



Aan het Ministerie van Justitie en Veiligheid
T.a.v. de Minister voor Rechtsbescherming
Postbus 20301
2500 EH Den Haag

Den Haag, 22 januari 2019

Ref: B19.01

Betreft: Consultatie voorontwerp wettelijke bedenktijd

Geachte heer Dekker,

Graag maakt Eumedion gebruik van de mogelijkheid om te reageren op het consultatiedocument d.d. 7 december 2018 inzake het voorstel voor Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het invoeren van een bedenktijd door het bestuur van een naamloze vennootschap (hierna: het voorontwerp).

In het voorontwerp wordt voorgesteld om: a) het primaat van het bestuur ten aanzien van strategie te codificeren en b) het bestuur de mogelijkheid te geven om een bedenktijd van maximaal 250 dagen in te roepen wanneer een aandeelhouder het ontslag van een bestuurder of commissaris voorstelt of in het geval van een (vijandig) overnamebod. Het invoeren van de bedenktijd heeft tot gevolg dat de bevoegdheid van de algemene vergadering tot (het initiëren van statutenwijzigingen met betrekking tot) benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders en commissarissen wordt opgeschort. Het voorontwerp strekt ertoe het bestuur van een beursvennootschap meer tijd en rust te gunnen voor de inventarisatie en de weging van de belangen van de onderneming en haar *stakeholders*. Vooropgesteld dat Eumedion het belang van een goede belangenafweging door het bestuur onderschrijft, meent zij dat Nederlandse beursvennootschappen onder het Nederlandse vennootschapsrecht, de Nederlandse corporate

governance code en de bestaande jurisprudentie al voldoende mogelijkheden hebben om zichzelf in het belang van de vennootschap en al haar *stakeholders* tijdelijk te beschermen tegen een vijandige overname of ongewenst aandeelhoudersactivisme. Aanvullende wetgeving die ervoor zorgt dat bestuurders en commissarissen van 'hogerhand' nog meer worden beschermd is niet noodzakelijk, disproportioneel en staat bovendien op gespannen voet met Europees recht en het Regeerakkoord. Gelet hierop beveelt Eumedion aan om het voorontwerp niet bij de Tweede Kamer in te dienen. Hieronder lichten wij ons commentaar nader toe.

1. Nederlandse beursvennootschappen zijn al afdoende beschermd; de introductie van een wettelijke bedenktijd is niet noodzakelijk en disproportioneel

Door de wettelijke bedenktijd kan het investeren in Nederlandse beursvennootschappen minder aantrekkelijk worden.¹ Het staat daarmee buiten kijf dat het voorontwerp het vrij verkeer van kapitaal raakt. Maatregelen die het vrij verkeer van kapitaal belemmeren kunnen (onder meer) worden gerechtvaardigd als er een dwingende reden van algemeen belang aanwezig is. Wel geldt dat de voorgestelde belemmering noodzakelijk en proportioneel moet zijn.² De wetgever is er volgens ons niet in geslaagd om duidelijk te maken waarom de voorgestelde wettelijke bedenktijd noodzakelijk en proportioneel is en waarom de bestaande mogelijkheden die beursvennootschappen hebben om zichzelf te beschermen tegen een vijandige overname of ongewenst aandeelhoudersactivisme tekort schieten. Eumedion meent dat de voorgestelde wettelijke bedenktijd niet slaagt voor de noodzakelijks- en proportionaliteitstest om de volgende redenen:

1. Nederlandse beursvennootschappen zijn al afdoende beschermd, extra wetgeving is niet noodzakelijk: Alle grote Nederlandse beursvennootschappen hebben al eigen beschermingsmaatregelen die niet alleen in het geval van vijandige overnames maar ook in het geval van ongewenst aandeelhoudersactivisme kunnen worden ingeroepen³ (zie bijlage 1). Daar komt bij dat de Nederlandse corporate governance code nu al bepaalt dat besturen van Nederlandse beursvennootschappen een zogenoemde responstijd van 180 dagen kunnen inroepen wanneer één of meer aandeelhouders het voornemen hebben om de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, bijvoorbeeld door het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen.⁴

¹ Zie ook de voorlichting van de Afdeling advisering van de Raad van State over de Europeesrechtelijke aspecten van de wettelijke bedenktijd, p. 10: "Door de wettelijke mogelijkheid te bieden van een bedenktijd, kan het investeren in een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap minder aantrekkelijk worden gemaakt. Daarmee wordt aan het vrije verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging geraakt" en "De invoering van een bedenktijd beperkt de mogelijkheid om daadwerkelijk deel te gaan uitmaken van het bestuur van een vennootschap of de zeggenschap te verkrijgen over een vennootschap, zodat dit investeerders uit andere lidstaten kan ontmoedigen investeringen te doen".

