



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

Den Haag, 24 januari 2019

Ref: 2019 002 PK

Onderwerp: consultatie voorontwerp Wetsvoorstel Bedenktijd beursgenoteerde ondernemingen

Geachte heer Dekker,

Vereniging van Effectenbezitters (VEB) heeft met bijzondere belangstelling kennis genomen van het (voorontwerp van het) Wetsvoorstel bedenktijd voor het bestuur van beursgenoteerde ondernemingen (Wetsontwerp), alsmede de daarbij behorende Memorie van Toelichting (MvT) zoals gepubliceerd op 7 december 2018.

VEB maakt graag van de mogelijkheid gebruik om te reageren op het consultatiedocument.

VEB is voorstander van de mogelijkheid van aandeelhouders om hun rechten uit te oefenen. De praktijk toont bovendien geen daadwerkelijk probleem van (activistische) aandeelhouders aan. Ten derde biedt het Nederlands ondernemingsrecht voldoende mogelijkheden voor het bestuur en raad van commissarissen (rvc) van beursvennootschappen om zich te weren tegen aandeelhoudersactivisme. De praktijk toont ook aan dat zij dit met succes doen. In die zin bevat het Wetsontwerp noch de MvT overtuigende argumenten die nut en noodzaak van een wettelijke bedenktijd aantonen. Wat er zij van de kwaliteit van het Wetsontwerp en de MvT, een wettelijke bedenktijd is onnodig en onwenselijk. Tot besluit kleven veel praktische en juridische bezwaren aan de voorgestelde regeling. In hoofdzaak leidt dit Wetsontwerp tot verscherping van conflicten binnen vennootschappen die rechterlijke geschilbeslechting noodzakelijk maken.

#### *Ondeugdelijke probleemanalyse*

VEB constateert allereerst dat het Wetsontwerp is gebaseerd op een onjuiste probleemanalyse. In de MvT wordt een aantal argumenten genoemd voor het creëren van de mogelijkheid tot het invoeren van een bedenktijd door het bestuur. Die missen echter iedere feitelijke grondslag en zijn vooral gebaseerd op vermoedens en abstracte en/of onjuiste veronderstellingen.

Zo wordt in de MvT aangegeven dat een bedenktijd een 'zorgvuldige afweging van de effecten op de onderneming' ten goede zal komen.<sup>1</sup> Ook wordt gemeld dat zich 'in de huidige praktijk situaties voordoen 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'.<sup>2</sup>

VEB laat niet na aan te tekenen dat zij de aangevoerde argumenten soms ongerijmd vindt. Waar de MvT luidt: '[J]uist 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 [ . . . ]',<sup>3</sup> kan VEB het betoog niet volgen.

De MvT noemt eveneens dat de bestaande mogelijkheden die beursvennootschappen hebben "tekort kunnen 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".<sup>4</sup> In dit kader wordt verwezen naar de ontwikkeling van het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen door de jaren heen. Ook wordt het gebruik van het agenderingsrecht van aandeelhouders bij Fugro (door Boskalis) en AkzoNobel (door Elliott) genoemd als argument voor invoering van de wettelijke bedenktijd.

Deze argumenten overtuigen niet. Naar de mening van VEB zijn dit slechts vage veronderstellingen en vermoedens die op generlei wijze aantonen dat aandeelhouders te veel macht zouden hebben. Ook illustreren zij geenszins dat er een lacune in de Nederlandse wet zou bestaan. Dat in een enkel geval - AkzoNobel - een discussie over de achterblijvende financiële resultaten en strategie ontstaat tussen de onderneming en (enkele) aandeelhouders, is legitiem en geen reden om te spreken van doorgeschoten aandeelhouderbemoeyenis. Het introduceren van een ingrijpende maatregel als de wettelijke bedenktijd op basis van ongefundeerde stellingen en aannames ondermijnt het zorgvuldig tot stand gekomen Nederlandse ondernemingsrechtelijke kader en de governance standaarden. VEB kan dit dan ook niet anders bestempelen dan als incidentenpolitiek.

Daar komt bij dat het vertrouwen van (internationale) beleggers in de Nederlandse aandelenmarkt zal afnemen en de financiering van ondernemingen kan worden bemoeilijkt. Dat kan negatieve gevolgen hebben voor het lange termijn waarde creërende vermogen van beursvennootschappen. Daarmee zou het Wetsontwerp derhalve het tegenovergestelde bewerkstelligen van wat het kabinet zegt te beogen.

#### *Aantasting fundamentele aandeelhoudersrechten*

VEB vindt dat het Wetsontwerp fundamentele aandeelhoudersrechten in de kern aantast. Binnen de vennootschappelijke verhoudingen dienen aandeelhouders en de algemene vergadering van aandeelhouders (AV) te allen tijde te kunnen functioneren als effectieve

---

<sup>1</sup> Zie MvT, p 1

<sup>2</sup> Zie MvT, p 6

<sup>3</sup> Zie MvT, p 7

<sup>4</sup> Zie MvT, p 9

tegenmacht ten opzichte van bestuur en rvc. Dat is een cruciale randvoorwaarde voor goede corporate governance.

Die disciplinerende werking van aandeelhouders wordt met het Wetsontwerp echter ernstig gefrustreerd. Aandeelhouders wordt namelijk de mogelijkheid ontzegd om het bestuur en rvc (die feitelijk een jaar lang onaantastbaar zijn) ter verantwoording te roepen. De vennootschap, de met haar verbonden onderneming en stakeholders zijn er niet bij gebaat wanneer aandeelhouders hun controlefunctie jegens het bestuur niet kunnen uitoefenen. Juist in een overnamesituatie, waarin ook persoonlijke belangen spelen, is deze controlefunctie van eminent belang.

