

Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het invoeren van een bedenktijd door het bestuur van een naamloze vennootschap

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 korte termijn gaat 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. 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 invoeren van de bedenktijd in te stemmen. Het invoeren 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. Ook wordt met het wetsvoorstel uitvoering gegeven van de motie-Van Rooijen (*Kamerstukken II*, 29 826, nr. 87) en de motie-Paternotte c.s. (*Kamerstukken II*, 29 826, nr. 89). In de brief van 20 mei 2017 (*Kamerstukken II* 29 826 nr. 70) is een viertal varianten geschetst om het 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. Het kabinet heeft de keuze gemaakt om een van deze varianten – de bedenktijd - uit te werken. In de opvatting van het kabinet 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 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 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). Tenslotte 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 overnamebod¹ (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 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

¹ 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.

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 langetermijnwaardcreatie 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 2016.² 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)³. 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 strategische beslissingen van het bestuur af te dwingen.⁴ 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:⁵

² Eumedion, evaluatie AVA seizoen 2011 en 2016.

³ 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.

⁴ 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.

⁵ 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.

- (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 bieder als een bod niet slaagt. Voor aandeelhouders van zowel de doelvennootschap als de overnemende partij zijn er risico's verbonden aan een vijandige overname.⁶

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 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.

⁶ 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.

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 afnemende trend sinds 2009 omgekeerd.⁷ 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 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 biedingsbericht⁸ - 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 de strategie van de onderneming.

3. Hoofdlijnen van het wetsvoorstel

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 geïoriënteerde aandeelhouders – te vergroten. Het wetsvoorstel bevat allereerst de uitdrukkelijke bevestiging dat onder de taak van het bestuur van de vennootschap ook valt het bepalen van het beleid en de strategie. Artikel 129, eerste lid, van Boek 2 BW wordt daartoe uitgebreid. De verwachting is dat door dit sterkere primaat langetermijnwaardecreatie meer centraal kan komen te staan in keuzes en er meer ruimte ontstaat voor een brede stakeholderbenadering.

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

⁷ Erasmus Universiteit Rotterdam, 'Bescherming bij Nederlandse beursvennootschappen', september 2015, in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code.

⁸ Wettelijk staat daar een termijn van circa 14 weken voor. In de praktijk duurt het gemiddeld circa 20 weken.

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 acht 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.

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 bieder. 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 afhaken door een zorgvuldiger verkoopproces. Het kan er bijvoorbeeld ook toe leiden dat de bieder 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 moet instemmen met de oproeping van de bedenktijd. Daarnaast wordt een bijzondere rechtsgang bij de Ondernemingskamer geïntroduceerd om de bedenktijd te beëindigen. De bijzondere rechtsgang laat onverlet dat een besluit van het bestuur tot het oproepen van de bedenktijd vatbaar is voor rechterlijke toetsing op grond van de artikelen 14 en 15. Tevens laat de bijzondere rechtsgang onverlet dat een enquêteprocedure kan worden gestart. 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. Het instrument van het enquêterecht is in geval van verschil van inzicht over de rechtvaardiging van het oproepen van de bedenktijd ruimer dan noodzakelijk. Daarom wordt in een procedure voor de Ondernemingskamer voorzien die uitsluitend betrekking heeft op de vraag of de bedenktijd in redelijkheid mocht worden ingeroepen. Tenslotte laat het wetsvoorstel artikel 107a onverlet.

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 oproept, 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 oproepen 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 bieder 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 oproept. De tijd die is verstreken tussen het uitbrengen van het bod en het oproepen 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 grootaandeelhouder 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. 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. Dit wordt dan als bespreekpunt geagendeerd (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 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.

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%, de raad van commissarissen 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, de raad van commissarissen of de ondernemingsraad aan het bestuur een standpunt kenbaar hebben gemaakt, bepaalt het wetsvoorstel dat het bestuur dit standpunt onverwijld doorstuurt aan de overige belanghebbenden. Op deze wijze wordt gewaarborgd dat belanghebbenden toegang hebben tot relevante informatie afkomstig van andere belanghebbenden.

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 uitbestedt, 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 inroepen van de bedenktijd. Uiterlijk de dag waarop de bedenktijd afloopt maakt de vennootschap het verslag openbaar. 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.

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 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)⁹ 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 2016¹⁰ in zijn jaarlijkse M&A-rapport 75%.
- Drees (2014)¹¹ 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)¹² beargumenteren ook dat zeer veel overnames voor de overnemende partij geen aandeelhouderswaarde genereren. Dit volgt onder meer

⁹ Early, S. (2004), "New McKinsey research challenges conventional M&A wisdom," *Strategy & Leadership*, Vol. 32(2), pp.4-11.