² Zie p. 20-21 van de conceptmemorie van toelichting en p. 12 van de voorlichting van de Afdeling advisering van de Raad van State over de Europeesrechtelijke aspecten van de wettelijke bedenktijd.

³ Zoals een onredelijk verzoek om het ontslag van een of meerdere bestuurders of commissarissen te agenderen.

⁴ Zie *best practice* bepalingen 4.1.6 en 4.1.7 van de Nederlandse corporate governance code.

2. Statuten bemoeilijken het voor aandeelhouders al om bestuurders en commissarissen te benoemen, te schorsen of te ontslaan:

Veel Nederlandse beursvennootschappen hebben bepalingen in hun statuten die het voor aandeelhouders betrekkelijk moeilijk maken om hun eigen kandidaten voor te dragen voor het bestuur en de raad van commissarissen en om bestuurders of commissarissen te ontslaan. Veel raden van commissarissen hebben het recht om bindende benoemingsvoordrachten te doen voor vacatures voor het bestuur en de raad van commissarissen. En regelmatig is een gekwalificeerde meerderheid van 2/3 van de ter algemene vergadering uitgebrachte stemmen nodig om bestuurders of commissarissen te ontslaan.⁵ In veel gevallen moet deze gekwalificeerde meerderheid ten minste de helft van het geplaatste kapitaal van de vennootschap representeren. Deze bestaande statutaire bepalingen kunnen niet zomaar worden gewijzigd. Bijna alle Nederlandse beursvennootschappen hebben in hun statuten het initiatiefrecht voor aandeelhouders om de statuten te wijzigen, uitgesloten (dit omvat ook wijzigingen ten aanzien van de bestaande procedure met betrekking tot benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders en commissarissen).⁶ Dit betekent dat in de praktijk alleen het bestuur en de raad van commissarissen wijzigingen van de statuten kunnen voorstellen.

3. Het Nederlandse vennootschapsrecht biedt al afdoende waarborgen om activistische, op de korte termijn gerichte aandeelhouders op afstand te houden: Uit de conceptmemorie van toelichting (p. 9) volgt dat aandeelhouders als pressiemiddel hebben dat zij via het agenderingsrecht en het recht om een algemene vergadering bijeen te doen roepen, bestuurders en commissarissen kunnen ontslaan. Volgens de conceptmemorie van toelichting kan hierdoor een goede belangenafweging door het bestuur in het geding komen. De bedenktijd creëert volgens de wetgever ruimte voor het bestuur om zijn taak zo goed mogelijk te kunnen vervullen.⁷ De wetgever lijkt er hierbij aan voorbij te gaan dat het Nederlandse vennootschapsrecht al afdoende waarborgen tegen ongewenst aandeelhoudersactivisme biedt. Het gaat om de volgende waarborgen:

- a. Aandeelhouders moeten al de maatstaven van redelijkheid en billijkheid in acht nemen als zij verzoeken om de agendering van het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen. De Nederlandse wet verbiedt misbruik van macht door aandeelhouders.⁸
- b. De vennootschap kan de Ondernemingskamer al verzoeken om onmiddellijke voorzieningen te treffen tegen één of meer aandeelhouders als de vennootschap

⁵ Abma e.a., *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen* (R&P nr. ONR9) 2017, paragraaf 2.2.1.

⁶ Abma e.a., *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen* (R&P nr. ONR9) 2017, paragraaf 2.4.

⁷ Zie ook p. 30 van de conceptmemorie van toelichting.

⁸ Art. 2:8 BW en art. 3:13 BW.

van mening is dat het gedrag van deze aandeelhouder(s) erg schadelijk is voor de vennootschap in kwestie.⁹

- c. Aandeelhouders kunnen op grond van de wet niet zelf een (buitengewone) algemene vergadering bijeenroepen.¹⁰ Dit is alleen mogelijk na een rechterlijke toets, oftewel nadat de belangen van de verzoekende partij en de vennootschap in kwestie in ogenschouw zijn genomen en nadat onderzocht is of de aandeelhouders een redelijk belang hebben bij de bijeenroeping van de (buitengewone) algemene vergadering. Dat de rechter niet altijd een machtiging verleent om een algemene vergadering bijeen te roepen, blijkt wel uit de Akzo-zaak.¹¹
- d. Een verzoek om het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen te agenderen, kan ook worden afgewezen door de vennootschap zelf. In dat geval moet de verzoekende aandeelhouder dit dan afdwingen via de rechter. De rechter zal nagaan of het verzoek van de aandeelhouder voldoet aan de hierboven genoemde maatstaven van redelijkheid en billijkheid.¹²