Bovendien biedt de bedenktijd niet zozeer bescherming aan de vennootschap, maar ligt veel meer de verleiding op de loer het middel in te zetten ter bescherming van falend management. Bijvoorbeeld een bestuur dat niet heeft ingespeeld op marktonwikkelingen, groeikansen heeft gemist of een inefficiënte bedrijfsvoering te lang heeft genegeerd. Als bestuurders en rvc jarenlang onderpresteren, waardoor de onderneming achterblijft bij de concurrentie en misschien zelfs kwetsbaar wordt voor een overname, dan dragen beschermingsregels niet bij aan een oplossing. Nederland heeft - zoals hiervoor al beschreven - van oudsher juridische beschermingsconstructies die erop gericht zijn om een overname die niet wordt gesteund door het management onmogelijk te maken. VEB meent dat daardoor de positie van het management al onevenredig beschermd wordt. Aandeelhouders zijn veelal niet bij machte tegenwicht te bieden tegen falend bestuur.

#### *Negatief beeld aandeelhouders*

In dit kader constateert VEB ook dat het Wetsontwerp ten onrechte een eenzijdig en negatief beeld schetst van aandeelhouders die van hun rechten gebruikmaken. Er wordt een direct verband gelegd tussen actief optreden van aandeelhouders en kortetermijndenken (*'short-termism'*) door deze kapitaalverschaffers.<sup>5</sup>

Het Nederlandse corporate governance model rust op adequate checks en balances waarin aandeelhouders gebruik moeten kunnen maken van de hun toegekende juridische rechten. Daaronder vallen het stemrecht, het recht om in de AV het bestuur en rvc vragen te stellen en verantwoording te laten afleggen. Aandeelhoudersactivisme hoort bovendien bij een volwassen en goed functionerende kapitaalmarkt.

VEB hecht eraan te benadrukken dat de inhoudelijke bezwaren van de meer activistisch georiënteerde aandeelhouders zelden uit de lucht zijn gegrepen. Die betreffen bijvoorbeeld het identificeren van onderpresteren ten opzichte van peers, benedengemiddelde winstmarges, onbevredigende rendementen op geïnvesteerd kapitaal, ondermaatse autonome omzetgroei of een inadequate governance. In het geval van AkzoNobel was sprake van meerdere van deze factoren. Een inhoudelijke discussie over dergelijke fundamentele bedrijfskwesties is dan van groot belang. Het stimuleert bestuurders om naar een bredere context te kijken, nieuwe inzichten te verkrijgen en voorkomt zo tunnelvisie. De analyse van meer activistisch opererende aandeelhouders dient zo vaak als katalysator voor het bespreekbaar maken van dergelijke thema's en voor verbeteringen in de bedrijfsvoering.

---

<sup>5</sup> Zie MvT, p 7-8



### *Verstoring marktwerking*

VEB is ervan overtuigd dat de introductie van dit Wetsontwerp zal leiden tot een ongewenste verstoring van de markt.

Een aantal belangrijke beursgenoteerde ondernemingen in Nederland opereert anno 2019 in traditionele en/of consoliderende markten waarin schaalgrootte en kostenbesparingen een belangrijke rol spelen. Autonome groei, alhoewel dat vanuit waardecreatieperspectief vrijwel altijd te prefereren is, is dan vaak moeilijk te realiseren. Dit maakt hen kwetsbaar voor overnames. Stakeholders mogen verwachten dat het bestuur op regelmatige basis de *stand-alone* strategie van de onderneming toetst aan marktontwikkelingen, met het oog op lange termijn waardecreatie. Ook moet niet uit het oog worden verloren dat Nederlandse beursfondsen regelmatig onderdelen (willen) desinvesteren. Daarvoor zijn ze afhankelijk van een goed functionerende fusie- en overnamemarkt en dus bereidwillige kopers.

Overnames en desinvesteringen kunnen een belangrijk strategisch middel vormen en een voorwaarde zijn om de schaalgrootte te bereiken die bijdraagt aan lange termijn continuïteit. De voorgestelde bedenktijd frustreert, net als andere verregaande voorstellen tot bescherming uit het verleden, het functioneren van de (internationale) fusie- en overnamemarkt waarop juist ook Nederlandse bedrijven zich geregeld begeven.

Die 'market for corporate control' dient - binnen de reeds bestaande kaders - zijn natuurlijke beloop te kunnen hebben. Deze fungeert als correctiemechanisme voor onderpresterend management. Als dit tegenwicht verdwijnt, is dat op den duur schadelijk voor Nederlandse ondernemingen en alle daarbij betrokken stakeholders.

In een kapitalistisch systeem moet een beursgenoteerde onderneming overgenomen kunnen worden. VEB erkent dat dat niet *per se* in het belang van aandeelhouders en andere stakeholders hoeft te zijn. Daarom is in opeenvolgende Codes ook vastgelegd dat het bestuur en RvC moeten zorgdragen voor een 'zorgvuldige weging' van de betrokken belangen van de stakeholders. Daaronder valt ook het beoordelen van alternatieven voor een (indicatief) overnamebod.

De beste bescherming tegen een ongewenste overname is overigens altijd goed presteren. Dat betekent dat de onderneming een deugdelijke strategie heeft en zorgdraagt voor een goede executie daarvan. Als dit zich vervolgens ook vertaalt in financieel-economische waardecreatie dan zal dit tot uitdrukking komen in de waardering van de onderneming op de beurs. En een hoge waardering is het beste vaccin tegen een vijandelijke overname.

### *Reactie beursvennootschappen op afgewende toenadering*

VEB heeft overigens met enige verbazing kennis genomen van de reactie van enkele beursvennootschappen nadat zij avances van strategische en financiële partijen hadden afgewezen. Na een toenaderingspoging presenteerden ze abrupt een ingrijpende strategiewijziging.

Feitelijk acteerden zij op een wijze die zij (activistische) aandeelhouders kort daarvoor nog verweten. Zowel Unilever als AkzoNobel kwamen met ambitieuzere financiële doelstellingen, kondigden een superdividend aan en initieerden een aandeleninkoopprogramma. Ook verhoogden zij het reguliere dividend en werd een belangrijk bedrijfsonderdeel (de

chemiedivisie van AkzoNobel en de Spreads-divisie van Unilever) verkocht aan een private equity partij met een doorgaans korte investeringshorizon.

