voor de voorlichting. Deze is verwerkt in de onderstaande toelichting.

5.2 Harmonisatiemaatregelen

De richtlijn aandeelhoudersrechten

De richtlijn aandeelhoudersrechten heeft tot doel de grensoverschrijdende uitoefening van aandeelhoudersrechten te vergemakkelijken. Volgens artikel 1 is de richtlijn erop gericht om voorschriften vast te stellen voor de uitoefening van bepaalde aan aandelen met stemrecht verbonden aandeelhoudersrechten in verband met algemene vergaderingen van beursvennootschappen die hun statutaire zetel in een lidstaat hebben. Het gaat om minimumharmonisatie (artikel 3).

Voor de beoordeling van de bedenktijd is in het bijzonder het agenderingsrecht van belang (artikel 6), waaronder het recht om ontwerp-resoluties in te dienen. Aandeelhouders moeten de aangedragen agendapunten motiveren. Aan aandeelhouders wordt één termijn (aantal dagen) gesteld tot wanneer zij voorafgaand aan de AvA van het agenderingsrecht gebruik kunnen maken. Artikel 6 is geïmplementeerd in artikel 2:114a BW.

²⁸ Voorlichting Afdeling advisering Raad van State, W16.18.0094.

De richtlijn regelt de wijze waarop aandeelhouders onderwerpen op de agenda van een beursvennootschap kunnen plaatsen of ontwerp-resoluties kunnen indienen, maar bepaalt niet tot welke onderwerpen de bevoegdheid van de algemene vergadering zich uitstrekt.²⁹ Met richtlijn 2017/828 tot wijziging van de richtlijn aandeelhoudersrechten ter bevordering van de aandeelhoudersbetrokkenheid (PbEU 2017/L132) bevat de richtlijn specifieke voorschriften die de betrokkenheid van aandeelhouders, met name op de lange termijn, bevorderen. Deze specifieke voorschriften hebben onder meer betrekking op de bezoldiging van bestuurders, waarvoor in de richtlijn is voorgeschreven dat de algemene vergadering bevoegd is te stemmen over het bezoldigingsbeleid en het bezoldigingsverslag (artikel 9bis en 9ter) en transacties met verbonden partijen (artikel 9quater).³⁰ De richtlijn blijft daarmee de ruimte laten aan het nationale vennootschapsrecht inzake de bevoegdheden binnen de vennootschap. Dit past ook bij de notie dat vennootschappen hun bestaan ontleenen aan de nationale wetgeving die de oprichtings- en werkingsvoorwaarden ervan bepaalt.³¹ De verdeling van de bevoegdheden en wederzijdse verplichtingen tussen organen van een vennootschap zoals het bestuur en de algemene vergadering is een voorbeeld van werkingsvoorwaarden die het nationale vennootschapsrecht regelt. Het tijdelijk opschorten van de bevoegdheid in de algemene vergadering te stemmen over ontslag, benoeming en schorsing van bestuurders, belet aandeelhouders niet om te verzoeken deze onderwerpen ter bespreking aan de agenda voor te leggen. De wettelijke bedenktijd past daarmee binnen de kaders die de richtlijn aandeelhoudersrechten stelt. De bedenktijd ontnemt bovendien niet het nuttig effect aan de richtlijn, nu deze strekt tot bevordering van de kwaliteit van de besluitvorming en wordt voorzien in voldoende (wettelijke) waarborgen.

De richtlijn openbaar overnamebod

De richtlijn openbaar overnamebod heeft tot doel de coördinatie te realiseren van de wettelijke bepalingen, gedragscodes en andere regelingen van de lidstaten betreffende openbare overnamebiedingen op effecten van onder het recht van een lidstaat vallende vennootschappen, wanneer deze effecten zijn toegelaten tot de handel op één of meer in de lidstaten gereguleerde markten (zie artikel 1, eerste lid). De richtlijn beoogt bij het openbaar overnamebod de belangen van zowel de houders van effecten als die van derden te beschermen, om gelijke voorwaarden daarvoor binnen de EU te creëren en om duidelijkheid en transparantie te verschaffen over de juridische kwesties die in het geval van een openbaar overnamebod geregeld moeten worden.

De richtlijn schrijft gedetailleerd voor welke wettelijke inkadering van het proces van een openbaar overnamebod moet plaatsvinden. De richtlijn regelt bijvoorbeeld de minimum en maximumperiode van de aanbiddingstermijn van de aandelen na de publicatie van het biedingsbericht en procedurele en informatieverplichtingen die van toepassing zijn op de bieder, het bestuur van de doelvennootschap, de aandeelhouders en de toezichthoudende autoriteit. De richtlijn voorziet niet in een materiële bevoegdheidsverdeling tussen de organen van een vennootschap – behoudens de eerdergenoemde facultatieve regeling van de *no frustration rule* neergelegd in artikel 9, eerste en tweede lid, en de zogenoemde doorbraakregeling in artikel 11 die het mogelijk maakt om statutaire beperkingen voor de overdracht van aandelen aan de bieder te

²⁹ Vgl. Conclusie AG Timmerman, Fugro/Boskalis, ECLI:NL:PHR:2018:14, r.o. 4.131.

³⁰ Deze richtlijn wordt in Nederlandse wetgeving omgezet, zie <https://www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidaandeelhouders>.

³¹ Arrest HvJEU van 27 september 1988, Daily Mail and General Trust, zaak 81/87, overweging 19.

negeren tijdens een openbaar overnamebod. Deze lidstaattopties zijn geïmplementeerd in artikel 2: 359b en 359c BW, waarbij de keuze aan de vennootschap is gelaten.

Voorts is voor de bedenktijd relevant dat lidstaten een termijn vaststellen voor de aanvaarding van een openbaar overnamebod (artikel 7). Verder bevat de richtlijn de verplichting voor het bestuur van de doelvennootschap om een advies op te stellen aan de houders van haar effecten over de gevolgen van de uitoefening van het bod voor de belangen van de vennootschap, waaronder de werkgelegenheid, de arbeidsvoorwaarden en de vestigingsplaatsen van de vennootschap (artikel 9, vijfde lid).

De bedenktijd wordt niet beschouwd als een nadere invulling of uitwerking van de richtlijn openbaar overnamebod zoals is toegestaan ingevolge artikel 3, tweede lid, van de richtlijn, omdat het doel en de werking van de wettelijke bedenktijd niet ziet op biedingen als zodanig. Het doel van de bedenktijd is het creëren van voldoende rust en tijd voor het bestuur om – in dialoog met aandeelhouders en andere stakeholders – op zorgvuldige wijze de strategie te bepalen, niet alleen ten aanzien van het bod, maar ten aanzien van de continuïteit van de onderneming. Wel bestaan er een samenhang en wisselwerking tussen enerzijds de voorgestelde bedenktijd en anderzijds de richtlijn openbaar overnamebod.

Voor de beoordeling van de wettelijke bedenktijd zijn de volgende elementen van de richtlijn relevant:

- het algemene beginsel dat de houders van de effecten over voldoende tijd en inlichtingen beschikken om met kennis van zaken over het bod te kunnen beslissen en de daaraan verbonden verplichting voor het bestuur van de doelvennootschap tot openbaarmaking van zijn – met redenen omklede – standpunt en advies aan de houders van de effecten over het bod en, met name, zijn mening omtrent de gevolgen van de uitvoering van het bod voor de belangen van de vennootschap, waaronder de werkgelegenheid, de arbeidsvoorwaarden en de vestigingsplaatsen van de vennootschap alsmede over de strategische plannen van de bieder voor de doelstelvennootschap zoals verplicht weergegeven in het biedingsbericht (respectievelijk artikel 3, eerste lid, onderdeel b, en artikel 9, vijfde lid, van de richtlijn);
- het algemene beginsel dat het bestuur van de doelvennootschap dient te handelen in het belang van de vennootschap als geheel en de houders van effecten niet de mogelijkheid mag ontzeggen om over de merites van een bod te beslissen (artikel 3, eerste lid, onderdeel c, van de richtlijn);
- het algemene beginsel dat de doelvennootschap niet langer dan redelijk is in haar werkzaamheden mag worden gehinderd door een bod op haar effecten (artikel 3, eerste lid, onderdeel f, van de richtlijn);

Deze beginselen dienen de lidstaten te volgen als richtsnoeren voor de toepassing van deze richtlijn, zonder dat hierin algemene beginselen van Unierecht besloten liggen.³²

De voorgestelde bedenktijd strookt met het algemene beginsel dat de houders van de effecten over voldoende tijd en inlichtingen beschikken om met kennis van zaken over een bod te kunnen beslissen. De voorgestelde bedenktijd faciliteert de nakoming van dit algemene beginsel door het bestuur van de doelvennootschap in de gelegenheid te stellen de houders van de effecten op gepaste en afgewogen wijze met medeneming van de stakeholderbelangen te kunnen informeren, zonder risico op ontslag of handelingen

³² Arrest HvJEU van 15 oktober 2009, zaak C-101/08, Audiolux SA, overweging 51.

die daarop gericht zijn. Het op grond van de richtlijn voorgeschreven standpunt van het bestuur van de doelvennootschap is gericht op de informatieverstrekking over het voorliggende bod, terwijl de wettelijke bedenktijd een bredere werking heeft en het bestuur in staat stelt om ook alternatieven te onderzoeken voor de voorgenomen strategische plannen van de bidder, met inbegrip van de mogelijkheid dat een andere transactie met een andere investeerder wordt onderzocht. Dit past bij de rol van het bestuur ten aanzien van het beleid van de vennootschap. Bovendien zorgt de bedenktijd voor rust voor het bestuur, doordat de voorgeschreven algemene vergadering ter bespreking van het bod, niet kan worden aangegrepen om bestuurders of commissarissen te schorsen of te ontslaan. De voorgestelde regeling van de wettelijke bedenktijd laat onverlet de reeds geldende procedurele verplichting voor het bestuur om – zoals hierboven beschreven – een met redenen omkleed standpunt in te nemen en te publiceren over het bod en de gevolgen verbonden aan de uitvoering van het bod voor de belanghebbenden van de vennootschap binnen de gestelde termijnen.

Het algemene principe dat het bestuur van de doelvennootschap dient te handelen in het belang van de vennootschap als geheel en de houders van effecten niet de mogelijkheid mag ontzeggen om over de merites van een bod te beslissen, wordt door de voorgestelde regeling van de wettelijke bedenktijd evenmin aangetast. Oogmerk van de regeling van de wettelijke bedenktijd is juist om het bestuur te faciliteren om te handelen in het belang van de vennootschap als geheel door de rol in te vullen die het bestuur toekomt bij het bepalen van het beleid van de vennootschap. De wettelijke bedenktijd bevordert rust en faciliteert een ordentelijk proces dat kan leiden tot een succesvolle overname waarin de stakeholderbelangen zijn meegewogen, een succesvol concurrerend bod of een wijziging dan wel voortzetting van de strategie van de vennootschap. Tot slot laat de voorgestelde wettelijke regeling de houders van effecten geheel vrij om in het kader van de regeling van de wettelijke bedenktijd al dan niet hun effecten aan de bidder aan te bieden.