Uit het bovenstaande blijkt dat Nederlandse beursvennootschappen al afdoende beschermd zijn en de introductie van een wettelijke bedenktijd niet noodzakelijk en daarmee disproportioneel is. Het voorontwerp is daarmee niet alleen in strijd met de verdragsbepalingen inzake het vrije verkeer van kapitaal, maar ook met de Aanwijzingen voor de regelgeving. De Aanwijzingen schrijven immers voor dat regelgeving noodzakelijk moet zijn en een effectieve, efficiënte en evenredige reactie moet vormen op een maatschappelijke probleem.¹³

2. Checks and balances binnen vennootschappen komen in het geding door de wettelijke bedenktijd

Zoals terecht in de conceptmemorie van toelichting (p. 4) wordt opgemerkt, kan de algemene vergadering via het ontslag van bestuurders en/of commissarissen hun afkeuring van het (toezicht op het) door het bestuur gevoerde beleid laten blijken. Gedurende de bedenktijd wordt

⁹ Art. 2:346 BW jo. art. 2:349a BW en Kamerstukken II 2010/11, 32 887, nr. 3.

¹⁰ Art. 2:110 BW.

¹¹ Rb Amsterdam, 10 augustus 2017, JOR 2017, 260.

¹² Zie ook Abma e.a., *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen (R&P nr. ONR9) 2017*, paragraaf 2.3.1.

¹³ Volgens aanwijzing 2.2 voor de regelgeving wordt tot het tot stand brengen van een regeling alleen besloten indien de noodzaak daarvan is komen vast te staan. In de toelichting wordt hierover het volgende opgemerkt "*Regelgeving is noodzakelijk indien aannemelijk is dat het concrete voorstel een effectieve, efficiënte en evenredige reactie vormt op het maatschappelijke probleem dat aanleiding geeft voor die regelgeving. Daarvoor is dus vereist dat voldoende zekerheid bestaat dat de voorgestelde regeling werkelijk zal leiden tot het oplossen of verminderen van dat probleem, dat er geen minder bezwarende alternatieven zijn, en dat de kosten en lasten daarvan gerechtvaardigd worden door de ernst van het probleem. Indien niet aan elke van deze voorwaarden is voldaan, bestaat onvoldoende grond om tot regelgeving (in de voorgenomen vorm) over te gaan. Eventueel kan in zo'n geval een alternatief, minder bezwarend sturingsinstrument worden ingezet, of dient simpelweg van overheidsingrijpen te worden afgezien.*".

de bevoegdheid van de algemene vergadering tot (het initiëren van statutenwijzigingen met betrekking tot) benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders en commissarissen, opgeschort. Het is wat ons betreft moeilijk te rechtvaardigen dat deze vier aandeelhoudersrechten die cruciaal zijn voor de *checks and balances* binnen de vennootschap en voor de disciplinerende van het bestuur en de raad van commissarissen, kunnen worden opgeschort door juist die partijen. Het draait de principaal-agent relatie om. Dit leidt tot een hoogst onwenselijke onderbreking van de keten van verantwoordelijkheid tussen deze partijen. De wetgever maakt in de toelichting op het voorontwerp ook onvoldoende duidelijk waarom extra ontslagbescherming voor die groep mensen die daar het minst behoefte aan hebben (bestuurders en commissarissen), noodzakelijk is. Dat dit ook voor veel beleggers moeilijk te begrijpen is, werd wel duidelijk in het kader van de mislukte unificatie van Unilever in 2018. Meerdere beleggers hadden in aanloop naar de hiervoor belegde buitengewone algemene vergadering in de pers aangegeven tegen het voorstel tot unificatie te zullen gaan stemmen. Deze beleggers waren de mening toegedaan dat de keuze van het Unilever-bestuur voor de Nederlandse jurisdictie onder meer zou zijn ingegeven door de betere beschermingsmogelijkheden in Nederland, welke afbreuk zouden doen aan de rechten van aandeelhouders en zouden leiden tot een verslechterde corporate governance structuur.¹⁴