Als (activistische) aandeelhouders dergelijke ingrepen opperen, wordt dat doorgaans gepercipieerd als korte termijndenken en winstbejag. Maar nu de betreffende ondernemingen zelf het initiatief voor deze plannen namen, bleek dat geen reden voor een maatschappelijk debat.

#### *Geen vijandige overnames*

VEB kan zich niet aan de indruk onttrekken dat het Wetsontwerp geforceerd tot stand is gekomen. Het Wetsontwerp lijkt slechts geïnspireerd op een tweetal recente voorvallen bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, te weten Unilever en AkzoNobel. Deze gebeurtenissen illustreren volgens de VEB echter juist dat additionele maatregelen binnen het Nederlands ondernemingsrecht geenszins nodig zijn.

De gebeurtenissen rond Unilever en AkzoNobel in 2017 hebben het maatschappelijk debat rond aandeelhoudersactivisme en potentiële overnames sindsdien beheerst.

Deze casussen mogen echter op geen enkele wijze gelijk gesteld worden aan een vijandige overname(poging). VEB wijst erop dat vijandige overnames van in Nederland aan de beurs genoteerde ondernemingen zeker de laatste twee decennia niet zijn voorgekomen.<sup>6</sup> In de praktijk heeft een overname telkens de steun gehad van bestuur en rvc.

De MvT meldt dat er “naar schatting circa vijf gevallen zijn waarin aandeelhouders een verzoek tot schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen doen of waarin een vijandig bod wordt uitgebracht”.<sup>7</sup> Het is VEB niet duidelijk waarop deze “schatting” is gebaseerd. De casus AkzoNobel in 2017 was ten aanzien van het verzoek tot het ontslag van de president-commissaris (van een vijandig bod was immers geen sprake) een zeldzame uitzondering. Bovendien zijn verzoekers niet geslaagd in hun poging tot het bijeenroepen van een buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders (“bava”) met als enig agendapunt dit ontslag van de president-commissaris.

---

<sup>6</sup> Unilever slaagde er in 2001 overigens wel in het Britse Bestfoods vijandig over te nemen. Dit bleek uiteindelijk geen succes. AkzoNobel president-commissaris Antony Burgmans (tot april 2018) was destijds mede-bestuursvoorzitter van Unilever. ABN Amro Holding N.V. (ABN Amro) wordt regelmatig als voorbeeld aangehaald van een vijandig overgenomen onderneming. Alhoewel bestuur en rvc van ABN Amro de overname door het Consortium (Fortis, Banco Santander en Royal Bank of Scotland) weliswaar niet expliciet aanbevalen aan aandeelhouders, legden zij de beide biedingen - van Barclays en het Consortium - neutraal voor aan de aandeelhouders. Toenmalig ABN Amro CEO Rijkman Groenink meldde in de BAVA van ABN Amro d.d. 20 september 2007 blijkens de notulen (verbatim) bijvoorbeeld het volgende: “De wet staat ons toe om in onze standpuntbepaling niet te komen tot een aanbeveling, wij mogen een neutraal standpunt vertegenwoordigen. Je mag binnen de standpuntbepaling een advies uitbrengen aan aandeelhouders maar dat is niet verplicht, dus binnen dat kader hebben wij ons standpunt bepaald.” De overname van het aan de Noorse aandelenbeurs genoteerde Fairstar (2012) door Dockwise (beide Nederlandse NV's) – dat op haar beurt vervolgens eveneens in 2012 werd overgenomen door Boskalis - was wel van vijandige aard. Ook de eerste toenadering van NN richting doelvennootschap Delta Lloyd (najaar 2016) had aanvankelijk een vijandig karakter. Gedurende het verdere verloop van het overnameproces was overigens wel sprake van een coöperatieve opstelling van de doelvennootschap en werd het bod uiteindelijk ook gesteund door bestuur en rvc van Delta Lloyd.

<sup>7</sup> Zie MvT, p 26.

In het geval van Unilever was zelfs helemaal geen sprake van een concrete overnamepoging. Bij AkzoNobel schoof de vennootschap driemaal een indicatief voorstel van het Amerikaanse

PPG terzijde. PPG koos gedurende het gehele proces nimmer voor de route van een vijandige overnamepoging en kwam bovendien nimmer met een concreet onvoorwaardelijk bod. Aandeelhouder Elliott verzocht tot het agenderen van het ontslag van de president-commissaris, maar AkzoNobel wilde dat agenderingsverzoek niet honoreren. De ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam ('OK') oordeelde vervolgens dat AkzoNobel in haar recht stond.<sup>8</sup>

Het is dan ook een miskening van de feiten als wordt gesteld dat vijandige overnames in Nederland een wezenlijk probleem vormen. Dat is geenszins het geval. Het zou onjuist zijn als een ingrijpend voorstel als de wettelijke bedenktijd wordt gebaseerd op een probleem dat er objectief beschouwd niet is. De feiten tonen aan dat er zonder fiat van de doelvennootschap geen overname zal plaatsvinden. Dat hebben behalve Unilever en AkzoNobel ook de gebeurtenissen rond Accell Group (Accell) en Telegraaf Media Groep (TMG) recent aangetoond. Overigens merken wij op dat internationaal vijandige overnames steeds minder voorkomen.

Accell werd benaderd door Pon Holdings (Pon), maar wees een voorgenomen overnamebod af. TMG werd uiteindelijk overgenomen door voorkeurspartij Mediahuis, terwijl het bestuur – in tegenstelling tot de rvc – een overname door Talpa prefereerde. De rvc van TMG stelde het eigen bestuur daarop op non-actief om zo toch met Mediahuis samen te kunnen gaan.