De voorgestelde regeling tast evenmin het algemene beginsel dat de doelvennootschap niet langer dan redelijk is in haar werkzaamheden mag worden gehinderd door een bod op haar effecten aan. De termijnen zoals voorzien in het proces van een openbaar overnamebod worden door de wettelijke bedenktijd onverlet gelaten. Bovendien eindigt de bedenktijd de dag na de gestanddoening van het openbaar bod, zodat een bidder die zeggenschap heeft verkregen, deze ook kan uitoefenen en desgewenst andere bestuurders en commissarissen kan benoemen.

5.3 Verdragsvrijheden

Zowel de vrijheid van vestiging als het vrij verkeer van kapitaal zijn volgens het Hof van Justitie EU relevant voor het beoordelen van maatregelen van lidstaten die van invloed kunnen zijn ten aanzien van grensoverschrijdende investeringen.³³ Het toepassingsbereik van de vrijheid van vestiging en het vrij verkeer van kapitaal verschillen.

Vrij verkeer van kapitaal

Krachtens artikel 63 VWEU zijn alle beperkingen ten aanzien van het vrij verkeer van kapitaal en van betalingsverkeer tussen de lidstaten en tussen de lidstaten en derde

³³ Zie in deze zin bijv. arrest HvJEU van 26 maart 2009, Commissie/Italië, zaak C-326/07 overweging 36.

landen met ingang van 1 januari 1994 in beginsel verboden.³⁴ Nationale maatregelen die het verwerven van deelnemingen in ondernemingen kunnen beletten of beperken, of investeerders uit andere lidstaten ervan kunnen weerhouden in die ondernemingen te investeren, worden in beginsel getroffen door het verbod op het beperken van het vrij verkeer van kapitaal.³⁵

Onder het vrij verkeer van kapitaalverkeer vallen met name directe investeringen in de vorm van deelneming in een onderneming door aandeelhouderschap die de mogelijkheid biedt om daadwerkelijk deel te hebben in het bestuur van of de zeggenschap over een vennootschap en portefeuillebeleggingen, inhoudende de verwerving van effecten op de kapitaalmarkt met uitsluitend doel te beleggen zonder invloed op het bestuur van en de zeggenschap over de onderneming te willen uitoefenen.³⁶ Dit laatste valt onder de vrijheid van vestiging. Het vrij verkeer van kapitaal is niet alleen van toepassing op kapitaalverkeer op de interne markt van de Europese Unie, maar ook op het kapitaalverkeer van en naar derde landen.³⁷

Met betrekking tot de vraag hoe ver het vrij verkeer van kapitaal strekt ten aanzien van de omvang en werking van aandeelhoudersrechten heeft het Hof van Justitie slechts in beperkte mate duidelijkheid verstrekt. De zogeheten "golden share" jurisprudentie van het Hof van Justitie biedt aanwijzingen over de betekenis van het vrij verkeer van kapitaal ten aanzien van aandeelhoudersrechten. "Golden shares" zijn bijzondere aandelen in (voormalige) staatsondernemingen die de overheid meer zeggenschapsrechten gunt als (bijzonder) aandeelhouder dan de overheid normaliter toekomt gelet op het aandelenbelang dat deze overheid in de betrokken vennootschap houdt.³⁸ Uit deze "golden share" jurisprudentie blijkt dat een bevoorrechte status van de *overheid* als (bijzonder) aandeelhouder in een vennootschap – zelfs als het reguliere vennootschapsrecht dergelijke bijzonder zeggenschapsrechten toestaat – kwalificeert als een belemmering van het vrij verkeer van kapitaal. De "golden share" jurisprudentie gaat niet zo ver dat elke wettelijke regeling die het functioneren van vennootschappen regelt, een belemmering van het vrij verkeer van kapitaal vormt. Dit wordt ook bevestigd in de meer algemene jurisprudentie over het vrij verkeer van kapitaal.

Volgens vaste jurisprudentie van het Hof van Justitie is er sprake van een belemmering van het vrij verkeer van kapitaal indien een maatregel het verwerven van aandelen van de betrokken ondernemingen kan blokkeren of beperken, of beleggers uit andere lidstaten ervan kan weerhouden in die ondernemingen te investeren.³⁹

³⁴ Zie arrest HvJEU van 18 december 2007, zaak Skatteverket/A, C-101/05, overweging 20 en de aldaar aangehaalde jurisprudentie.

³⁵ Arrest HvJEU van 19 mei 2009, Commissie/Italië, zaak C-531/06, overweging 46 en de aldaar aangehaalde jurisprudentie.

³⁶ Arrest HvJEU van 21 oktober 2010, zaak C-81/09, Idryma Typou AE, overweging 48; arrest HvJEU van 17 september 2009, zaak C-182/08, Glaxo Wellcome, overweging 40.

³⁷ Zie artikel 63, tweede lid, VWEU en arrest HvJEU van 20 mei 2008, Staatssecretaris van Financiën/Orange European Smallcap Fund NV, zaak C-194/06, overwegingen 87-89. Overigens Landen en Gebieden Overzee (bijv. de Antillen) vallen ook qua kapitaalverkeer onder het regime voor derde landen: arrest HvJEU van 5 mei 2011, Prunus & Polonium, zaak C-384/09, overweging 20, en 29-31.

³⁸ Arrest HvJEU van 28 september 2006, Commissie/Nederland, gevoegde zaken C-282/04 en C-283/04, overwegingen 22-31.

³⁹ Zie bijv. arrest HvJEU van 21 oktober 2010, Idryma Tipou, zaak C-81/09, overweging 55.

De wettelijke bedenktijd verhindert niet het uitoefenen van rechten of het verrichten van investeringen of desinvesteringen in vennootschappen door het verwerven of afstoten van aandelenbelangen. De aandeelhouders kunnen hun rechten blijven uitoefenen die hen overeenkomstig het nationale vennootschapsrecht toekomen, met inbegrip van de rechten die hen zijn toegekend door de richtlijn aandeelhoudersrechten.

De wettelijke bedenktijd codificeert door het vernieuwde eerste lid van artikel 129 de rol van het bestuur ten aanzien van het beleid van de ondernemingen zoals ook volgens de geldende Nederlandse jurisprudentie⁴⁰ en dogmatiek van toepassing is op Nederlandse vennootschappen. Het vrij verkeer van kapitaal dwingt niet tot het aanpassen of afwijken van dit fundamentele leerstuk dat aansluit bij het Rijnlandse ondernemingsmodel. Het vrij verkeer van kapitaal staat immers neutraal tegenover welk ondernemingsmodel in een lidstaat ten aanzien van de eigen vennootschappen wordt toegepast. Dat zou anders zijn, indien de Uniewetgever daartoe strekkende harmonisatie heeft vastgesteld.⁴¹

Bij de voorgestelde bedenktijd is het derhalve verdedigbaar dat er geen sprake is van een belemmering van het vrij verkeer van kapitaal. Wettelijke maatregelen worden niet door het verbod op belemmeringen van het vrij verkeer van kapitaal getroffen indien dergelijke maatregelen uitsluitend tot gevolg hebben dat investeerders uit Nederland, uit andere lidstaten van de EU en uit derde landen op gelijke wijze worden onderworpen aan een inkadering van de verhoudingen tussen de organen van Nederlandse vennootschappen. De wettelijke bedenktijd maakt geen onderscheid tussen aandeelhouders. Aandeelhouders kunnen bovendien nog immer aandelen verwerven of afstoten en hun rechten verbonden aan deze aandelen uitoefenen. Of aandeelhouders als collectief een zodanige meerderheid weten te bewerkstelligen dat de aandeelhoudersvergadering de wensen van een of meer aandeelhouders volgt, is zodanig onzeker en afhankelijk van allerlei factoren dat er geen belemmering van het vrij verkeer van kapitaal optreedt.⁴²

Voor zover er toch sprake zou zijn van een dergelijke belemmering – omdat de wettelijke regeling het investeren in Nederlandse vennootschappen formeel of feitelijk minder aantrekkelijk zou maken voor investeerders uit andere EU lidstaten of derde landen – dan kan deze belemmering worden gerechtvaardigd met een beroep op dwingende redenen van algemeen belang. Volgens jurisprudentie van het Hof van Justitie kunnen beperkingen op het vrij verkeer van kapitaal worden aangebracht mits dit noodzakelijk is, non-discriminatoire, geschikt is om het beoogde doel te bereiken en qua belemmering van het vrij verkeer niet verder gaat dan strikt genomen noodzakelijk is.⁴³

De wettelijke bedenktijd is - zoals hierboven beschreven - naar zijn aard non-discriminatoire naar nationaliteit of vestigingsplaats van de investeerder. Door de

⁴⁰ ABN AMRO, ECLI:NL:HR:2007:BA7972; ASMI (HR 9 juli 2010, ECLI: HR:HR:2010:BM0976); AkzoNobel (Ondernemingskamer 29 mei 2017; ECLI:NL:GHAMS:2017:1965).

⁴¹ Zie in deze zin arrest HvJEU van 8 december 2011, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, zaak C-157/10, overweging 39 voor wat betreft de fiscaliteit.

⁴² Zie mutatis mutandis, arrest HvJEU van 8 september 2005, Mobistar SA / Commune de Fléron, gevoegde zaken C-544/03 en C-549/03, overweging 31.

⁴³ Arrest HvJEU van 4 juni 2002, Commissie/België, zaak C-503/99, overweging 45.

voorgestelde bedenktijd worden bepaalde dwingende redenen van algemeen belang geborgd, opdat deze door het bestuur van de onderneming meegewogen kunnen worden. De verschillende stakeholderbelangen zien op elementen die door de jurisprudentie van het Hof erkend zijn als dwingende redenen van algemeen belang, te weten:

- bescherming van afnemers van diensten;⁴⁴
- consumentenbescherming;⁴⁵
- bescherming van werknemers, met inbegrip van de sociale bescherming van werknemers;⁴⁶
- bescherming van schuldeisers.⁴⁷

Het Hof van Justitie heeft geaccepteerd dat er ook sprake kan zijn van een gerechtvaardigde beperking van een fundamentele verdragsvrijheid, wanneer zij is ingegeven door economische belangen die een doelstelling van algemeen belang nastreven.⁴⁸ De voorgestelde bedenktijd dient ook ter bescherming van een goed functionerend ondernemingsbestuur dat de belangen van alle stakeholders afweegt.

Het doel van de introductie van de bedenktijd is het creëren van een periode voor het bestuur om tot een inhoudelijk gefundeerde reactie op de voorgestelde strategiewijziging of het overnamebod te komen, ongehinderd door tussentijdse voorstellen tot ontslag of schorsing van bestuurders of commissarissen. Hierbij gaat het om het evenwicht tussen het uitgangspunt dat het bestuur de belangen van de vennootschap en die van de andere betrokken stakeholders bij de vennootschap op de lange termijn dient te waarborgen enerzijds, en de belangen en rechten van de aandeelhouders, verenigd in de AvA, anderzijds. Vanuit het stakeholdersmodel heeft het bestuur een bredere verantwoordelijkheid dan de opdrachten van de AvA uit te voeren. Een bedenktijd past in deze benadering, omdat deze de kwaliteit van de besluitvorming bevordert. Dan kan met alle betrokken stakeholderbelangen rekening worden gehouden en worden voorkomen dat onverhoeds ingrijpende koerswijzigingen worden doorgevoerd. Dit uitgangspunt is naar het oordeel van de Afdeling advisering van de Raad van State een legitiem belang ter rechtvaardiging van een beperking van het vrije verkeer van kapitaal.