3. Wettelijke bedenktijd is niet in lijn met het Regeerakkoord

In de conceptmemorie van toelichting (p. 1) wordt opgemerkt dat het voorontwerp (onder meer) een uitvoering vormt van het Regeerakkoord. Volgens Eumedion is het voorontwerp niet in lijn met hetgeen is afgesproken in het Regeerakkoord. Ten eerste heeft de wetgever nagelaten om in het voorontwerp te voorzien in de zogenoemde anti-cumulatie clausule die ervoor zou moeten zorgen dat de wettelijke bedenktijd niet kan worden ingezet in combinatie met beschermingsmaatregelen van de vennootschap zelf.¹⁵ In het voorontwerp wordt het aan de rechter overgelaten om het gebruik van de bedenktijd te verrekenen met het gebruik van andere beschermingsmaatregelen en de responstijd uit de corporate governance code.¹⁶ Eumedion meent dat de ruimte die in het voorontwerp wordt gelaten om de wettelijke bedenktijd te combineren met andere beschermingsmaatregelen en de responstijd uit de corporate governance code niet in lijn is met het Regeerakkoord. Ten tweede wordt niet voldaan aan de in het Regeerakkoord gestelde voorwaarde dat de wettelijke bedenktijd het kapitaalverkeer niet mag

¹⁴ Zie de verklaringen van onder meer Aviva Investors (<https://www.thetimes.co.uk/article/aviva-joins-opposition-to-unilever-exit-77gcj8phf>), Schroder Investment Management (<http://www.cityam.com/264236/another-top-unilever-shareholder-says-vote-against-dutch>), City of London Investment Trust (<https://citywire.co.uk/investment-trust-insider/news/city-of-london-rejects-unilever-s-netherlands-move/a1160628>) en Intrinsic Value Investors (FD 24 augustus 2018).

¹⁵ Op p. 34 van het Regeerakkoord 2017 - 2021, Vertrouwen in de toekomst valt te lezen: "Deze maatregel kan niet worden ingezet in combinatie met beschermingsconstructies van bedrijven zelf, zoals de uitgifte van preferente aandelen of prioriteitsaandelen".

¹⁶ Zie p. 15 van de conceptmemorie van toelichting.

raken.¹⁷ Zoals hierboven al is aangegeven en uit de toelichting van de Afdeling Advisering van de Raad van State¹⁸ blijkt, kan het investeren in een Nederlandse beursvennootschap minder aantrekkelijk worden gemaakt door een wettelijke bedenktijd. De wettelijke bedenktijd raakt daarmee (onder meer) het vrije verkeer van kapitaal. Ten derde heeft de wetgever nagelaten om uitvoering te geven aan de in het Regeerakkoord gestelde voorwaarde dat een beursvennootschap de bedenktijd alleen kan invoeren als zij te maken krijgt met voorstellen voor een *fundamentele strategiewijziging*.

Naar aanleiding van het bovenstaande hoofdcommentaar bevelen wij u aan om het voorontwerp niet bij de Tweede Kamer in te dienen. Mocht desalniettemin worden besloten om toch door te gaan met de introductie van de wettelijke bedenktijd dan willen wij graag nog de volgende, meer specifieke opmerkingen plaatsen.

4. Specifieke opmerkingen bij het voorontwerp mocht toch worden doorgedaan met de introductie van een wettelijke bedenktijd

4.1. Meer aandacht voor (schijn van) belangenconflicten wenselijk

De bedenktijd kan (onder meer) worden ingeroepen in het geval van aandeelhoudersvoorstellen tot benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders en commissarissen. Het gevolg hiervan is dat het zittende bestuur en de raad van commissarissen regelmatig een persoonlijk belang zullen hebben bij de besluitvorming over het invoeren van de bedenktijd. Deze persoonlijke belangen hoeven niet altijd parallel te lopen met de belangen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. In ieder geval liggen belangenconflicten en oneigenlijk gebruik van de bedenktijd op de loer. Als een bestuurder of commissaris deelneemt aan de besluitvorming over het invoeren van de bedenktijd omdat zijn/haar eigen ontslag is geagendeerd, is er op zijn minst sprake van schijn van belangenverstremming. In dit licht vraag Eumedion zich af hoe het voorontwerp zich verhoudt tot de corporate governance code¹⁹ waaruit volgt dat elke vorm van belangenverstremming tussen de vennootschap en haar bestuurders of commissarissen moet worden vermeden en de recente jurisprudentie van de Ondernemingskamer waarin het belang van zuivere, zorgvuldige en onbevooroordeelde besluitvorming door het bestuur en de raad van commissarissen centraal staat.²⁰ Overigens zal het voor *stakeholders* lastig zijn om te beoordelen of het bestuur de bedenktijd invoert ter bescherming van het belang van de vennootschap en de

¹⁷ Op p. 34 van het Regeerakkoord 2017 - 2021, Vertrouwen in de toekomst valt te lezen: "*Een beursgenoteerde onderneming die op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) te maken krijgt met voorstellen voor een fundamentele strategiewijziging kan een bedenktijd van maximaal 250 dagen invoeren, mits deze het kapitaalverkeer niet raakt*".