Het feit dat vijandige overnames niet voorkomen, mag ook geen verbazing wekken. Een vijandige overname heeft een lage slagingskans en is uiterst risicovol. Zo is de overnemende partij niet in staat tot een due diligence (financieel, juridisch, IT, etc.), kan de *business case* onvoldoende getoetst worden en is er aanzienlijke onzekerheid over mededingingsrechtelijke aspecten. Bovendien heeft een vijandige bidder veelal ook met eigen aandeelhouders te maken die een vijandige overname niet zullen accepteren. Ook bancaire financiering van een vijandige overname is in de praktijk nauwelijks te arrangeren.

VEB hecht eraan de casus Unilever kort nader toe te lichten. Uit de woorden van Unilever-bestuursvoorzitter Polman bleek namelijk dat van een intentie tot een vijandige overname(poging) überhaupt nooit sprake is geweest.

Volgens Polman vond zowel eind januari 2017 als medio februari 2017 een gesprek plaats van hem met de *chairman* Behring van Kraft Heinz.<sup>9</sup> Dit om op initiatief van Kraft Heinz de mogelijkheid van een bod van Kraft Heinz op Unilever te bespreken. Naar eigen zeggen liet Polman echter direct weten niet geïnteresseerd te zijn in een samengaan van de beide ondernemingen. Nadat Kraft Heinz vervolgens Unilever op 17 februari 2017 schriftelijk in kennis stelde van een mogelijk indicatief openbaar bod wees Unilever dit van de hand. Na deze respons trok Kraft Heinz het voorgenomen bod vervolgens twee dagen later (zondag 19 februari

<sup>8</sup> Gerechtshof Amsterdam, 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (*Elliott/AkzoNobel*).

<sup>9</sup> Zie *The Financial Times*, 21 februari 2017 ('*The \$143 bn flop: How Warren Buffett and 3G lost Unilever*') en 3 december 2017 ('*Paul Polman in his own words*'). Laatstgenoemd artikel betreft een transcript van het vraaggesprek van de FT met Unilever-bestuursvoorzitter Paul Polman, onder andere over diens ontmoeting met de *chairman* van Kraft Heinz (Alexander Behring) inzake een mogelijke overname door Kraft Heinz.

2017) alweer in, en staakte haar pogingen om tot een vergelijk te komen met (het bestuur van) Unilever.

Na deze toenaderingspoging van Kraft Heinz ontstond de perceptie dat sprake zou zijn geweest van een vijandige overnamepoging, maar dat is in strijd met de feitelijke gang van zaken zoals Polman ook zelf later zou beschrijven in de *Financial Times* - de toon voor het publieke sentiment dat in Nederland zou volgen.

Kraft Heinz bleek nimmer een vijandige overname te hebben overwogen. Dit was nooit een optie aangezien een van de twee grootaandeelhouders van Kraft Heinz - investeringsmaatschappij Berkshire Hathaway van Buffett - nooit een vijandige overname te doen als beleidsregel heeft. Die vuistregel van Buffett – destijds tevens niet-uitvoerend bestuurder van Kraft Heinz - zal bij alle betrokkenen (Unilever en haar financieel en juridische adviseurs inclusief) bekend zijn geweest. Het is immers een van zijn bestendige gedragslijnen die hij veelvuldig in opeenvolgende jaarverslagen van Berkshire Hathaway en tijdens publieke optredens heeft geuit.

#### *Nederlands corporate governance model heeft geen wettelijke bedenktijd nodig*

Het huidige beproefde instrumentarium van beschermingsconstructies en het rechterlijke toetsingskader bieden reeds adequate waarborgen om bepaalde agressieve, louter op korte termijn winst gerichte aandeelhouders op afstand te houden. Recente rechtspraak laat zien dat de rechter vrijheid neemt tot een integrale belangenafweging over te gaan, waar de wet hem slechts een marginale toetsing voorschrijft.<sup>10</sup> Het Wetsontwerp laat zich kennelijk niets gelegen liggen aan de roep vanuit gezaghebbende ondernemingsrechtelijke kringen af te zien van wettelijke bedenktijd.<sup>11</sup>

Bovendien miskent het Wetsontwerp dat er geen sprake is van een probleem inzake de bemoeienis van aandeelhouders met de strategie van beursvennootschappen. Er is vrijwel nooit sprake van het beïnvloeden van de samenstelling van bestuur en/of rvc - door het aandringen op of agenderen van ontslag van een of meerdere functionarissen. - via het gebruik van het agenderingsrecht.

Invoering van een wettelijke bedenktijd zou voorts leiden tot een verdere disbalans in de machtsverhoudingen tussen bestuur en rvc enerzijds en de verschaffers van risicodragend kapitaal anderzijds. Daarbij komt dat de maatregel afbreuk zou doen aan de zorgvuldig tot stand gekomen standaarden en opvattingen over corporate governance in Nederland. Wat die verhoudingen betreft, is het uitgangspunt dat de bij de AV rustende bevoegdheid de leden van de RvC te ontslaan, ook kan worden gehanteerd als sanctie die de AV kan verbinden aan haar afkeuring van (het toezicht op het) door het bestuur gevoerde beleid. De redelijkheid en billijkheid vorderen dat de AV slechts tot deze sanctie van ontslag zou kunnen besluiten nadat verantwoording over dit toezicht op het door het bestuur gevoerde beleid is afgelegd en hierover een gedachtewisseling heeft plaatsgevonden.<sup>12</sup>

<sup>10</sup> Rb Amsterdam, 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845 (*Elliott/AkzoNobel*).

<sup>11</sup> Zie bijv. L Timmerman, 'De carrousel van beschermingsmaatregelen (ofwel: *on and on and on*)', OR 2018/78.

<sup>12</sup> Zie Rb Amsterdam, 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845 (*Elliott/AkzoNobel*), r.o. 4.7.

Internationaal zou Nederland bovendien verder uit de pas gaan lopen. Al met al is VEB van oordeel dat het verder afgrendelen van beursvennootschappen een bedreiging vormt voor het bestendige succes van ondernemingen waarbij lange termijn waardecreatie de primaire doelstelling behoort te zijn.