De voorgestelde bedenktijd is geschikt om het beoogde doel te bereiken, omdat deze het bestuur in staat stelt om binnen een afgebakende termijn de belangen van alle stakeholders te wegen en mee te nemen bij vervolgstappen. Ook bevordert de wettelijke bedenktijd in geval van de procedure van een openbaar overnamebod een dialoog tussen de bieder en het bestuur van de doelvennootschap om reeds in een vroeg stadium de belangen van de stakeholders mee te nemen die in het geding kunnen komen na een succesvol openbaar overnamebod. Daarnaast bevordert de wettelijke bedenktijd het voeren van een dialoog met andere stakeholders dan de aandeelhouders

⁴⁴ Arrest HvJEU van 11 december 2003, zaak C-215/01, Schnitzer, punt 35.

⁴⁵ Arrest HvJEU van 29 november 2007, C-393/05, Commissie/Oostenrijk, punt 52 en de aldaar aangehaalde rechtspraak.

⁴⁶ Arrest HvJEU van 17 december 1981, Webb, zaak 279/80, punt 19; arrest HvJEG van 23 november 1999, gevoegde zaken C-369/96 en C-376/96, Arblade, overweging 36.

⁴⁷ Arrest HvJEU van 26 januari 2006, zaak C-514/03, Commissie/Spanje, punten 41–44; arrest HvJEU van 29 april 2004, zaak C-171/02, Commissie/Portugal, punten 41–43.

⁴⁸ Zie bijv. arrest HvJEU van 22 oktober 2013, Essent NV e.a., gevoegde zaken C-105/12 t/m C-107/12, overweging 52, overweging 57 en overwegingen 61-65.

en bieder. Het ondersteunt het bestuur in het vervullen van het vast te stellen beleid van de vennootschap.

De proportionaliteitstoets houdt vervolgens in dat het vrije verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging niet meer mogen worden belemmerd dan nodig is voor het te bereiken (gerechtvaardigde) doel.⁴⁹ Hierbij gaat het om een afweging van de gerechtvaardigde aandeelhoudersbelangen tegenover het gerechtvaardigde belang van het bestuur om te zorgen voor een zorgvuldige besluitvorming over ingrijpende beslissingen die raken aan de koers van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. In dit licht bezien acht de Afdeling advisering van de Raad van State het van belang dat de modaliteiten van een wettelijke bedenktijd zo worden vormgegeven dat een adequate balans wordt gevonden tussen de verschillende betrokken belangen. Het zal daarbij gaan om een combinatie van wettelijke randvoorwaarden en de toepassing van het beginsel van redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8 BW). Volgens de Afdeling is het van belang dat wordt voorzien in waarborgen om te verzekeren dat een bedenktijd alleen wordt ingeroepen wanneer dat strikt nodig is en niet langer duurt dan vereist is voor het bereiken van zorgvuldige besluitvorming.

De maatregel wordt proportioneel geacht, omdat hij ruimte schept voor een zorgvuldige belangenafweging binnen de organen van de vennootschap. Het bestuur dient bovendien de goedkeuring te verkrijgen van de raad van commissarissen, voor zover aanwezig, voorafgaand aan het inroepen van de bedenktijd (zie het voorgestelde artikel 114b lid 3). Dit zorgt voor een extra waarborg dat het bestuur niet puur vanuit zelfbescherming de wettelijke bedenktijd inroept, maar dat bredere belangen van de vennootschap in het geding zijn. Voorts is de bedenktijd aan rechterlijke toetsing onderworpen (zie het voorgestelde artikel 114b lid 4). Daarnaast kent de wettelijke bedenktijd een maximum van 250 dagen (zie het voorgestelde artikel 114b lid 5) en kan deze voortijdig worden beëindigd. Bovendien is het inroepen en toepassen van de wettelijke bedenktijd gebonden aan criteria en vereist een verantwoording naar de stakeholders, waaronder de aandeelhouders (zie het voorgestelde artikel 114b leden 8 en 9).

De voorgestelde bedenktijd is ook specifiek in de context van een openbaar overnamebod proportioneel, omdat de procedurele verplichtingen uit deze richtlijn slechts toegespitst zijn op de beoordeling van het bod en de weergave van de – volgens het bestuur – voorziene effecten van een succesvol bod en de daaraan verbonden tenuitvoerlegging van de strategische plannen van de bieder. De richtlijn openbaar overnamebod is met name gericht op het geven van voldoende tijd aan aandeelhouders om te beslissen of zij al dan niet hun aandelen aanbieden aan de bieder. De richtlijn is niet gericht op het geven van voldoende tijd aan het bestuur om een belangenafweging in brede zin te maken. De richtlijn openbaar overnamebod verplicht weliswaar een bieder om in het biedingsbericht reeds informatie op te nemen over zijn voornemens met betrekking tot het voortzetten van de activiteiten van de doelvennootschap en de werkgelegenheidseffecten (artikel 6 lid 3 onderdeel i van de richtlijn) en verplicht de doelvennootschap om het met redenen omklede standpunt inzake de gevolgen openbaar te maken (artikel 9 lid 5), maar bevat onvoldoende voorzieningen ten aanzien van druk die aandeelhouders kunnen uitoefenen op het bestuur om het beleid te wijzigen gedurende het biedingsproces. De wettelijke bedenktijd ziet op een bredere dialoog met alle stakeholders die betrekking heeft op het beleid van de vennootschap en niet

⁴⁹ HvJ EG 1 oktober 2009, C-567/07, Woonstichting Sint Servatius, ECLI:EU:C:2009:593, punt 25.

uitsluitend op de merites van het specifieke bod. De voorgestelde regeling van de wettelijke bedenktijd is derhalve geen overbodige of overtollige maatregel, omdat de richtlijn openbaar overnamebod niet of onvoldoende de hierboven aangehaalde dwingende redenen van algemeen belang door middel van een harmonisatie heeft weten te borgen. De wettelijke regeling gaat daarom niet verder dan nodig is. Bovendien eindigt de bedenktijd na de gestanddoening van het bod, zodat de bieder die inmiddels zeggenschap heeft verworven, deze ook kan uitoefenen over de vennootschap door desgewenst andere bestuurders en commissarissen te benoemen.

De vrijheid van vestiging

Het begrip “vestiging” in de zin van het Verdrag is volgens het Hof van Justitie ruim en houdt in dat een Unieburger of vennootschap met een statutaire zetel in een EU lidstaat *duurzaam* kan deelnemen aan het economische leven van een andere lidstaat dan zijn staat van herkomst, daar voordeel uit kan halen en op die wijze de economische en sociale vervlechting in de Unie op het gebied van niet in loondienst verrichte werkzaamheden kan bevorderen.⁵⁰ De vrijheid van vestiging omvat voor Unieburgers het recht van toegang tot en de uitoefening van werkzaamheden anders dan in loondienst alsmede de oprichting en het bestuur van ondernemingen, onder dezelfde voorwaarden als in de wetgeving van de lidstaat van vestiging voor de eigen onderdanen zijn vastgesteld.

Voor de vennootschappen die in overeenstemming met de wetgeving van een lidstaat zijn opgericht en die hun statutaire zetel, hun hoofdbestuur of hun hoofdvestiging binnen de Europese Unie hebben, biedt de vrijheid van vestiging het recht om in de betrokken lidstaat hun bedrijfsactiviteit uit te oefenen door middel van een dochteronderneming, een filiaal of een agentschap.⁵¹

De vrijheid van vestiging omvat tevens de deelneming door een investeerder in het kapitaal van een in een andere lidstaat gevestigde vennootschap waardoor hij of zij een beslissende invloed op de besluiten van deze vennootschap heeft en de activiteiten ervan kan bepalen.⁵² De vrijheid van vestiging is niet van toepassing op investeerders uit derde landen en is daarmee beperkter qua toepassingsbereik dan het vrij verkeer van kapitaal. Tot slot volgt, onder andere, uit artikel 54 VWEU dat rechtspersonen en de wijze van hun functioneren door het nationaal recht wordt bepaald (behoudens die gevallen waarin sprake is van een harmonisatie op Unieniveau).⁵³

De vrijheid van vestiging is van toepassing zodra een investeerder uit een andere EU-lidstaat de controle wil verwerven over de doelvennootschap of een zodanige mate van invloed wil uitoefenen dat het standpunt van deze investeerder in de vennootschap doorslaggevend is. Voor beursvennootschappen geldt daarbij dat de procedure van een

⁵⁰ Arrest HvJEU van 11 oktober 2007, ELISA, zaak C-451/05, overweging 63; arrest HvJEU van 30 november 1995, Gebhard, zaak C-55/94, overweging 25 en overwegingen 37-38.

⁵¹ Arrest HvJEU van 17 september 2009, zaak C-182/08, Glaxo Wellcome, overwegingen 45- 47 en de aldaar aangehaalde rechtspraak; Beschikking HvJEU van 10 mei 2007, Skatterverket/A & B, zaak C-102/05, overwegingen 23-24.

⁵² Arrest HvJEU van 17 september 2009, zaak C-182/08, Glaxo Wellcome, overweging 47 ; arrest HvJEU van 13 maart 2007, Test Claimants in the Thin Cap Group Litigation, zaak C-524/04, overweging 27.

⁵³ Arrest HvJEU van 27 september 1988, Daily Mail and General Trust, zaak 81/87, overweging 19.

overnamebod geregeld wordt door de richtlijn betreffende het openbare overnamebod en daarmee grotendeels buiten het toepassingsbereik valt van de vrijheid van vestiging.

De vrijheid van vestiging is aan de orde indien de voorgestelde wettelijke regeling van de bedenktijd het verwerven van een meerderheidsbelang of controle over een Nederlandse vennootschap door een investeerder uit een andere EU-lidstaat, blokkeert, beperkt of minder aantrekkelijk maakt, terwijl een investeerder uit Nederland hier geen of minder hinder van ondervindt. Dit is met de beoogde wettelijke regeling van de bedenktijd niet het geval: de regeling geldt ongeacht de herkomst of vestigingsplaats van de investeerder.

In de Nederlandse jurisprudentie is tot op heden geen voorbeeld van onverenigbaarheid van enige wettelijke regeling van de verhoudingen tussen organen van Nederlandse vennootschap aangenomen met betrekking tot de vrijheid van vestiging, noch is de wettelijke regeling van de verhoudingen tussen de organen van een vennootschap expliciet getoetst aan de vrijheid van vestiging. Ook de Europese jurisprudentie kent geen precedents (met uitzondering van de eerdergenoemde "golden share" jurisprudentie voor zover de bijzondere aandeelhouder zou kwalificeren als separaat orgaan van de vennootschap).

Toch is er aanleiding om de wettelijke bedenktijd aan de vrijheid van vestiging te toetsen, omdat het bestuur gedurende de looptijd van de ingeroepen bedenktijd niet kan worden geschorst of ontslagen. Dit kan potentieel indirect tot gevolg hebben dat de vennootschap minder aantrekkelijk wordt voor een investeerder uit een andere lidstaat om zich langs deze weg in Nederland te vestigen door het verwerven van zeggenschap over een Nederlandse beursvennootschap. Of deze effecten zich daadwerkelijk voordoen en daadwerkelijk kwalificeren als belemmering is onduidelijk. Voor zover er al sprake zou zijn van een dergelijke belemmering kan deze worden gerechtvaardigd op grond van bovengenoemde overwegingen bij de toetsing aan het vrij verkeer van kapitaal.