¹⁰ 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>).

¹¹ 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).

¹² 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.

ook uit Schenk (2006).¹³ Ze geven aan dat er zeker succesvolle overnames zijn, maar het grootste deel, ze geven een ruwe schatting van ongeveer 75%, mislukt.¹⁴

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 zichzelf en de vennootschap halen.¹⁵ 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. 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.

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 goede beleidsafweging, 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

¹³ 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.

¹⁴ 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.

¹⁵ Zie ook paragraaf 2.3 en de daar aangehaalde literatuur.

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*).¹⁶ 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*. Indien een vennootschap aan een buitenlandse beurs genoteerd is waar de *no frustration rule* geldt, zal de vennootschap evenmin gebruik kunnen maken van de bevoegdheid om de bedenktijd in te roepen. Voorts is het ook mogelijk om statutair uit te sluiten dat de vennootschap de wettelijke bedenktijd kan inroepen. Daarmee kan een vennootschap er bewust voor kiezen om af te zien van de mogelijkheid van het inroepen van de bedenktijd.

Samenloop met andere beschermende maatregelen

Het kabinet acht het niet wenselijk dat er volledige stapeling van bedenktijd met andere beschermingsmaatregelen plaatsvindt. Dit geldt bijvoorbeeld voor stapeling van de bedenktijd met al bestaande (statutaire) beschermingsmaatregelen. Het opeenvolgend inroepen 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 inroepen 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 inroepen.

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 uitsluitend worden ingezet in geval van een (dreigend) vijandig bod. De bedenktijd strekt tot bevordering van zorgvuldige besluitvorming en is uitsluitend gericht 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.

Gelet op het feit dat bescherming zich in vele schakeringen kan voordoen, ligt het in de rede om 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 op 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

¹⁶ Kamerstukken II, 2005/2006, 30 419, nr. 3, p. 18.

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 (op grond van de Wft maximaal twee jaar).

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 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.¹⁷ Het kabinet 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.

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.¹⁸ 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).¹⁹ 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.²⁰ 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 AvA voor te leggen. De wettelijke bedenktijd past daarmee binnen de kaders die de richtlijn aandeelhoudersrechten stelt. De

¹⁷ Voorlichting Afdeling advisering Raad van State, W16.18.0094.

¹⁸ Vgl. Conclusie AG Timmerman, Fugro/Boskalis, ECLI:NL:PHR:2018:14, r.o. 4.131.

¹⁹ Deze richtlijn wordt in Nederlandse wetgeving omgezet, zie

<https://www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidaandeelhouders>.

²⁰ Arrest HvJEU van 27 september 1988, Daily Mail and General Trust, zaak 81/87, overweging 19.

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 aanbestedingstermijn 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 negeren tijdens een openbaar overnamebod. Deze lidstaatopties 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.²¹

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 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 bieder, 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

²¹ Arrest HvJEU van 15 oktober 2009, zaak C-101/08, Audiolux SA, overweging 51.

geheel vrij om in het kader van de regeling van de wettelijke bedenktijd in het al dan niet aanbieden van hun effecten aan de bieder.

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 bieder 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.²² 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 landen met ingang van 1 januari 1994 in beginsel verboden.²³ 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.²⁴

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.²⁵ 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.²⁶

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

²² Zie in deze zin bijv. arrest HvJEU van 26 maart 2009, Commissie/Italië, zaak C-326/07 overweging 36.

²³ Zie arrest HvJEU van 18 december 2007, zaak Skatteverket/A, C-101/05, overweging 20 en de aldaar aangehaalde jurisprudentie.

²⁴ Arrest HvJEU van 19 mei 2009, Commissie/Italië, zaak C-531/06, overweging 46 en de aldaar aangehaalde jurisprudentie.

²⁵ 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.

²⁶ 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.

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.²⁷ 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.²⁸

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 jurisprudentie²⁹ 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.³⁰

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

²⁷ Arrest HvJEU van 28 september 2006, Commissie/Nederland, gevoegde zaken C-282/04 en C-283/04, overwegingen 22-31.

²⁸ Zie bijv. arrest HvJEU van 21 oktober 2010, Idryma Tipou, zaak C-81/09, overweging 55.

²⁹ 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).