#### *Nederlandse stelsel van corporate governance*

VEB wil vooropstellen zich te kunnen vinden in de in het Wetsontwerp geschetste vennootschappelijke ordening. Het bestuur bepaalt het beleid, is verantwoordelijk voor het te voeren beleid, bepaalt en implementeert de strategie, en is verantwoordelijk voor de realisatie van de doelstellingen. De VEB merkt overigens, met de opstellers van het Wetsontwerp, op dat er met de voorgestelde opname in de wet dat besturen het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap omvat, in het Nederlands ondernemingsrecht niets nieuws onder de zon is; het betreft louter codificatie van rechtspraak.

De rvc heeft daarbij een toezichthoudende functie. De AV is het verantwoordings- en besluitvormingsorgaan waaraan bestuur en rvc verantwoording afleggen over het gevoerde beleid en de gang van zaken en aandeelhouders de besluitvorming kunnen beïnvloeden door gebruik te maken van hun stemrecht.

VEB wijst in dit kader ook op de Code waarin is bepaald dat de AV een zodanige invloed kan uitoefenen op het beleid van het bestuur en de rvc, dat zij een 'volwaardige rol speelt in het systeem van checks and balances binnen de vennootschap' en dat 'goede corporate governance een volwaardige deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming in de algemene vergadering veronderstelt'.

De afgelopen jaren is overwegend vooruitgang geboekt met het moderniseren van corporate governance in Nederland. Desalniettemin moet de VEB vaststellen dat de rechtspositie van aandeelhouders bij Nederlandse beursvennootschappen nog altijd zwak is. Zo is bij beursvennootschappen die gebruik maken van certificering van (gewone) aandelen<sup>13</sup> geen sprake van een effectieve zeggenschap van kapitaalverschaffers. Ook is de invloed van aandeelhouders bij het benoemen, schorsen en ontslaan van bestuurders en commissarissen nog altijd beperkt, bijvoorbeeld vanwege statutaire quorumeisen en de bindende voordracht door de rvc. Bovendien kunnen (tijdelijke) beschermingsconstructies nog steeds gebruikt worden om het bestuur (en mogelijk rvc) te beschermen bij overnamesituaties. Kapitaalverschaffers hebben

---

<sup>13</sup> Per januari 2019 hanteren nog altijd negen beursgenoteerde ondernemingen een constructie met certificering van aandelen. Dat zijn ABN Amro, Unilever, Fugro, Heijmans, Eurocommercial Properties, Van Lanschot Kempen, Koninklijke Brill, Twentsche Kabel Holding en Kas Bank. De VEB is uitgesproken tegenstander van certificering van aandelen omdat dit in strijd is met het 'one share one vote' principe waarbij aandeelhouders naar rato van hun kapitaalbreng invloed (stem) moeten kunnen hebben op de besluitvorming. Bovendien staat certificering haaks op de in 2016 nog herziene Code waarin als uitgangspunt wordt gemeld dat sprake moet zijn van "volwaardige deelname" van aandeelhouders aan de besluitvorming. Gezien de huidige presentie bij gecertificeerde ondernemingen in de aandeelhoudersvergadering heeft het aan de vennootschap gelieerde administratiekantoor in de praktijk een aanzienlijke stem en vormt deze een ongecontroleerd machtsblok. Een onderneming waarvan de aandelen gecertificeerd zijn, hoeft in de huidige situatie dan ook effectief geen verantwoording af te leggen aan kapitaalverschaffers omdat zij zich op voorhand gesteund weet door het administratiekantoor. Internationaal gezien loopt Nederland hiermee bovendien uit de pas en is deze constructie niet verdedigbaar. De VEB is van mening dat kapitaalverschaffers te allen tijde reële zeggenschap dienen te hebben conform het 'one share one vote' principe.



nog altijd nauwelijks middelen in handen waarmee de besluitvorming kan worden beïnvloed nadat bestuur en rvc de agenda voor de AV hebben vastgesteld.

#### *Continuïteit rechtspraak - consistent raamwerk*

Een ander argument dat pleit tegen een wettelijke bedenktijd is dat het Nederlands recht op zichzelf reeds voldoende bescherming biedt aan beursvennootschappen die zich op enigerlei wijze onder druk gezet voelen.

VEB wijst in dit kader op opeenvolgende uitspraken van de Hoge Raad en de OK van de afgelopen twee decennia. Deze hebben geleid tot een evenwichtig en consistent raamwerk dat alle stakeholders houvast biedt.

In achtereenvolgende casussen als *RNA*,<sup>14</sup> *Stork*,<sup>15</sup> *ABN Amro*,<sup>16</sup> *ASMI*,<sup>17</sup> *Cancun*,<sup>18</sup> en meest recent ook *AkzoNobel*,<sup>19</sup> is namelijk door de rechter telkens geoordeeld dat het bepalen van de strategie is voorbehouden aan het bestuur, onder toezicht van de rvc. Alhoewel in voornoemde gevallen sprake was van verschillende omstandigheden, is met de jurisprudentie inmiddels een rechtskader geschapen waarin de verhoudingen tussen de vennootschap enerzijds en haar aandeelhouders anderzijds zijn verankerd. In al deze gevallen zijn deze als activistisch gekarakteriseerde aandeelhouders (of strategische partijen) door de Hoge Raad en/of de OK overigens in het ongelijk gesteld.