6. Gevolgen

6.1 Financiële gevolgen

Het wetsvoorstel bevat een nieuwe rechtsgang voor aandeelhouders die de Ondernemingskamer kunnen verzoeken om beëindiging van de bedenktijd (artikel 2:114b lid 4 BW). Geschat wordt dat deze rechtsgang minder dan vijf keer per jaar zal worden gebruikt. Mogelijk wordt deze rechtsgang in plaats van de enquêteprocedure gebruikt. Voor de rechterlijke macht en in het bijzonder de Ondernemingskamer worden geen financiële gevolgen verwacht.

6.2 Regeldruk

Regeldrukeffecten zijn de investeringen en inspanningen die bedrijven, burgers of professionals moeten verrichten om zich aan wet- en regelgeving van de rijksoverheid te houden. Regeldrukeffecten zijn regeldrukkosten en ervaren regeldruk.

Regeldrukkosten zijn alle investeringen en inspanningen – uitgezonderd financiële lasten – die bedrijven, burgers of professionals moeten doen en verrichten om te voldoen aan verplichtingen uit wet- en regelgeving. Het gaat hierbij om kosten die voortvloeien uit informatieverplichtingen en inhoudelijke verplichtingen, waaronder toezicht gerelateerde verplichtingen op basis van wet- en regelgeving. Regeldrukkosten bestaan uit structurele en/of eenmalige regeldrukkosten. Structurele regeldrukkosten zijn de periodiek terugkerende tijdsbestedingen en kosten van bedrijven, burgers of professionals en

moeten als zodanig worden gekwantificeerd (uitgedrukt in Euro's). Eenmalige regeldrukkosten zijn kosten die bedrijven, burgers of professionals eenmalig moeten maken om aanpassingen te (laten) doen als gevolg van nieuwe of gewijzigde regelgeving. Onder de eenmalige kosten vallen ook de zogenoemde kennisname kosten. Voordat een bedrijf, burger of professional weet welke acties moeten worden genomen om de wet na te kunnen leven moet men kennisnemen van deze wet (inclusief het inwinnen van intern en extern advies). Dit zijn de kennisname kosten. Bij ervaren regeldruk draait het niet om de kosten die men moet maken om te voldoen aan wet- en regelgeving, maar draait het meer om kwalitatieve aspecten als werkbaarheid, proportionaliteit en ervaren nut.

Het wetsvoorstel creëert een bevoegdheid voor beursvennootschappen om een bedenktijd in te roepen. In Nederland zijn circa 150 beursvennootschappen, waarvan circa 100 aan Euronext Amsterdam genoteerd (vgl. Bootsma, Hijink en In 't Veld, Multiple corporate citizenship, Ondernemingsrecht 2015/120). Deze beursvennootschappen hebben een groot aantal (binnen- en buitenlandse) aandeelhouders. Naar schatting zijn er per jaar circa vijf gevallen waarin aandeelhouders een verzoek tot schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen doen of waarin een vijandig bod wordt uitgebracht. Aangezien het niet gaat om een wettelijke verplichting, zijn er geen regeldrukkosten. Wel zijn er kosten om kennis te nemen van de wettelijke regeling. Daarbij gaat het alleen om de kosten van vennootschappen die daadwerkelijk gebruik maken van de bedenktijd, niet van alle vennootschappen.⁵⁴ In die vijf gevallen wordt geschat dat de kosten van de vennootschap om kennis te nemen van de regeling door de bedrijfsjurist x 10 uren x 77 euro⁵⁵ x 5 in totaal 3850 euro bedragen. Voor de betrokken aandeelhouders in die vijf gevallen wordt een soortgelijk bedrag geschat. Dat maakt de totale kennisnamekosten tot 7700 euro. Indien de bedenktijd wordt ingeroepen, dient het bestuur de betrokken stakeholders te raadplegen. Dit zijn in ieder geval de aandeelhouders die drie procent of meer van de aandelen houden, de raad van commissarissen, indien aanwezig, en de ondernemingsraad. Naar verwachting gaat het om circa 10 uur aan overleg x twee personen (een bestuurder en de secretaris/bedrijfsjurist) x 77 euro x 5 is 7.700 euro. De vennootschap legt tevens verantwoording af in een verslag. Voor het opstellen van het verslag en het bespreken daarvan op de algemene vergadering wordt – in navolging van de schatting van de Europese Commissie voor het opstellen en bespreken van c.q. stemmen over het bezoldigingsverslag⁵⁶ - gerekend op 800 euro x 5 is 4.000 euro. Daarmee komen de totale geschatte kosten voor de regeldruk op 19.400 euro.

7. Advies en consultatie

7.1. Ambtelijk voorbereidingstraject

Naar aanleiding van de eerdergenoemde brief van 20 mei 2017 hebben in de aanloop naar de internetconsultatie van het wetsvoorstel meer dan dertig gesprekken plaatsgevonden met stakeholders. Daarnaast heeft er een ronde tafelbijeenkomst met experts en stakeholders plaatsgevonden. Stakeholders betreffen investeerders (verzekeraars, pensioenfondsen en –uitvoerders, beleggers en vakbonden), toezichthouders, individuele bedrijven, en de schragende partijen van de Code. Tevens is

⁵⁴ Vgl. Handboek meten regeldruk, p. 16.

⁵⁵ Bruto tarief leidinggevend en managers volgens CBS in 2016, Handboek Meting Regeldrukkosten, p. 33.

⁵⁶ Zie memorie van toelichting voorontwerp implementatie richtlijn langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders, p. 23, <https://www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidaandeelhouders>.

gesproken met economische experts. Ook zijn vraagpunten over de vormgeving besproken met de Commissie vennootschapsrecht.

Tijdens de gesprekken is vooral ingegaan op de wenselijkheid, proportionaliteit en vormgeving van de actie(s) die in de brief zijn overwogen, met oog voor het gelijke speelveld en op het potentiële effect van de voorgestelde acties op het vestigings- en investeringsklimaat.

De voorkeuren van stakeholders rond het invoeren van de bedenktijd verschillen. Onder de stakeholders bestaat brede steun voor het doel van een ordentelijk proces. De meningen lopen uiteen ten aanzien van de vraag of de huidige situatie hiertoe voldoende waarborgen kent en welk instrument dan het meest opportuun is. Enerzijds zijn er stakeholders die sympathiek staan tegenover het invoeren van de bedenktijd, anderzijds wordt er, met name vanuit de hoek van beleggers, gesteld dat er geen urgent probleem is en dat het Nederlandse systeem voldoende beschermingsmogelijkheden biedt (zoals statutaire beschermingsmaatregelen en de responstijd van 180 dagen in de Code). Verschillende stakeholders maken hierbij onderscheid tussen een bedenktijd in geval van handelen van activistische aandeelhouders en een vijandig overnamebod. Er bestaat een sterker gevoel van urgentie en steun voor de probleemanalyse bij de eerste categorie.

De vormgeving is het tweede aspect dat in de gesprekken uitvoering aan bod kwam. Zo is er uitvoering over de termijn van 'maximaal één jaar' gesproken. Breed gedeelde notie was dat die termijn aan de lange kant is. Een tweede onderdeel waar bij stil is gestaan, is het aangrijpingspunt van de bedenktijd en de reikwijdte. Wanneer is een aandeelhouder 'activistisch'? Wat voor effect heeft dit op het proces van het openbaar overnamebod (dat gereguleerd is door het Besluit openbare biedingen)? Stakeholders hebben er op gewezen dat verschillende scenario's goed doordacht moeten worden voordat er een voorstel op tafel wordt gelegd. Ten derde zijn er veel suggesties gedaan rond de voorwaarden die zouden moeten gelden voor, tijdens en na een periode van bedenktijd. Zo is er gesproken over de verantwoording die een bestuur zou moeten afleggen, de rol van de RvC bij het inroepen en in hoeverre een rechterlijke toets mogelijk blijft.

De bevindingen uit deze gesprekken hebben hun weerslag gevonden in het voorontwerp. Zo wordt een aantal expliciete waarborgen rond inroeping en invulling voorgesteld, een termijn van maximaal 250 dagen en is een gang naar de rechter mogelijk om de bedenktijd te beëindigen.

Een concept van het voorontwerp is besproken met de Commissie vennootschapsrecht en voorgelegd aan de Autoriteit Financiële Markten. Met de gemaakte opmerkingen is rekening gehouden.

Over de Europeesrechtelijke aspecten van de bedenktijd is voorlichting gevraagd aan de Afdeling advisering van de Raad van State. Deze voorlichting is verwerkt in de toelichting.

7.2. Internetconsultatie en adviezen

Van 7 december 2018 tot en met 7 februari 2019 is het conceptvoorstel en de toelichting op internetconsultatie.nl geplaatst. Er zijn 25 reacties ingekomen vanuit verschillende hoeken (bedrijfsleven, beleggers, werknemers, advocatuur). Daarnaast hebben het

Adviescollege Toetsing Regeldruk (ATR), de Raad voor de rechtspraak (Rvdr) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) gereageerd. Verder zijn enkele artikelen in de literatuur verschenen. Op de hoofdlijnen die vanuit de consultatie naar voren zijn gebracht, wordt ingegaan. Verder wordt op de punten ingegaan die hebben geleid tot aanpassing van het wetsvoorstel.

De volgende elementen werden in een aantal reacties als positief beoordeeld:

- een bedenktijd geeft een brede basisbescherming voor beursvennootschappen;
- de voorgestelde aanpak doet recht aan het Rijnlandse ondernemingsmodel waarbij belangen van alle stakeholders worden meegewogen; en
- een bedenktijd creëert de nodige rust voor het bestuur.

Als negatieve punten werden in een aantal reacties aangegeven:

- een bedenktijd maakt Nederland minder aantrekkelijk voor investeerders;
- voegt weinig toe aan bestaande beschermingsmaatregelen; en
- verstoort de werking van de kapitaalmarkten.

De reacties laten zien dat over de aanleiding, doeltreffendheid en gevolgen van de bedenktijd verschillend wordt gedacht. Het wetsvoorstel heeft als doel het bestuur van een beursvennootschap meer tijd en rust te gunnen voor de inventarisatie en weging van belangen van de onderneming en haar stakeholders, voor een zorgvuldige beleidsbepaling. Deze benadering past in het stakeholdersmodel van het Nederlandse vennootschapsrecht. Zoals in een aantal consultatiereacties is genoemd, hebben veel beursvennootschappen beschermingsmaatregelen. Voor deze beschermde beursvennootschappen is de toegevoegde waarde van de bedenktijd nog steeds aanwezig. Het is namelijk een gerichte maatregel die de bevoegdheid van de vergadering opschort om ontslag van het bestuur en de raad van commissarissen te agenderen. De kosten van het inroepen van de bedenktijd zijn beperkt (zie in dit verband ook de regeldruk paragraaf), afgezet tegen de kosten van uitgifte van bijvoorbeeld preferente aandelen. Mede gelet de bestaande beschermingsmaatregelen, ziet de regering geen grond om aan te nemen dat door invoering van de bedenktijd Nederland minder aantrekkelijk zal worden voor investeerders. Voorts zijn door verschillende partijen kanttekeningen geplaatst bij de verenigbaarheid van de bedenktijd met het Europese vrije verkeer van kapitaal en vestiging. Op dit punt is in paragraaf 5 van de toelichting reeds uitgebreid ingegaan. Hetgeen in de reacties naar voren is gebracht, geeft geen aanleiding tot heroverweging.