³⁰ 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.

zodanig onzeker en afhankelijk van allerlei factoren dat er geen belemmering van het vrij verkeer van kapitaal optreedt.³¹

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-discriminatoir, geschikt is om het beoogde doel te bereiken en qua belemmering van het vrij verkeer niet verder gaat dan strikt genomen noodzakelijk is.³²

De wettelijke bedenktijd is - zoals hierboven beschreven - naar zijn aard non-discriminatoir naar nationaliteit of vestigingsplaats van de investeerder. Door de 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;³³
- consumentenbescherming;³⁴
- bescherming van werknemers, met inbegrip van de sociale bescherming van werknemers;³⁵
- bescherming van schuldeisers.³⁶

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.³⁷ 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

³¹ 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.

³² Arrest HvJEU van 4 juni 2002, Commissie/België, zaak C-503/99, overweging 45.

³³ Arrest HvJEU van 11 december 2003, zaak C-215/01, Schnitzer, punt 35.

³⁴ Arrest HvJEU van 29 november 2007, C-393/05, Commissie/Oostenrijk, punt 52 en de aldaar aangehaalde rechtspraak.

³⁵ 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.

³⁶ 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.

³⁷ 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.

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 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.³⁸ 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 voorafgaand aan het invoeren 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 het invoeren van 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). Bovendien is het invoeren 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).

³⁸ HvJ EG 1 oktober 2009, C-567/07, Woonstichting Sint Servatius, ECLI:EU:C:2009:593, punt 25.

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 bidder. 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 bidder. 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 bidder 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 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 bidder 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.³⁹ 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 Gemeenschap 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.⁴⁰

³⁹ 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.

⁴⁰ 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.

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.⁴¹ 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).⁴²

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 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

⁴¹ 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.

⁴² Arrest HvJEU van 27 september 1988, Daily Mail and General Trust, zaak 81/87, overweging 19.

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.⁴³ 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 euro⁴⁴ x 5 in totaal 335 euro bedragen. Voor de betrokken aandeelhouders in die vijf gevallen wordt een soortgelijk bedrag geschat. Dat maakt de totale kennisnamekosten tot 770 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.

⁴³ Vgl. Handboek meten regeldruk, p. 16.

⁴⁴ Bruto tarief leidinggevend en managers volgens CBS in 2016, Handboek Meting Regeldrukkosten, p. 33.

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 bezoldigingsverslag⁴⁵ - gerekend op 800 euro x 5 is 4.000 euro. Daarmee komen de totale geschatte kosten voor de regeldruk op 12.470 euro.

7. Advies en consultatie

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 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.

⁴⁵ Zie memorie van toelichting voorontwerp implementatie richtlijn langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders, p. 23, <https://www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidaandeelhouders>.

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 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.

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

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 de aandelen of certificaten van aandelen - waar dan ook ter wereld - ter beurse of via een multilaterale handelsfaciliteit verhandeld worden. Daartoe is aangesloten bij de verhandelbaarheid 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 gebruik 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 de eerste plaats is dat het geval indien een of meer aandeelhouders of certificaa houders met een belang van 3% of meer in het kapitaal van de vennootschap 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.

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 deieder. 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*, vergaderjaar 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*, vergaderjaar 1997/1998, 25 732, 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 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)ieder 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. Lid 10 bepaalt dat artikel 349a lid 1 van toepassing is. 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.

De laatste zin van lid 4 bevat het criterium waaraan de Ondernemingskamer het verzoek toetst: De Ondernemingskamer wijst het verzoek af, wanneer het bestuur in het licht van de omstandigheden op het moment van het inroepen van de bedenktijd 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. Daarbij is het aan het bestuur om te onderbouwen waarom zij het inroepen van de bedenktijd noodzakelijk acht (zie ook lid 3). Het is aan de Ondernemingskamer om te toetsen of het bestuur dit in redelijkheid heeft kunnen doen om de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming te waarborgen. 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.

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 gestanddoening van een openbaar bod, zo bepaalt de laatste zin van lid 5. Op deze wijze wordt een bidder 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 invoeren 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 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.

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. 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 raad van commissarissen en 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.

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, de raad van commissarissen of de ondernemingsraad aan het bestuur een standpunt kenbaar hebben gemaakt, dient het bestuur dit standpunt onverwijld door te sturen aan de overige belanghebbenden. Op deze wijze wordt beoogd te waarborgen 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 op 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.

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.

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 te daaraan toe te voegen dat daaronder 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.

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.

Artikel II

Artikel II regelt de inwerkingtreding van de wet op een bij koninklijk besluit bepaald tijdstip.

De Minister voor Rechtsbescherming,

De Minister van Economische Zaken en Klimaat,

De Minister van Financiën,