VEB wijst, wat het specifieke aspect van het agenderingsrecht betreft, graag op een passage uit de conclusie van A-G Timmerman bij *Fugro*: '[H]et bestuur en de rvc stellen de agenda van de aandeelhoudersvergadering vast. Sinds de introductie van het agenderingsrecht van artikel 2:114a BW kan ook een aandeelhouder verzoeken om onderwerpen die op de vennootschap en haar onderneming betrekking hebben, op de agenda te plaatsen. Dat geldt ook ingeval de algemene vergadering geen wettelijke of statutaire bevoegdheid tot het nemen van een besluit heeft. Wel hebben het bestuur en de rvc de mogelijkheid om in uitzonderlijke gevallen agendering van een onderwerp te weigeren op grond van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW.'<sup>20</sup>

Voor de laatste volzin strekt tot bezinning op de noodzaak van de wettelijke bedenktijd. Doch, VEB ziet in het Wetsontwerp wel aanleiding toe te voegen dat, zou de wettelijke bedenktijd er komen, het bestuur geen ruimte (meer) heeft agendering van een onderwerp te weigeren. Immers, het Wetsontwerp is duidelijk; gebruik van de bedenktijd schort de bevoegdheid van de AV bedoeld in art. 2:121 lid 1 BW, voor zover de statutenwijziging betrekking heeft op benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen, art. 2:132 lid 1, art. 2:134 lid 1, art. 2:142 lid 1, art. 2:144 lid 1, en art. 2:161a lid 1 BW, gedurende de bedenktijd op. De bevoegdheid uit art. 2:114a BW wordt niet opgeschort. De MvT merkt ook op dat: '[A]andeelhouders [ . . . ] het recht [blijven] houden te verzoeken om bijvoorbeeld het ontslag

<sup>14</sup> Hoge Raad 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161 (*RNA*).

<sup>15</sup> Gerechtshof Amsterdam 17 januari 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:AZ6440 (*Stork*).

<sup>16</sup> Hoge Raad 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (*ABN Amro*).

<sup>17</sup> Hoge Raad 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (*ASMI*).

<sup>18</sup> Hoge Raad 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:804 (*Cancun*).

<sup>19</sup> Gerechtshof Amsterdam 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (*Elliott/AkzoNobel*).

<sup>20</sup> Conclusie A-G van 12 januari 2018, ECLI:NL:PHR:2018:14 (*Fugro*), par 4.34.

van een bestuurder op de agenda te zetten. Dit wordt dan als bespreekpunt geagendeerd.<sup>21</sup> VEB komt op dit punt terug onder *Responstijd*.

VEB wijst hier ook op de mate waarin de Nederlandse rechter vrijheid neemt bescherming aan ondernemingen te bieden. Op deze plaats volstaat zij met een verwijzing naar de zaak voor de voorzieningenrechter waarin Elliott verzocht tot machtiging tot de bijeenroeping van een algemene vergadering.<sup>22</sup>

Het valt VEB op dat binnen de MvT nergens wordt blijk gegeven van kennisneming en analyse van de ondernemingsrechtelijke literatuur over de (on)wenselijkheid van een wettelijke bedenktijd. Uit geheel onverdachte hoek komt, bijvoorbeeld, de verzuchting van Timmerman: '[W]ordt dit een voorbeeld van "there we go again"? Schieten we met de wettelijke bedenktijd werkelijk op?'<sup>23</sup>

De conclusie is dan ook dat de vennootschap binnen de Nederlandse kaders een grote mate van vrijheid heeft bij het beoordelen van (indicatieve) overnamevoorstellen. Datzelfde geldt voor een verzoek tot agendering van ontslag en/of schorsing van een zittende bestuurder en/of commissaris.

#### *Instrumentarium aan beschermingsconstructies - ruim en adequaat*

VEB wijst er voorts op dat de positie van het bestuur van de vennootschap in het Nederlandse systeem al buitengewoon sterk is. Bestuur en rvc kunnen een bod immers gemotiveerd afwijzen. Het is aan het bestuur om te oordelen of, en zo ja, in hoeverre het wenselijk is in overleg te treden over een ongevraagd bod. Dit betekent dat sprake is van een aanzienlijke handelingsvrijheid.

Ook het feit dat Nederlandse beursvennootschappen beschikken over een ruim arsenaal aan traditionele en bewezen effectieve beschermingsconstructies pleit tegen invoering van een bedenktijd.

Het bestaan en mogelijk activeren van dergelijke beschermingsconstructies blijkt in de praktijk al voldoende om (potentiële) bieders ervan te doordringen dat een overname in Nederland pas mogelijk is als de doelvennootschap met het bod instemt.

VEB wijst er op dat nagenoeg alle Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen één of meerdere (statutaire) beschermingsmaatregelen hebben. Van de momenteel<sup>24</sup> 25 AEX-fondsen hebben alleen Gemalto<sup>25</sup> en Unilever (laatstgenoemde vanwege de duale structuur met zowel een NV- als plc-structuur) geen beschermingsconstructie.<sup>26</sup> Uit een inventarisatie van VEB blijkt dat beursvennootschappen vooral de mogelijkheid hebben om beschermingspreferente

<sup>21</sup> MvT p 11, 5<sup>e</sup> al.

<sup>22</sup> Rb Amsterdam 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845 (*Elliott/AkzoNobel*).

<sup>23</sup> L Timmerman, 'De carrousel van beschermingsmaatregelen (ofwel: *on and on and on*)', *OR* 2018/78, par 5.

<sup>24</sup> Per januari 2019. Royal Dutch Shell en RELX zijn hierbij buiten beschouwing gelaten omdat deze vennootschappen de Britse rechtsvorm (plc) hebben. ArcelorMittal, Galapagos en Unibail-Rodamco zijn geen Nederlandse vennootschappen.

<sup>25</sup> De vriendelijke overname van Gemalto door het Franse Thales is op het moment van schrijven overigens nagenoeg geëffectueerd.

aandelen te plaatsen bij een gelieerde stichting (die daartoe een door de onderneming verstrekte calloptie kan uitoefenen). Veertien van de negentien Nederlandse AEX-ondernemingen beschikken over deze mogelijkheid. Ook andere beschermingsmaatregelen zijn in Nederland usance. Dit zijn onder andere prioriteitsaandelen,<sup>27</sup> de statutaire mogelijkheid tot het doen van een bindende voordracht door de rvc voor benoeming van bestuurders en/of commissarissen en verzwaarde statutaire eisen voor het ontslag en/of schorsing van bestuurders en commissaris (quorumeis en gekwalificeerde meerderheid).