In een aantal reacties is aandacht gevraagd voor de verhouding tussen de bedenktijd en bestaande beschermingsmaatregelen. Gepleit is voor een wettelijke regeling die voorziet in 'verrekening' van bijvoorbeeld de responstijd met de bedenktijd. Dit punt wordt niet gevolgd. Gelet op de diversiteit van beschermingsmaatregelen in de praktijk, variërend van een stichting met preferente aandelen tot inroepen van de responstijd, waarbij soms ook het doel verschilt, vraagt 'verrekening' om maatwerk van de rechter.

De Autoriteit Financiële Markten geeft in zijn reactie aan dat het wetsvoorstel negatieve impact kan hebben op de efficiënte werking van de kapitaalmarkten en de spelers op deze kapitaalmarkten. Het voorstel zou ook potentieel negatieve impact kunnen hebben op het toezicht op de kapitaalmarkten en marktpartijen. Concreet vraagt de AFM in zijn reactie aandacht voor het risico van marktmisbruik en de spanning die dit kan opleveren wanneer de bedenktijd wordt ingeroepen. De regering onderkent dit mogelijke risico (zie

paragraaf 'effecten en samenloop') maar meent dat er voldoende middelen zijn dit risico zoveel mogelijk te beperken. Zoals ook de AFM heeft aangegeven, zijn de marktmisbruikregels, waaronder die met betrekking tot de openbaarmaking van voorwetenschap (koersgevoelige informatie), onverkort van toepassing gedurende een bedenktijd. De mogelijke nadelen die de AFM signaleert over het niet kunnen ontslaan van disfunctionerende bestuurders en commissarissen worden niet gedeeld. Hiervoor bestaan immers voldoende mogelijkheden, waaronder de mogelijkheid dat bestuurders door de raad van commissarissen worden geschorst of ontslagen. Ook is een gang naar de Ondernemingskamer mogelijk wanneer er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid of een juiste gang van zaken bij een onderneming te twijfelen.

De Raad voor de rechtspraak heeft in zijn advies aangegeven het belang van het wetsvoorstel te onderkennen en geen zwaarwegende bezwaren te hebben. De Raad stelt op een aantal onderdelen aanpassingen en verduidelijkingen voor. In het bijzonder heeft de Raad opmerkingen gemaakt over de voorziene rechtsgang naar de Ondernemingskamer, de wijze van toetsing en mogelijke samenloop met een enquêteprocedure. De Raad heeft geadviseerd om het toetsingscriterium te verruimen van zgn. toetsing op basis van de oorspronkelijke omstandigheden die aanleiding gaven tot de bedenktijd (toetsing 'ex tunc') naar toetsing van de bedenktijd met inachtneming van de huidige omstandigheden (toetsing 'ex nunc'). Verder heeft de Raad geadviseerd de toegang tot de procedure te laten aansluiten bij die van de enquêteprocedure. Deze opmerkingen worden niet gevolgd. De bedenktijd kan worden ingeroepen in reactie op een verzoek van de aandeelhouders of na een vijandig bod. Het ligt daarom meer in de rede om aan te sluiten bij de percentages die gelden ten aanzien van het 'agenderingsrecht' in plaats van bij de toegangseisen van het enquêterecht. De 'ex-tunc'-toetsing is gehandhaafd voor wat betreft het inroepen van de bedenktijd. Het voorstel bevat naar aanleiding van het advies van de Afdeling advisering van de Raad van State een mogelijkheid voor de Ondernemingskamer om de voortdurend van de bedenktijd te beoordelen: de bedenktijd wordt ook beëindigd indien het bestuur niet langer in redelijkheid kan oordelen dat het voortduren van de bedenktijd kan bijdragen aan een zorgvuldige beleidsbepaling. Deze grond laat ruimte om omstandigheden die zich na het inroepen van de bedenktijd voordoen, mee te nemen voor zover deze zien op het voortduren van de bedenktijd in het licht van het doel: een bijdrage aan een zorgvuldige beleidsbepaling. Deze toetsingsgrond is beperkt van aard en specifiek toegespitst op het voortduren van de bedenktijd, zodat het risico op verschillende achtereenvolgende procedures wordt beperkt. In de toelichting is voorts verduidelijkt dat de inhoudelijke toetsing van de bedenktijd uitsluitend in het kader van de bijzondere rechtsgang van artikel 114b plaatsvindt. Ter verdere verduidelijking is mede in navolging van een andere consultatiereactie het toetsingscriterium aangepast en gespecificeerd dat het in beginsel aan de verzoekende partij is om te onderbouwen waarom het bestuur in redelijkheid niet tot het inroepen van de bedenktijd heeft kunnen beslissen en dat de bedenktijd moet worden beëindigd. Van het bestuur mag verwacht worden dat het aangeeft waarom de bedenktijd is ingeroepen. Ook is naar aanleiding van het advies van de Commissie vennootschapsrecht verduidelijkt dat het een marginale toets betreft. Voor de verhouding tussen de verschillende procedures wordt verder verwezen naar hetgeen in paragraaf 3 onder 'waarborgen' is opgemerkt.

Het Adviescollege Toetsing Regeldruk adviseert het nut en de noodzaak van het voorstel in het licht van de bestaande beschermingsmaatregelen nader te onderbouwen en in te gaan op eerdere afgewogen varianten, alsmede op het risico van marktmisbruik. Verder

heeft zij een correctie voorgesteld voor de regeldrukkosten en stelt de ATR een evaluatiebepaling voor. Dit advies is gedeeltelijk gevolgd, door de toelichting op enkele onderdelen aan te vullen en de regeldrukparagraaf aan te passen. Afgezien is van een evaluatiebepaling: de verwachting is dat de bedenktijd niet vaak zal worden ingeroepen. Evaluatie heeft dan weinig toegevoegde waarde. De toelichting op de verhouding met bestaande maatregelen is aangevuld.

Er zijn ook verschillende technisch-inhoudelijke opmerkingen gemaakt. Deze zijn zo nodig verwerkt. Dit heeft geleid tot een aantal wijzigingen waarvan de belangrijkste hier worden besproken.

Uitbreiding van de bedenktijd naar beursgenoteerde BV's

In een aantal reacties is gevraagd om het voorstel van de bedenktijd uit te breiden tot beursgenoteerde BV's. Op dit punt bestaat inderdaad geen reden om onderscheid te maken tussen NV's en BV's. Zij kunnen immers beide beursgenoteerd zijn en omstandigheden die aanleiding geven tot het invoeren van de bedenktijd kunnen in beide situaties zich voordoen. Daarom is door middel van een schakelbepaling de bedenktijd ook mogelijk voor beursgenoteerde BV's.

Strategie-en beleidsbepaling als bestuurstaak

Uit reacties komt naar voren dat er behoefte bestaat om het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap ook voor BV's te codificeren, om hiermee te voorkomen dat er een onbedoeld verschil ontstaat tussen de taak van het bestuur bij BV's en NV's. Tegelijk is ook gewezen op vennootschappen in concernverband, waarbij het niet passend is dat de strategie-en beleidsbepaling ook wordt gecodificeerd. Daarom is het voorstel aangepast, zodat de bepaling dat het bepalen van het beleid en de strategie voor beursvennootschappen (NV en BV) aan het bestuur is. Omdat het gesignaleerde probleem van onduidelijkheid vooral speelt bij beursvennootschappen en om te voorkomen dat de nadere duiding te rigide blijkt voor de grote variëteit aan vennootschappen, is de codificatie beperkt tot beurs-NV's en uitgebreid naar beurs-BV's.

Gelijkstelling van certificaathouders met aandeelhouders

In het voorstel was, zoals in een aantal reacties terecht in aangestipt, de gelijkstelling van certificaathouders en certificaten die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven nog niet geheel goed doorgevoerd. Dit was wel beoogd. Door toevoeging van een schakelbepaling is dit punt weggenomen. Voorts is verduidelijkt dat niet alle aandelen of certificaten genoteerd hoeven te zijn aan de beurs.

Inroepen bedenktijd naar aanleiding van een statutair agenderingsrecht

Zoals ook blijkt uit een aantal reacties, hebben aandeelhouders in de praktijk soms op basis van de statuten de mogelijkheid om een algemene vergadering bijeen te roepen indien het bestuur een verzoek daartoe niet volgt. Ook in deze situatie is het denkbaar dat de vennootschap een bedenktijd wil invoeren. Daarom is aan artikel 114b, tweede lid, verduidelijkt dat de bedenktijd ook in deze situatie kan worden ingeroepen, indien aan de overige criteria voor het invoeren van de bedenktijd is voldaan.

Plaatsing van reacties op een website

In verschillende reacties is aangegeven dat het doorzenden van standpunten van aandeelhouders, raad van commissarissen en ondernemingsraad aan overige belanghebbenden vanwege de hoeveelheid belanghebbenden soms praktisch moeilijk

uitvoerbaar is. Ook is het wenselijk dat publicatie pas plaatsvindt wanneer de geraadpleegde partijen hebben ingestemd, ook ter bescherming van hun gerechtvaardigde belangen. Verder is opgemerkt dat het niet passend is om het standpunt van de raad van commissarissen te publiceren, aangezien deze al bij het besluit tot het inroepen van de bedenktijd is betrokken. Beter is het om reacties te plaatsen op de website van de vennootschap. Op dit punt is het voorstel gewijzigd en is bepaald dat reacties op de website van de vennootschap worden geplaatst en dat de geraadpleegde partijen met publicatie moeten instemmen. Ook is raadpleging van de raad van commissarissen tijdens de bedenktijd en publicatie van hun standpunt geschrapt uit het voorstel.

Peildatum percentage zeggenschap

Er is gevraagd naar de peildatum van de het percentage zeggenschap voor aandeelhouders om tijdens de bedenktijd geraadpleegd te worden, en in het bijzonder of hieraan moet worden voldaan zowel aan het begin als tijdens de bedenktijd. Op dit punt is de regeling verduidelijkt: de zeggenschap wordt bepaald op het moment van het aanvangen van de bedenktijd. Deze verduidelijking is ook aangebracht in de regeling over de bijzondere rechtsgang.

Termijn voor plaatsing van het verslag na afloop van de bedenktijd

Een enkele keer is aangegeven dat het bestuur meer tijd nodig zal hebben bij het opmaken van het verslag over het tijdens de bedenktijd gevoerde beleid en gang van zaken dan oorspronkelijk in het voorstel was voorzien. Het oorspronkelijke tijdstip was namelijk de laatste dag van de bedenktijd. Het is inderdaad wenselijk dat tussen het einde van de bedenktijd en het opmaken van het verslag enige ruimte zit. Dit zal met name kunnen spelen indien de bedenktijd eindigt door gestanddoening van het bod – hetgeen de vennootschap zelf niet in de hand heeft. Naar aanleiding hiervan is een termijn van een week gesteld voor de vennootschap om na afloop van de bedenktijd een verslag op te stellen en op een algemeen toegankelijke website te plaatsen.