¹⁸ Zie p. 10 van de voorlichting van de Afdeling advisering van de Raad van State over de Europeesrechtelijke aspecten van de wettelijke bedenktijd.

¹⁹ Principe 2.7 van de corporate governance code.

²⁰ Zie onder meer de uitspraken van de Ondernemingskamer d.d. 15 februari 2013 inzake Van der Moolen, d.d. 22 december 2017 inzake Intergamma, d.d. 6 februari 2018 inzake Xeikon en d.d. 30 april 2018 inzake DeSeizoenen.

met haar verbonden onderneming of ter bescherming van de eigen positie. Eumedion vindt het wenselijk dat aan het voornoemde aandacht wordt besteed.

Daarnaast wil Eumedion nog aandacht vragen voor een meer praktisch punt. Als er een aandeelhoudersvoorstel is ingediend om de gehele raad van commissarissen te ontslaan (bijvoorbeeld bij een structuurvennootschap²¹) dan is het persoonlijke belang van de raad van commissarissen evident. Het is in die situatie niet ondenkbaar dat de persoonlijke belangen van de commissarissen niet parallel lopen met de belangen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (de eigen positie staat immers op het spel). De Nederlandse wet²² schrijft voor dat een commissaris niet mag deelnemen aan de beraadslaging en besluitvorming indien hij daarbij een direct of indirect persoonlijk belang heeft dat tegenstrijdig is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De Nederlandse wet bepaalt verder dat wanneer de raad van commissarissen hierdoor geen besluit kan nemen, het besluit wordt genomen door de algemene vergadering tenzij de statuten anders bepalen. Het ligt voor de hand dat vennootschappen van deze mogelijkheid gebruik zullen maken. Aangezien het bestuur niet onafhankelijk kan oordelen over de positie en de kwaliteiten van de eigen interne toezichthouders (de commissarissen), vraagt Eumedion zich af wie in de statuten zou kunnen worden aangewezen om te beslissen over het invoeren van de bedenktijd. Eumedion vindt het wenselijk dat dit wordt verduidelijkt.

4.2. Formulering wettelijke bedenktijd onwenselijk ruim

Gedurende de bedenktijd kan een bestuurder of commissaris niet worden benoemd, geschorst of ontslagen. Op deze manier wordt – aldus p. 11 van de conceptmemorie van toelichting – 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. Er lijkt in de conceptmemorie van toelichting aan voorbij te worden gegaan dat een verzoek tot agendering van het ontslag, de schorsing of de benoeming van een bestuurder of commissaris ook kan zijn gedaan omdat een bestuurder of commissaris simpelweg slecht functioneert respectievelijk omdat een aandeelhouder vindt dat het bestuur of de raad van commissarissen met andere expertise moet worden aangevuld. Eumedion ziet niet in waarom het ook in die gevallen voor vennootschappen mogelijk zou moeten zijn om de bedenktijd in te roepen. Overigens is dit ook niet in lijn met a) het Regeerakkoord waarin staat dat een beursvennootschap de bedenktijd alleen kan invoeren als zij te maken krijgt met voorstellen voor een *fundamentele strategiewijziging*, b) de conceptmemorie van toelichting (p. 1) en de Voortgangsbrief modernisering ondernemingsrecht²³ waarin wordt aangegeven dat de wettelijke

²¹ Zie art. 2:161a BW.

²² Art. 2:140, lid 5, BW.

²³ Kamerstukken II 2018/19, 29 752, nr. 12, p. 9.

bedenktijd kan worden ingeroepen in geval van een dreigend ontslag van bestuurders of commissarissen “als gevolg van het niet ingaan op ideeën van aandeelhouders met betrekking tot de strategie” en c) de responstijd uit de corporate governance code die alleen kan worden ingeroepen indien één of meer aandeelhouders het voornemen hebben de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap. Eumedion meent dat in conceptart. 2:114b BW zou moeten worden verduidelijkt dat de bedenktijd alleen kan worden ingeroepen indien een verzoek tot agendering van de benoeming, de schorsing of het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen de resultante is van het niet ingaan op ideeën van aandeelhouders met betrekking tot de strategie. Andere agenderingsverzoeken zouden niet geraakt moeten worden door het voorontwerp. Een dergelijke verduidelijking in conceptart. 2:114b BW sluit overigens ook beter aan bij de rationale van het voorgestelde lid 7. Hieruit volgt namelijk dat het bestuur gedurende de bedenktijd alle informatie moet verzamelen die nodig is voor een zorgvuldige beleidsbepaling. Die beleidsbepaling ziet onzes inziens op het oogmerk van een aandeelhoudersvoorstel met betrekking tot de strategie. Het komt ons bijvoorbeeld niet logisch over dat het bestuur het “beleid bepaalt” over een aandeelhoudersvoorstel om (een lid van) de raad van commissarissen te ontslaan wegens disfunctioneren.