Ook hanteert een aantal beursvennootschappen het (vrijwillig) structuurregime.<sup>28</sup> Daarbij is de invloed van aandeelhouders beperkt doordat de rvc de leden van het bestuur benoemt, in tegenstelling tot de AV.

Behalve bovengenoemde statutaire beschermingsmaatregelen is ook een zogenaamde bevriende *anchor investor/cornerstone investor* (grootaandeelhouder) een effectieve beschermingsconstructie.<sup>29</sup> Zonder instemming van deze partij heeft een (on)vriendelijke overname überhaupt geen kans van slagen.

Bovendien zijn zeven van de vijftig grootste beursvennootschappen (de AEX en AMX tezamen) financiële instellingen.<sup>30</sup> Daarvoor geldt dat een overname in ieder geval de goedkeuring vereist van de (prudentiële) toezichthouder, dat wil zeggen de Europese Centrale Bank<sup>31</sup> of De Nederlandsche Bank.<sup>32</sup>

VEB constateert eveneens dat de reeds beschikbare beschermingsmaatregelen hebben bewezen effectief te zijn in het beschermen van vennootschappen tegen een door bestuur en rvc niet gewenste overnamepoging. VEB verwijst in dit kader naar de casussen Stork, ASMI, KPN en Mylan. In 2013 deed het Mexicaanse América Móvil een poging om KPN in te lijven door middel van het uitbrengen van een vrijwillig openbaar bod. In reactie daarop besloot de Stichting Preferente Aandelen B KPN tot het uitoefenen van haar optierecht tot het nemen van gewone aandelen KPN. Die tussenkomst heeft afgewend dat KPN door AMX zou worden overgenomen. De uitgifte van beschermingspreferente aandelen bleek tevens in alle genoemde andere gevallen<sup>33</sup> effectief om de vennootschap te beschermen tegen (door bestuur en rvc) niet gewenste invloeden van buitenaf.

---

<sup>27</sup> Prioriteitsaandelen zijn speciale aandelen waaraan bijzondere (statutaire) zeggenschapsrechten zijn verbonden, bijvoorbeeld het doen van een bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders en commissarissen, een voorstel tot statutenwijziging, een besluit tot uitgifte van aandelen of een voorstel tot kapitaalvermindering. Dergelijke bijzondere rechten maken het voor potentiële bidders op voorhand onaantrekkelijk(er) een overname te overwegen zonder voorafgaande goedkeuring van bestuur en rvc.

<sup>28</sup> Bijvoorbeeld ABN Amro, KPN en TKH.

<sup>29</sup> Uit de AEX en AMX zijn dit ABN Amro, Heineken, Randstad, ASMI, Aalberts Industries, Flow Traders, Takeaway.com, OCI, Vopak, Boskalis, Adyen, VolkerWessels, GrandVision en Sligro. Ook niet naar Nederlands recht ingerichte vennootschappen met een beursnotering in Amsterdam zoals ArcelorMittal, Altice en WDP hebben een bevriende grootaandeelhouder, al dan niet controlerend. Een overname kan daardoor alleen slagen als de betreffende bevriende aandeelhouder(s) daar mee instemmen.

<sup>30</sup> Dat zijn ABN Amro, Aegon, ING, NN Group, ASR, Intertrust en Flow Traders.

<sup>31</sup> In het geval van ABN Amro, Aegon, ING en NN.

<sup>32</sup> In het geval van ASR, Intertrust en Flow Traders.

<sup>33</sup> ASMI, Stork en Mylan.

Met betrekking tot een recentere casus, Ahold Delhaize in 2018, merkt VEB op dat Ahold Delhaize door haar acteren heeft geïllustreerd dat een wettelijke bedenktijd niet nodig is. Eind 2018 zou de optieovereenkomst tussen Ahold Delhaize en de Stichting Continuïteit Ahold Delhaize expireren. De algemene verwachting van aandeelhouders was dat het bestuur en RvC van Ahold Delhaize de AV in april 2018 goedkeuring zouden vragen om die optieovereenkomst met de Stichting te verlengen. Dat bleek echter niet het geval: de motivering van Ahold Delhaize was dat dit niet nodig zou zijn omdat het een overeenkomst tussen de Stichting en de vennootschap zou betreffen die zonder instemming van de AV kan worden verlengd als beide partijen (de vennootschap en de Stichting) dat wensten. Ook hier had de vennootschap dus voldoende bewegingsruimte om eigenstandig te beslissen deze beschermingsconstructie te verlengen.<sup>34</sup>

Al met al ziet VEB alleen al op basis van het bovenstaande geen enkele noodzaak om het scala aan beschermingsconstructies uit te breiden. Een wettelijke bedenktijd toevoegen aan dat instrumentarium zal leiden tot een ongewenste stapeling - dat wil zeggen het naast elkaar bestaan van verscheidene instrumenten - van beschermingsconstructies en een verdere onverantwoorde versterking van de machtspositie van bestuur en RvC. VEB herkent zich dan ook niet in de in het Wetsontwerp opgenomen stelling dat 'de bestaande mogelijkheden die beursvennootschappen hebben te kort kunnen schieten in het creëren van voldoende tijd en rust voor het bestuur.'<sup>35</sup> Dit is een onjuiste conclusie die geen steun vindt in de feiten zoals die zich in Nederland hebben voorgedaan.

### *Responstijd*

In de geactualiseerde Code van 2008 opgesteld onder leiding van voorzitter Jean Frijns was voor het eerst een bepaling inzake de responstijd opgenomen. Die responstijd - die maximaal 180 dagen mag duren - behelst dat wanneer 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, het bestuur in de gelegenheid gesteld wordt een redelijke termijn in te roepen om hierop te reageren.