Verhouding bedenktijd met de regeling van tegenstrijdig belang

Een aantal keer is gevraagd naar de verhouding tussen de regeling van tegenstrijdig belang en de bedenktijd. Concreet is de vraag voorgelegd of er bij een verzoek om ontslag van een of meer bestuurders (of commissarissen) niet een aan de vennootschap tegenstrijdig persoonlijk belang kan spelen. Naar aanleiding hiervan is de toelichting aangevuld met een passage over de verhouding tussen de regeling van tegenstrijdig belang en de wettelijke bedenktijd.

Percentage zeggenschap

Afgezien is van het opnemen van verkrijging van een bepaald percentage zeggenschap wanneer de bedenktijd is ingeroepen in reactie op een vijandig bod. Het maakt niet uit welk percentage zeggenschap de bidder uiteindelijk heeft verworven. De gedachte is namelijk dat de partij die zeggenschap in de onderneming heeft verkregen, deze daadwerkelijk kan uitoefenen. Wordt vervolgens een nieuw vijandig bod gedaan, dan kan de bedenktijd indien aan de gestelde voorwaarden is voldaan, eventueel opnieuw worden ingeroepen.

7.3 Advies Commissie vennootschapsrecht

Na verwerking van de reacties is het voorstel en toelichting voorgelegd aan de Commissie vennootschapsrecht voor advisering. De Commissie heeft bij brief van 19 juni

2019 advies uitgebracht dat als bijlage bij deze toelichting is gevoegd. Met de gemaakte opmerkingen is rekening gehouden. Voor zover het andere punten betreft dan hiervoor besproken, wordt hier kort ingegaan op het advies. De volgorde van het advies van de Commissie wordt hieronder zoveel mogelijk aangehouden.

Toepassingsgebied van de regeling

Naar aanleiding van de meer technische opmerkingen van de Commissie over het toepassingsgebied, de titel van het wetsvoorstel, en de reikwijdte zijn het voorstel en de toelichting overeenkomstig het advies aangepast en verduidelijkt.

Aanvangsmoment en duur van de bedenktijd

De Commissie signaleert dat het aanknopingspunt van de bedenktijd in het geval van het voorgestelde artikel 2:114b lid 2 onderdeel a BW strategisch gedrag van de zijde van de aandeelhouders in de hand zou kunnen werken, aangezien de termijn begint te lopen wanneer het verzoek door de aandeelhouder wordt gedaan om het ontslag van het bestuur of de raad van commissarissen. De Commissie heeft als alternatief aanknopingspunt aangegeven dat ook het moment van oproeping gekozen zou kunnen worden. Het voorstel is ongewijzigd gebleven. Zoals ook de Commissie heeft onderkend, is in het scenario dat aandeelhouders bewust ver van te voren een verzoek om ontslag indienen, het doel van de bedenktijd om te zorgen meer tijd en rust voor de inventarisatie en weging van belangen van de onderneming en haar stakeholders, met het oog op een zorgvuldige beleidsbepaling in feite al bereikt. Het is dan niet nodig om alsnog een bedenktijd in te roepen. Bij een openbaar bod is afgezien van het opnemen van een bepaald percentage zeggenschap bij gestanddoening van een bod, waardoor de bedenktijd eindigt. De reden is dat de partij die zeggenschap in de onderneming heeft verkregen, deze daadwerkelijk moet kunnen uitoefenen. De bedenktijd kan indien aan de gestelde voorwaarden is voldaan, eventueel opnieuw worden ingeroepen.

Publicatie van reacties

Verder wordt het niet nodig geacht een specifieke voorziening in de wet op te nemen om te kunnen afzien van het plaatsen van reacties van aandeelhouders en andere belanghebbenden tijdens de periode waarin het bestuur belanghebbende partijen consulteert, zoals geadviseerd door de Commissie. In het geval dat een standpunt kenbaar wordt gemaakt dat bijvoorbeeld louter scheldwoorden zou bevatten dan volgt uit artikel 2:8 BW dat dit standpunt niet hoeft te worden gepubliceerd. De toelichting is in deze zin verduidelijkt. Deze benadering sluit aan bij onder meer het agenderingsrecht van de aandeelhouder in het NV-recht; ook daar is denkbaar dat er verzoeken worden gedaan door aandeelhouders die in strijd zijn met de redelijkheid en billijkheid. In deze gevallen kan het bestuur agendering weigeren, onder verwijzing naar artikel 2:8 BW.⁵⁷

Rechtsgang bij de ondernemingskamer

De rechtsgang bij de Ondernemingskamer is in paragraaf 7.2. naar aanleiding van de consultatiereacties nader toegelicht. De opmerkingen van de Commissie vennootschapsrecht ten aanzien van de marginale toetsing en de verhouding met de enquêteprocedure zijn hierin meegenomen. Vooralsnog is afgezien van een extra voorwaarde aan de duur van het aandeelhouderschap om toegang te krijgen tot de

⁵⁷ Zie ook de conclusie van A-G Timmerman (ECLI:NL:PHR:2018:14), r.o. 4.25 en 4.26 bij HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652.

enquêteprocedure. Indien blijkt dat teveel gebruik wordt gemaakt van de procedure, zal deze voorwaarde alsnog worden overwogen.

Tegenstrijdig belang

De passage over tegenstrijdig belang is naar aanleiding van het advies van de Commissie nader aangescherpt en verduidelijkt. De Commissie adviseert te kijken naar een zelfstandige bevoegdheid voor de raad van commissarissen of een onafhankelijke stichting om de bedenktijd in te roepen. Het is volgens de regering het meest passend om het bestuur te laten beslissen over het invoeren van de bedenktijd, juist gelet op het beleids- en strategieprimaat dat bij hen rust. Daarom is afgezien van het opnemen van een zelfstandige bevoegdheid van de raad van commissarissen of een onafhankelijke stichting voor het invoeren van de bedenktijd. Het staat de raad van commissarissen vrij om het bestuur te adviseren de bedenktijd in te roepen. Mochten alle bestuurders een tegenstrijdig belang hebben en om die reden weigeren de bedenktijd in te roepen, dan kan de raad van commissarissen het besluit nemen om de bedenktijd in te roepen.

Beschermingsmaatregelen

Naar aanleiding van het advies van de Commissie vennootschapsrecht over samenloop tussen de bedenktijd en andere beschermingsmaatregelen kan worden bevestigd dat het uiteindelijk aan de rechter is om te beoordelen of er, gelet op de omstandigheden van het geval, samenloop is toegestaan. Tegelijk is het uitgangspunt, overeenkomstig het regeerakkoord, dat cumulatie van beschermingsmaatregelen met de bedenktijd niet wenselijk is. Dit is in de toelichting verduidelijkt.

Overige onderwerpen

De overige punten over preferente beschermingsmaatregelen en agendering van het ontslag van het bestuur als bespreekpunt (i.p.v. stempunt) zijn aangepast naar aanleiding van het advies. De voorgestelde codificatie (artikel 129 lid 1), namelijk dat het bestuur in beginsel over het beleid en de strategie gaat, is voor beursvennootschappen behouden, omdat de duidelijkheid die het voorstel op dit punt brengt wenselijk is voor met name buitenlandse partijen. Conform het advies van de Commissie is in de toelichting verduidelijkt dat dit in beginsel ook geldt voor niet-beursvennootschappen.

8. Overgangsrecht en inwerkingtreding

De introductie van de bedenktijd is een nieuwe bevoegdheid voor het bestuur. Het voorgestelde artikel 129 lid 1 codificeert bestaande jurisprudentie. Voor beide onderdelen is geen overgangsrecht nodig.

De wet treedt in werking op een bij koninklijk besluit te bepalen tijdstip. Hiermee kan rekening worden gehouden met de vaste verandermomenten.

Artikelsgewijze toelichting

Artikel I

Onderdeel A

Artikel 114b lid 1

Zoals beschreven in het algemeen deel, wordt voor beursvennootschappen de mogelijkheid geïntroduceerd om een bedenktijd in te roepen. Lid 1 regelt welke vennootschappen als beursvennootschappen worden gekwalificeerd. Het gaat om naamloze vennootschappen waarvan aandelen of (via de bepaling van lid 10) certificaten van aandelen - waar dan ook ter wereld - ter beurse of via een multilaterale handelsfaciliteit verhandeld worden. Via de aanvulling in artikel 187 is het artikel ook van toepassing op beursgenoteerde BV's. Niet nodig is dat alle aandelen genoteerd zijn aan de beurs. Aangesloten is bij de handelbaarheid op een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit als bedoeld in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht – dit ziet op EU- en EER-lidstaten – en op vergelijkbare beurzen of handelsfaciliteiten uit derde landen. Voor deze ruime reikwijdte is gekozen, omdat het voor de toepassing van regels inzake de bevoegdheden van organen in Nederlandse vennootschappen niet relevant wordt geacht op welke beurs de aandelen zijn genoteerd. Indien het gaat om Nederlandse NV's, gelden immers de bevoegdheidsverdeling en verdeling van rechten en plichten voor de bij de vennootschap betrokkenen zoals deze in het BW zijn vormgegeven (vgl. Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht, p. 18). Indien een vennootschap gebruikt maakt van de mogelijkheid die artikel 359b lid 1 onderdeel a biedt (de *no frustration rule*), kan zij geen beroep doen op de bedenktijd, zo volgt uit lid 1. Als de bieder zelf beschermd is, kan de vennootschap besluiten dat de statutaire regeling niet geldt mits de algemene vergadering hiermee instemt (artikel 359b lid 4). In dat geval mag de vennootschap wel de bedenktijd inroepen.

Artikel 114b lid 2

In lid 2 wordt voorgesteld dat de vennootschap een bedenktijd kan inroepen. In leden 3 en 5 wordt uitgewerkt welk orgaan van de vennootschap bevoegd is de bedenktijd in te roepen. De bedenktijd kan worden ingeroepen indien een of meer aandeelhouders of certificaathouders met een belang van 3% of meer in het kapitaal van de vennootschap of overeenkomstig artikel 114a het bestuur verzoekt om een voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag van een bestuurder of commissaris op de agenda van de algemene vergadering te plaatsen of een voorstel tot wijziging van een of meer statutaire bepalingen die betrekking hebben op benoeming, schorsing of ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen. Hetzelfde geldt indien de aandeelhouder(s) de voorzieningenrechter op grond van artikel 110 verzoekt om machtiging voor het bijeenroepen van een algemene vergadering onder nauwkeurige opgave van een of meer ter vergadering te behandelen onderwerpen, wanneer een van deze onderwerpen ziet op het voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen, of een voorstel tot wijziging van een of meer statutaire bepalingen die betrekking hebben op benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen. De gedachte is dat aan een dergelijk verzoek is voorafgegaan dat het bestuur niet is ingegaan op een wens van deze aandeelhouder(s) tot wijziging van de strategie van de vennootschap. Te denken valt aan een situatie zoals bij Elliott en Akzo Nobel (OK 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 en Rechtbank Amsterdam, 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845). De achterliggende reden voor het verzoek om ontslag zal naar verwachting kenbaar zijn door de motivering die overeenkomstig artikel 114a lid 1 bij het verzoek om agendering van het voorstel tot schorsing of ontslag

wordt gegeven. Tot slot kan de bedenktijd in onderdeel a worden ingeroepen wanneer de statuten van de vennootschap een recht geven om een algemene vergadering bijeen te roepen, bijvoorbeeld indien het bestuur een verzoek daartoe niet heeft gehonoreerd of indien in een lagere drempel dan 3% is voorzien.