4.3. Rechtsbescherming is te mager

In de conceptmemorie van toelichting (p. 10) valt te lezen dat het voorontwerp verschillende waarborgen bevat om te voorkomen dat de bedenktijd oneigenlijk wordt gebruikt. Zo wordt geregeld dat aandeelhouders met een belang van ten minste 3% de Ondernemingskamer kunnen verzoeken om de bedenktijd te beëindigen. In de conceptmemorie van toelichting (p. 29) valt te lezen dat het passend wordt geacht de aandeelhouders die in staat zijn om aanleiding te geven voor het invoeren van de bedenktijd ook de mogelijkheid te bieden om te verzoeken om beëindiging daarvan. Eumedion kan zich daar wel iets bij voorstellen maar wijst er in dit verband wel op dat vennootschappen in hun statuten lagere grenzen mogen hanteren voor het indienen van agenderingsverzoeken door aandeelhouders²⁴. Anno 31 december 2018 hebben maar liefst 52 (van de in totaal 162) Nederlandse beursvennootschappen van deze mogelijkheid gebruikgemaakt. Tegen deze achtergrond meent Eumedion dat in het voorontwerp zou moeten worden geregeld dat aandeelhouders die een agenderingsverzoek kunnen indienen – of dat nou op grond van de wet of op grond van de statuten is – de mogelijkheid zouden moeten hebben om de Ondernemingskamer te verzoeken om de beëindiging van de bedenktijd.

Daarnaast meent Eumedion dat de rol van de Ondernemingskamer zou moeten worden verbreed. De Ondernemingskamer toetst nu – kort gezegd – alleen of de bedenktijd in

²⁴ Zie art. 2:114a BW.

redelijkheid mocht worden ingeroepen (conceptart. 2:114b, lid 4, BW). Wat Eumedion betreft zouden aandeelhouders ook moeten kunnen verzoeken om voortijdige beëindiging van de bedenktijd indien zij menen dat de situatie waarin de vennootschap verkeert dusdanig is gewijzigd dat het laten voortduren van de bedenktijd niet langer noodzakelijk is. Eumedion meent dat het voorontwerp in de hiervoor bedoelde zin zou moeten worden aangepast.

4.4 Verplichting om standpunten van geraadpleegde aandeelhouders openbaar te maken, schiet doel voorbij

Uit het voorontwerp (conceptart. 2:114b, lid 7, BW) volgt dat het bestuur in ieder geval de aandeelhouders met een belang van ten minste 3%, de raad van commissarissen en de ondernemingsraad moet raadplegen gedurende de bedenktijd. Indien de geraadpleegde aandeelhouders, de raad van commissarissen of de ondernemingsraad aan het bestuur een standpunt kenbaar hebben gemaakt, moet het bestuur dit standpunt onverwijld doorsturen aan de overige belanghebbenden (conceptart. 2:114b, lid 7, BW). Eumedion is voorstander van een goede onderlinge en constructieve dialoog tussen aandeelhouders en de vennootschap. Eumedion meent dat de verplichting voor vennootschappen om bepaalde standpunten van aandeelhouders openbaar te maken contraproductief is. Raadpleging van (groot)aandeelhouders over aandeelhoudersvoorstellen tot benoeming, schorsing of ontslag als gevolg van het niet ingaan op ideeën van aandeelhouders met betrekking tot de strategie zal waarschijnlijk leiden tot ofwel hele duidelijke, gepolariseerde *statements* (steunbetuiging voor de ene of de andere partij) ofwel tot nietszeggendheid (bijvoorbeeld omdat de aandeelhouder niet wil dat zijn standpunt in de openbaarheid komt). Het ligt in de lijn der verwachting dat vooral aandeelhouders die het aandeelhoudersvoorstel steunen formeel een standpunt zullen innemen, zodat de vennootschap dit openbaar moet maken. Dat zal waarschijnlijk leiden tot een opwaartse druk op de aandelenprijs, waardoor de druk op het bestuur om toe te geven aan het aandeelhoudersvoorstel alleen maar zal toenemen. Daarmee wordt precies het omgekeerde bereikt van wat de wetgever voor ogen heeft.