In de tweede plaats wordt voorgesteld dat de vennootschap een bedenktijd kan inroepen in geval van een vijandig bod. Bij een vijandig bod is er per definitie sprake van een conflict over de strategie tussen het bestuur van de doelvennootschap en de bieder. Om het bestuur ook in dat geval tijd en rust te kunnen bieden voor een zorgvuldige beleidsbepaling - die verder gaat dan enkel de beoordeling van het bod -, wordt de vijandige overname als afzonderlijk aanknopingspunt voorgesteld. In geval van een vijandige overname hoeft het bestuur derhalve niet af te wachten tot een aandeelhouder een verzoek tot schorsing of ontslag indient, maar kan de vennootschap al eerder de bedenktijd inroepen.

Het verzoek tot benoeming, schorsing of ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen of tot een statutenwijziging die daarop betrekking heeft, dient naar het oordeel van het bestuur wezenlijk in strijd te zijn met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Hetzelfde geldt voor het vijandige bod in onderdeel b. Deze norm is ontleend aan artikel 118a, dat ziet op volmachtverlening aan certificaathouders. De stemgerechtigde kan op grond van artikel 118a lid 2 onderdeel c de volmacht slechts beperken, uitsluiten of een gegeven volmacht herroepen indien naar het oordeel van de stemgerechtigde uitoefening van het stemrecht door een houder van certificaten wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. De beperking van de volmachtverlening werd noodzakelijk geacht voor die gevallen waarin een besluit moet worden genomen waarbij de continuïteit, onafhankelijkheid, identiteit of ontplooiing van de vennootschap op het spel staat (Memorie van Toelichting bij wetsvoorstel aanpassing structuurregeling, *Kamerstukken II*, 2001-2002, 28 179, nr. 3, p. 25). Met het begrip wezenlijk wordt tot uitdrukking gebracht dat het moet gaan om een beoordeling van de te verwachten substantiële schending van belangen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (Memorie van Toelichting bij wetsvoorstel bijzondere maatregelen door de Ondernemingskamer over de zeggenschap, *Kamerstukken II*, 1997-98, 25732, nr. 3, p. 21).

Artikel 114b lid 3

Het inroepen van de bedenktijd door de vennootschap vindt plaats door een met redenen omkleed besluit van het bestuur. Indien de vennootschap een raad van commissarissen heeft ingesteld, behoeft het besluit de goedkeuring van de raad van commissarissen, zo bepaalt het voorgestelde lid 3. Indien de vennootschap een monistisch bestuursmodel hanteert, de commissarissen ontbreken (artikel 159) of uitsluitend een bestuur heeft, volstaat het besluit van het bestuur. Het bestuur zal dan zelfstandig moeten beslissen over het al dan niet inroepen van de bedenktijd en de onderbouwing daarvan.

Daarbij kunnen eerder kenbaar gemaakte bezwaren van aandeelhouders ten aanzien van de strategie behulpzaam zijn en de bij het verzoek tot schorsing of ontslag aangeleverde redenen voor dit verzoek (vgl. artikel 114a). In geval een bod is aangekondigd of uitgebracht kunnen de eerdere uitlatingen en gedragingen van de (potentiële) bieder behulpzaam zijn. Op deze wijze wordt enerzijds beoogd het uitzonderlijke karakter van

de bedenktijd weer te geven en anderzijds beoogd het risico te verminderen dat het bestuur de bedenktijd inroept uit eigen belang om niet ontslagen te worden.

Artikel 114b lid 4

Zoals reeds uiteengezet in het algemeen deel, voorziet lid 4 in een bijzondere rechtsgang in geval van het inroepen van de bedenktijd. Voorgesteld wordt dat aandeelhouders met een belang van ten minste 3% de Ondernemingskamer kunnen verzoeken om de bedenktijd te beëindigen.

Gekozen is voor een drempel die aansluit bij de drempel voor het agenderingsrecht in artikel 114a: aandeelhouders die alleen of gezamenlijk ten minste 3% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Het wordt passend geacht dat de aandeelhouders die in staat zijn om aanleiding te geven voor het inroepen van de bedenktijd, ook de mogelijkheid te bieden om te verzoeken om beëindiging ervan. Artikel 349a lid 1 is van toepassing. Dit houdt in dat de Ondernemingskamer het verzoek met de meeste spoed behandelt en dat iedere belanghebbende een verweerschrift kan indienen tot een door de Ondernemingskamer bepaald tijdstip voorafgaand aan de aanvang van de behandeling. De verzoekers en de rechtspersoon verschijnen hetzij bij advocaat, hetzij bijgestaan door hun advocaten. Alvorens te beslissen kan de Ondernemingskamer ook ambtshalve getuigen en deskundigen horen. Voor de verhouding met andere procedures, zoals de enquêteprocedure, wordt verwezen naar paragraaf 3 van het algemene gedeelte van de toelichting ("verhouding tussen de verschillende procedures").

De laatste zin van lid 4 bevat de criteria waaraan de Ondernemingskamer het verzoek toetst: De Ondernemingskamer wijst het verzoek allereerst toe, wanneer het bestuur mede in het licht van de omstandigheden op het moment van het inroepen van de bedenktijd niet in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het in lid 2 onder a bedoelde verzoek dan wel het in lid 2 onder b bedoelde bod wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (onderdeel a). Ten tweede wordt het verzoek toegewezen wanneer het bestuur niet langer in redelijkheid kan oordelen dat het voortduren van de bedenktijd kan bijdragen tot een zorgvuldige beleidsbepaling. Dit kan zich voordoen bij een (aanzienlijk) gewijzigde situatie. Denk aan het geval van een bereikt akkoord tussen de activistische aandeelhouder die aanleiding gaf om de bedenktijd in te roepen en het bestuur van de onderneming, waarmee de rust is teruggekeerd. Voorts kan de bedenktijd op deze grond worden beëindigd wanneer de onderneming na het inroepen van de bedenktijd tevens andere beschermingsmaatregelen heeft ingeroepen en uit dien hoofde de bedenktijd niet meer kan bijdragen aan een zorgvuldige beleidsbepaling. Immers, het is denkbaar dat via een andere beschermingsmaatregel hetzelfde doel als dat van de bedenktijd bereikt wordt: rust om tot een zorgvuldige beleidsbepaling te komen. Of de bedenktijd moet worden beëindigd, is uiteindelijk aan de rechter die op grond van de voorliggende omstandigheden zal oordelen. Het is in eerste instantie aan de verzoekende partij om gronden aan te voeren waarom aan het criterium is voldaan en dat de bedenktijd moet worden beëindigd (stelplicht). Tegelijk is het aan het bestuur om te onderbouwen waarom zij het inroepen van de bedenktijd noodzakelijk acht (zie ook lid 3). Het is vervolgens aan de ondernemingskamer om te toetsen of het bestuur dit in redelijkheid heeft kunnen doen. Uit deze woorden volgt dat het bestuur beoordelingsruimte toekomt. Het gaat, met andere woorden, om een marginale toets. Met de toewijzing van het verzoek wordt de bedenktijd beëindigd.

Artikel 114b lid 5

Zoals beschreven in het algemeen deel, wordt in lid 5 voorgesteld dat de bedenktijd geldt voor een termijn van ten hoogste 250 dagen, gerekend vanaf de dag na de dag van de indiening van een verzoek om behandeling, dan wel gerekend vanaf uiterlijk de dag na de dag waarop het openbaar bod is uitgebracht.

Lid 5 bepaalt tevens dat het bestuur te allen tijde kan besluiten de bedenktijd eerder te beëindigen. Hiermee wordt onder meer tot uitdrukking gebracht dat de termijn van 250 dagen een maximumtermijn is. Indien het bestuur zijn beleidsbepaling eerder heeft bepaald, of er zich andere ontwikkelingen hebben voorgedaan die het voortduren van de bedenktijd niet langer noodzakelijk maken, kan het bestuur de bedenktijd beëindigen. Beëindiging van de bedenktijd ligt bijvoorbeeld in de rede indien bij een vijandig bod de bedenktijd is ingeroepen en het vijandig bod uiteindelijk wordt ingetrokken.

Voor het beëindigingsbesluit is eveneens de goedkeuring van de raad van commissarissen vereist. De gedachte hierbij is dat de inbreng van de raad van commissarissen de zorgvuldigheid bevordert en dat het beëindigen van de bedenktijd ook een besluit is dat gevolgen heeft voor de raad van commissarissen.

Zoals in het algemeen deel is uiteengezet, eindigt de bedenktijd in ieder geval de dag na de onvoorwaardelijke gestanddoening van een openbaar bod, zo bepaalt de laatste zin van lid 5 voor zover het inroepen van de bedenktijd hiermee verband houdt. Op deze wijze wordt eenieder die de zeggenschap over de doelvennootschap heeft verworven, in de gelegenheid gesteld deze ook daadwerkelijk uit te oefenen.

Artikel 114b lid 6

In het voorgestelde lid 6 worden de gevolgen van de bedenktijd bepaald: de bedenktijd heeft tot gevolg dat de bevoegdheid van de algemene vergadering bedoeld in de artikelen 121 lid 1, voor zover de statutenwijziging betrekking heeft op benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen, 132 lid 1, 134 lid 1, 144 lid 1 en 161a lid 1 gedurende de bedenktijd is opgeschort. Het gaat dan om de bevoegdheid om een bestuurder of commissaris te benoemen, te schorsen of te ontslaan. De achterliggende gedachte hierbij is dat het aan het bestuur is om het beleid en de strategie van de vennootschap te bepalen (zie het voorgestelde artikel 129 lid 1) en aan de raad van commissarissen om daarover te adviseren en daarop toezicht te houden. Wil een aandeelhouder invloed uitoefenen op de strategie, dan heeft hij een drukmiddel in de bevoegdheid van de algemene vergadering tot ontslag van de personen die het beleid bepalen. Hoe groter het belang van de aandeelhouder, hoe groter de druk en hoe groter de kans dat het ontslag plaatsvindt. Deze druk kan bestuurders en commissarissen beïnvloeden bij het bepalen van de strategie. Om te waarborgen dat bestuurders en commissarissen zich bij het bepalen van de strategie laten leiden door het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en niet door de kans op ontslag, heeft het inroepen van de bedenktijd tot gevolg dat de bevoegdheid van de algemene vergadering tot ontslag van bestuurders en commissarissen is opgeschort. Dit sluit aan bij de responstijd in *best practice* bepalingen 4.1.6 en 4.1.7 van de Code, waar het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen als (enige) voorbeeld wordt genoemd van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap. De aandeelhouder kan ook zijn invloed uitbreiden door het bestuur of de raad van commissarissen aan te vullen met 'eigen' bestuurders of commissarissen.

Indien deze door de aandeelhouder benoemde bestuurders of commissarissen de meerderheid zouden vormen, zou dit hetzelfde effect hebben als ontslag. Om die reden is ook de bevoegdheid tot benoeming van bestuurders en commissarissen genoemd. Tevens zou de aandeelhouder via een statutenwijziging kunnen bewerkstelligen dat bepaalde bestuurders en commissarissen worden benoemd of ontslagen. Om die reden wordt ook de bevoegdheid van de algemene vergadering tot statutenwijziging in artikel 121 lid 1, opgeschort. Het gaat uitsluitend om een statutenwijziging die betrekking heeft op benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen. Overige voorstellen tot statutenwijziging worden niet geraakt.