Het is wat Eumedion betreft van groot belang dat wordt verduidelijkt wanneer er gesproken wordt van “het kenbaar maken van een standpunt”. Ziet dit op het voorgenomen stemgedrag van de geraadpleegde aandeelhouder over het aandeelhoudersvoorstel tot benoeming, schorsing, ontslag of tot wijziging van de benoemings- en ontslagprocedure in de statuten? Of gaat het om het gevoel van de geraadpleegde aandeelhouder over het ‘achterliggende doel’ van het aandeelhoudersvoorstel, zoals een strategiewijziging? Eumedion vindt het wenselijk dat dit wordt verduidelijkt.

Nog afgezien hiervan wil Eumedion nog aandacht vragen voor het volgende. Het voorontwerp gaat er nu vanuit dat een kenbaar gemaakt standpunt onverwijld wordt doorgestuurd aan de overige belanghebbenden. Om ongelijke behandeling van aandeelhouders te voorkomen, is Eumedion er voorstander van dat dit standpunt door middel van (onder andere) een persbericht onverwijld openbaar wordt gemaakt door het bestuur en dat dit persbericht ook op de website van de vennootschap wordt geplaatst. Deze aanpak sluit ook beter aan bij het regime van de marktmisbruikverordening. Zoals terecht in de conceptmemorie van toelichting (p. 13) wordt opgemerkt, kan de inhoud van de gesprekken met *stakeholders* tijdens de bedenktijd kwalificeren als voorwetenschap. De hoofdregel uit artikel 17, lid 1, van de marktmisbruikverordening is dat de uitgevende instelling voorwetenschap (in beginsel) onverwijld openbaar maakt. Het voorontwerp kan de transparantievereisten die voortkomen uit de rechtstreeks werkende marktmisbruikverordening niet zomaar opzij zetten.

4.5. Overige opmerkingen

- De voorgestelde bedenktijd van maximaal 250 dagen is – aldus de conceptmemorie van toelichting (p. 11) – langer dan de responstijd van 180 dagen uit de corporate governance code om het bestuur voldoende tijd en rust te geven voor een zorgvuldige beleidsbepaling. Helaas wordt door de wetgever niet onderbouwd waarom de termijn uit de corporate governance code kennelijk te kort is. Eumedion vindt het wenselijk dat dit alsnog wordt gedaan. Nog afgezien hiervan vindt Eumedion het wenselijk dat wordt verduidelijkt dat het in conceptart. 2:114b, lid 5, BW – net als op andere plaatsen in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek²⁵ – om kalenderdagen gaat. Te meer nu op p. 25/26 van de conceptmemorie van toelichting ten onrechte de indruk wordt gewekt dat het om een termijn van maximaal één jaar zou gaan.
- In de conceptmemorie van toelichting (p. 11) valt te lezen dat het in de rede ligt dat de vennootschap binnen een redelijke termijn na het uitbrengen van het bod laat weten of zij de bedenktijd inroept. Volgens de wetgever kan worden gedacht aan een week. Eumedion vraagt zich af waarom dit niet is verankerd in conceptart. 2:114b BW.
- Op p. 14 van de conceptmemorie van toelichting valt te lezen dat het voorontwerp de procedure van het openbaar bod niet raakt en dat de processtappen en termijnen in geval van openbare biedingen door de voorgestelde bedenktijd onverlet worden gelaten. Elders in de conceptmemorie van toelichting (p. 10) wordt de indruk gewekt dat de bedenktijd in het geval van een vijandig overnamebod tijd en rust kan creëren voor een zorgvuldige beleidsbepaling. Eumedion kan dat niet plaatsen en vraagt zich af of niet volstaan kan worden met alleen conceptart. 2:114b, lid 2, onderdeel a, BW. Omdat de bedenktijd in ieder geval de dag na de gestanddoening van het bod eindigt (lid 5) en de algemene vergadering

²⁵ Vgl. art. 2:114a BW, art. 2:115 BW en art. 2:117b BW.

geen besluit neemt over een bod, is onderdeel b van conceptart. 2:114b, lid 2, BW volgens ons zinledig.

- Eumedion meent dat beursvennootschappen die gebruik wensen te maken van de bedenktijd dit expliciet in hun statuten zouden moeten vastleggen. Op die manier is het voor aandeelhouders duidelijk welke rechten zij hebben en in hoeverre deze rechten tijdelijk kunnen worden opgeschort. Anders ontstaat de voor aandeelhouders onoverzichtelijke situatie dat zij op grond van de statuten bevoegd zijn tot benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders en commissarissen, terwijl deze bevoegdheid op grond van de wet tijdelijk kan worden opgeschort door het bestuur. In ieder geval vindt Eumedion het wenselijk dat de wetgever ingaat op de situatie waarin vennootschappen hun statuten niet aanpassen en in de toekomst toch gebruik (willen) maken de bedenktijd.
- Op p. 14 van de conceptmemorie van toelichting valt te lezen dat het voor vennootschappen mogelijk is om statutair uit te sluiten dat de vennootschap de wettelijke bedenktijd kan invoeren. Deze formulering zou kunnen impliceren dat het bestuur de bedenktijd alleen niet zou kunnen invoeren als dit expliciet uit de statuten blijkt. Dit zou wat Eumedion betreft een te strikte interpretatie zijn en mogelijk geen ruimte laten voor schriftelijke toezeggingen van het bestuur aan aandeelhouders om af te zien van de invoering van de bedenktijd in de toekomst. Een dergelijke schriftelijke toezegging was juist gesanctioneerd in de brief van de minister van Economische Zaken en Klimaat over de aankondiging van Unilever om geen gebruik te maken van de wettelijke bedenktijd.²⁶ Eumedion is het met de minister eens dat vennootschappen vrij moeten zijn om af te zien van het gebruik van de wettelijke bedenktijd en vindt het wenselijk dat aandacht wordt besteed aan het voorgaande.
- Op p. 7 van de conceptmemorie van toelichting wordt aangegeven dat buitenlandse beleggers inmiddels vrijwel 90% van het aandeelhouderbestand van Nederlandse beursvennootschappen vormen. Het voorontwerp raakt niet alleen de rechten van Nederlandse aandeelhouders maar ook de rechten van deze buitenlandse aandeelhouders. Gelet op het feit dat deze buitenlandse aandeelhouders de Nederlandse taal veelal niet machtig zullen zijn, is het voor hen niet mogelijk om kennis te nemen van de exacte inhoud van het voorontwerp. Eumedion beveelt daarom om voortaan een Engelse vertaling te maken van voorontwerpen die de rechten van aandeelhouders raken. Op deze manier kunnen ook buitenlandse aandeelhouders hiervan kennisnemen en daar op relatief eenvoudige wijze op reageren.

²⁶ Kamerstukken II 2018/19, 29 826, nr. 108.

Eumedion zou het zeer op prijs stellen als bovenstaande punten worden betrokken. Wij zijn uiteraard graag bereid ons commentaar mondeling nader toe te lichten. Onze contactpersoon is Diana van Kleef (diana.vankleef@eumedion.nl, tel. 070 2040 302).

Met vriendelijke groet,

A handwritten signature in blue ink, consisting of a series of loops and a long horizontal stroke extending to the right.

Drs. Rients Abma
Directeur Eumedion

Zuid Hollandlaan 7
2596 AL DEN HAAG

Bijlage 1: overzicht juridische en economische beschermingsconstructies Nederlandse AEX- en AMX-vennootschappen (situatie op 31 december 2018)

Onderneming	Preferente beschermings-aandelen	Prioriteitsaandelen	Certificaten van aandelen als bescherming	Bevriende controlerend aandeelhouder
Aalberts		√		
ABN AMRO (***)			√	
Aegon (***)	√			
Ahold Delhaize	√			
AkzoNobel		√		
Altice				√
ASML	√			
ASR Nederland (***)	√			
DSM	√			
Gemalto (*)				
Heineken				√
ING Groep (***)	√			
KPN	√			
NN Group (***)	√			
Philips	√			
Randstad				√
Signify	√			
Unilever (**)				
Vopak	√			
Wolters Kluwer	√			

* Gemalto is momenteel in het proces om (vriendelijk) te worden overgenomen door Thales.

** Unilever is niet alleen verplicht om Nederlands recht toe te passen, maar moet ook Brits recht toepassen (Unilever is in Nederland én in het Verenigd Koninkrijk gevestigd). Unilever heeft geen juridische beschermingsconstructie vanwege de daar geldende 'no frustration rule' bij het uitbrengen van een openbaar bod (regel 21 uit de Britse *Takeover Code*). Op 1 oktober 2018 heeft Unilever publiekelijk aangekondigd om de bedenktijd "nu of in de toekomst" niet in te roepen.

*** Een overname van ABN AMRO, Aegon, ING Groep NN Group en ASR Nederland vergt de goedkeuring van de prudentiële toezichthouder (de Europese Centrale Bank dan wel De Nederlandsche Bank).