Indien de vennootschap onderworpen is aan het volledige structuurregime, is niet de algemene vergadering bevoegd tot ontslag van bestuurders, maar de raad van commissarissen. Deze regeling wordt door de bedenktijd niet geraakt. Wel is de algemene vergadering bevoegd tot het opzeggen van het vertrouwen in de gehele raad van commissarissen. Daarom is ook artikel 161a lid 2 genoemd in lid 6.

Teneinde te voorkomen dat een bestuurder of commissaris gedurende de bedenktijd in het geheel niet kan worden ontslagen door de algemene vergadering of in geval van een plotselinge vacature geen benoeming kan plaatsvinden, wordt voorgesteld dat de opschorting van bevoegdheden niet plaatsvindt indien het voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag van een bestuurder of commissaris als punt ter stemming op de agenda wordt of reeds is geplaatst door de vennootschap. Op deze wijze wordt bewerkstelligd dat een bestuurder die bijvoorbeeld een greep uit de kas heeft gedaan, ook gedurende de bedenktijd kan worden ontslagen. Om deze zelfde reden is ook artikel 162 lid 1 niet opgenomen. Dit artikel biedt de mogelijkheid om een commissaris te doen ontslaan wegens verwaarlozing van zijn taak, andere gewichtige redenen en ingrijpende wijziging van omstandigheden. Tot slot is afgezien van het opnemen van artikel 154 lid 4, aangezien deze bepaling ziet op de specifieke situatie van overgang naar een structuurregime en het hierbij aan het bestuur is om de algemene vergadering een voorstel te doen.

Artikel 114b lid 7

Het voorgestelde lid 7 ziet op de verplichtingen die op het bestuur rusten gedurende de bedenktijd: het bestuur vergaart alle informatie die nodig is voor een zorgvuldige beleidsbepaling. Dit kan bijvoorbeeld inhouden dat het bestuur opdracht geeft om bepaald onderzoek te laten verrichten of dat het bestuur gesprekken voert met potentiële gegadigden voor overname van (een deel van) de onderneming. Doet dit laatste zich voor, dan ligt het ook in de rede om bijvoorbeeld de vakbonden te raadplegen. Voorgesteld wordt in de wet een minimumverplichting aan het bestuur op te leggen, in de zin dat het bestuur in ieder geval de aandeelhouders die een belang hebben van ten minste 3% raadpleegt en, indien aanwezig, de ondernemingsraad. Met de 3% drempel voor de raadpleging van aandeelhouders is aansluiting gezocht bij de aandeelhouders die ook hun agenderingsrecht kunnen uitoefenen. Raadpleging van deze aandeelhouders op initiatief van het bestuur past in het aangaan van een constructieve dialoog. Andere aandeelhouders die het bestuur hun opvatting willen laten weten, kunnen de vennootschap uit eigen beweging benaderen. In het geval dat een standpunt kenbaar wordt gemaakt dat bijvoorbeeld louter scheldwoorden zou bevatten, dan volgt uit artikel 2:8 BW dat dit standpunt niet hoeft te worden gepubliceerd.

Indien het gaat om een artikel 107a-besluit is in raadpleging van de ondernemingsraad reeds voorzien (zie de toelichting bij artikel 129 lid 1). Het raadplegen van de raad van commissarissen volgt reeds uit de taakverdeling tussen bestuur en raad van commissarissen, maar wordt nu expliciet vermeld. Zoals in het algemeen deel uiteengezet, heeft ook de ondernemingsraad bepaalde bevoegdheden. De in lid 7 voorgestelde raadpleging sluit daarbij aan.

Indien de geraadpleegde aandeelhouders of de ondernemingsraad aan het bestuur een standpunt kenbaar hebben gemaakt en zij instemmen met publicatie, dient het bestuur dit standpunt op de website van de vennootschap te plaatsen. Doel is dat de belanghebbenden kennis kunnen nemen van elkaars standpunten en deze bij hun eigen standpuntbepaling kunnen betrekken.

Onder de ondernemingsraad wordt mede verstaan de ondernemingsraad van de onderneming van een dochtermaatschappij, mits de werknemers in dienst van de vennootschap en de groepsmaatschappijen in meerderheid binnen Nederland werkzaam zijn. Is er meer dan één ondernemingsraad, dan wordt de bevoegdheid door deze raden gezamenlijk uitgeoefend. Is voor de betrokken onderneming of ondernemingen een centrale ondernemingsraad ingesteld, dan komt de bevoegdheid toe aan de centrale ondernemingsraad. Dit wordt geregeld door artikel 107a lid 4 van overeenkomstige toepassing te verklaren.

Artikel 114b lid 8

In lid 8 wordt voorgesteld dat het bestuur verslag doet van het gevoerde beleid en de gang van zaken sinds het inroepen van de bedenktijd. De gedachte is dat het bestuur verantwoording aflegt over het gevoerde beleid en de gemaakte beleidskeuzes gedurende de bedenktijd. Om enerzijds te waarborgen dat het afleggen van verantwoording tijdig plaatsvindt en anderzijds te voorkomen dat het afleggen van verantwoording kan worden uitgesteld, wordt bepaald dat de vennootschap uiterlijk een week na de laatste dag van de bedenktijd het verslag voor de aandeelhouders ter inzage ter kantore van de vennootschap legt en het verslag op haar website plaatst. Op deze wijze kunnen aandeelhouders en andere stakeholders kennisnemen van het verslag. Er is gekozen voor een termijn van een week om de vennootschap een korte termijn te geven het verslag voor te bereiden en te plaatsen, ook in gevallen dat de vennootschap het einde van de bedenktijd niet geheel in de hand heeft (bij gestanddoening van een vijandig bod). De in lid 8 opgenomen termijn betreft een uiterste termijn; eerdere plaatsing van het verslag is uiteraard mogelijk.

Artikel 114b lid 9

Het in lid 8 bedoelde verslag wordt bij de oproeping van de eerstvolgende algemene vergadering na het verstrijken van de bedenktijd vermeld als onderwerp ter bespreking, zo wordt in lid 9 voorgesteld. Dat kan de jaarlijkse algemene vergadering zijn, of een bijzondere algemene vergadering, bijvoorbeeld indien het bestuur een artikel 107a-besluit aan de algemene vergadering voorlegt. Op deze vergadering zal ook het verzoek tot ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen ter stemming kunnen worden behandeld. Dit verzoek is immers opgeschort na het inroepen van de bedenktijd en herleeft na het beëindigen van de bedenktijd.

Artikel 114b lid 10

Het voorliggende lid voorziet voor de toepassing van de bedenktijd in de gelijkstelling van aandelen met certificaten die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven'. Ditzelfde geldt voor *aandeelhouders* met *certificaathouders* van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven. De tekst is ontleend aan artikel 110 lid 2.

Onderdeel B

Artikel 129 lid 1

Het huidige artikel 129 lid 1 bepaalt dat, behoudens beperkingen volgens de statuten, het bestuur is belast met het besturen van de vennootschap. Voorgesteld wordt om daaraan toe te voegen dat daaronder in ieder geval wordt begrepen dat het bestuur het beleid en de strategie van de vennootschap bepaalt. Daarmee wordt beoogd de vaste jurisprudentie van de Hoge Raad te codificeren, zoals reeds uiteengezet in het algemeen deel. De codificatie is vanwege het doel van het wetsvoorstel beperkt tot beursvennootschappen. Er is geen veranderd beoogd van de jurisprudentie ten aanzien van de bestuurstaak van niet-beursgenoteerde vennootschappen.

In de verhouding tussen het bestuur en de algemene vergadering met betrekking tot het bepalen van het beleid geldt het volgende: bestuursbesluiten inzake belangrijke wijziging van de identiteit of het karakter van de vennootschap dienen aan de algemene vergadering ter goedkeuring te worden voorgelegd. De algemene vergadering beslist daarnaast over voorgenomen besluiten tot omzetting, fusie of splitsing. Aandeelhouders hebben recht op informatie van het bestuur over het beleid en hebben het recht om onderwerpen aan te dragen voor de agenda van de algemene vergadering. Die onderwerpen kunnen ook het beleid van de vennootschap betreffen. Deze kunnen dan op de algemene vergadering worden besproken. Het staat vennootschappen tot op zekere hoogte vrij om de algemene vergadering nauwer te betrekken bij het bepalen van het beleid. Artikel 129 lid 4 bepaalt immers dat de statuten kunnen bepalen dat het bestuur zich dient te gedragen naar de aanwijzingen van een orgaan van de vennootschap die de algemene lijnen van het te voeren beleid op nader in de statuten aangegeven terreinen betreffen. De invloed van de algemene vergadering van naamloze vennootschappen mag zich, in tegenstelling tot de algemene vergadering van besloten vennootschappen, niet uitstrekken tot het geven van concrete instructies aan het bestuur.

Onderdeel C

Artikel 187

Bijgaande bepaling geeft een aanvulling in artikel 187, waarin een aantal bepalingen van toepassing is verklaard op besloten vennootschappen met beursnotering. Hierdoor geldt de bedenktijd ook voor BV's met een beursnotering. Artikel 187 wordt ingevoerd door het voorstel tot Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, de Wet op het financieel toezicht en de Wet giraal effectenverkeer ter uitvoering van Richtlijn 2017/828/EU van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (PbEU 2017, L 132) (Kamerstukken I 2018-19, 35058, nr. A). Voor alle duidelijkheid wordt erop gewezen dat de bedenktijd kan worden ingeroepen door BV's waarvan aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit als bedoeld in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht of een met een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit vergelijkbaar systeem uit een staat die geen lidstaat is en die geen

gebruik maakt van de mogelijkheid bedoeld in artikel 359b lid 1 onderdeel a. Dit volgt uit de verwijzing naar artikel 114b die in artikel 187 wordt toegevoegd.

Voor de toepassing van artikel 114b lid 10, is nog van belang dat in het BV-recht geen onderscheid (meer) wordt gemaakt tussen certificaten die wel respectievelijk zonder medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven. Daarom is verduidelijkt dat voor certificaten respectievelijk certificaathouders moet worden gelezen dat het gaat om certificaten waaraan vergaderrecht is verbonden respectievelijk certificaathouders aan wie het vergaderrecht toekomt.

De tweede aanvulling in artikel 187 ziet op de codificatie van de bestuurstaak. Het is ook voor de Beurs-BV nuttig om te codificeren dat het bestuur het beleid van de vennootschap bepaalt, met inbegrip van beleidsbepaling op lange termijn (zie o.m. Asser 2-IIa NV en BV, nr. 390). Genoemd uitgangspunt laat onverlet dat bijvoorbeeld bij statuten anders bepaald wordt. Zo is het mogelijk dat in de statuten van een BV wordt bepaald dat aandeelhouders concrete instructies kunnen geven aan het bestuur. Bestuurders zijn gehouden deze instructies op te volgen, tenzij deze in strijd zijn met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (zie artikel 239 lid 4).

Artikel II

Artikel II regelt de inwerkingtreding van de wet op een bij koninklijk besluit bepaald tijdstip. Hierbij zal rekening worden gehouden met de vaste verandermomenten. Dat wil zeggen, de wet zal per 1 januari of per 1 juli in werking treden.

De Minister voor Rechtsbescherming,

De Minister van Economische Zaken en Klimaat,

De Minister van Financiën,