De meest recente actualisering van de Code in 2016 (door de Commissie Van Manen) bevatte expliciet als voorbeeld van een dergelijk onderwerp - evenals in de Code Frijns uit 2008 - het ontslag van één of meer bestuurders of rvc. Ten opzichte van de Code uit 2008 was wel nieuw dat het bestuur aan het einde van de responstijd verslag dient te doen van het overleg met aandeelhouders en de verkenning die hebben plaatsgevonden aan de algemene vergadering.

Kortom, beursondernemingen in Nederland hebben al de mogelijkheid om een half jaar de 'pauzeknop' in te drukken om zo tijd te kopen met het oog op een correcte belangenafweging. In de tien jaar dat deze responstijd nu tot het instrumentarium van beursvennootschappen behoort, is deze echter pas eenmaal ingeroepen (in 2013 door het toenmalige Cryo-Save, tegenwoordig aan de Amsterdamse beurs genoteerd als Esperite). VEB meent dat indien

---

<sup>34</sup> De VEB wijst ook op verscheidene recente beursgangen (IPO's) zoals VolkerWessels, NIBC, Takeaway.com en ASR waarbij de verkopende aandeelhouder(s) voorafgaand aan de beursgang hebben beslist tot de (mogelijke) oprichting van een Stichting Continuïteit die (alsdan) in voorkomende gevallen kan besluiten tot het nemen van preferente aandelen in de vennootschap. Aandeelhouders die inschreven op de emissie van deze vennootschappen hebben geen invloed gehad op het implementeren van deze constructie.

<sup>35</sup> Zie MvT, pagina 9.

Nederlandse beursfondsen zich daadwerkelijk bedreigd zouden hebben gevoeld, de responstijd al wel vaker was ingeroepen.

Ook wenst VEB te benadrukken dat niet valt in te zien waarom partijen die binnen de termijn van de responstijd (180 dagen) niet tot een vergelijk kunnen komen, dit wel zou lukken bij een termijn van 250 dagen (zoals het onderhavige Wetsontwerp voorstelt). Sterker, juist als de impasse te lang zou duren, moet worden voorkomen dat de verdedigingsmuur langer in stand wordt gehouden. Dit kan er bijvoorbeeld toe leiden dat ondermaats presterende bestuurders en/of commissarissen in functie kunnen blijven of het bestuur druk voelt om maatregelen te nemen die niet het lange termijn belang van de vennootschap dienen. Anders gezegd, een verlamming van de vennootschappelijke verhoudingen moet worden vermeden zodat de onderneming adequaat geëquipeerd is ten behoeve van haar concurrentiekracht en lange termijn waardecreatie.

Door voorstanders van een wettelijke bedenktijd wordt gesuggereerd dat de responstijd in de Code niet bindend zou zijn voor aandeelhouders.

In de Nederlandse ondernemingsrechtspraak betreft slechts één enkele beschikking *specifiek* de responstijd. De bovengenoemde *Cryo-Save*-beschikking<sup>36</sup> van de OK betrof een agenderingsverzoek van een aandeelhouder zonder het bestuur een responstijd te gunnen. Het bestuur verzocht daarop aan de OK om bij wijze van onmiddellijke voorziening de AV te verdagen. De vraag die aan de OK voorlag was of met stemming op een BAVA kon of moest worden gewacht tot na afloop van de door het bestuur van *Cryo-Save* ingeroepen responstijd in de zin van de op dat moment geldende Code.<sup>37</sup>

De OK is overduidelijk over haar opvatting over de gelding van de Code, en, meer in het bijzonder, de best practice bepalingen over de responstijd. Zij overweegt letterlijk: '[D]e genoemde bepalingen [best practice bepalingen II.1.9 en IV.4.4 van de Nederlandse corporate governance code 2008] hebben immers geenszins als effect dat een aandeelhouder van zijn wettelijke vergader- of agenderingsrecht wordt afgehouden; zij voorzien slechts in een uitwerking van het (ook in art 2:8 BW tot uitdrukking gebrachte) 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.'

Aldus, wat betreft het specifieke punt van de responstijd, is het toch reeds duidelijk hoe ver het gezag van de Code reikt. Het is, gelet daarop, wel kort door de bocht van enkele pleitbezorgers

---

<sup>36</sup> Gerechtshof Amsterdam 6 september 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2836 (*Cryo-Save*).

<sup>37</sup> Het betrof in 2013 de voorloper van de thans geldende Code – in de Nederlandse corporate governance code 2008 (naar de voorzitter van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code ook wel de Code Frijns genoemd), voorzagen best practice bepalingen II.1.9 en IV.4.4 in de mogelijkheid voor het bestuur de gelegenheid te nemen een redelijk termijn in te roepen om te reageren op het verzoek van een aandeelhouder tot agendering van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van een vennootschap. In de thans geldende Code betreft het best practice bepalingen 4.1.6 en 4.1.7. Er is op dit specifieke punt geen wezenlijk verschil tussen de oude en de geldende Codes.

van een wettelijke bedenktijd te opperen dat de responstijd in de Code niet bindend zou zijn voor aandeelhouders.

Als geen ander zouden zij als geen ander moeten weten dat, buiten het specifieke punt van de responstijd om, de Code een gezaghebbende rol in de Nederlandse ondernemingsrechtspraak wordt toegedeeld. VEB volstaat hier met een enkele verwijzing naar *Versatel II*.<sup>38</sup> Dit arrest deed annotator Maeijer opmerken dat wat betreft zijn gelding als een bron van ondernemingsrecht, de Nederlandse corporate governance code op gelijke voet staat met de wet en de statuten van de vennootschap.

#### *Wetsontwerp is ondeugdelijk*

Op deze plaats een kort woord over de wordingsgeschiedenis van het Wetsontwerp. In het Regeerakkoord 2017-2021 heette het dat de voorstellen van de AV waarmee de onderneming te maken krijgt, een fundamentele strategiewijziging zouden moeten betreffen. VEB wil nog wel inzien dat bij een bod waarover geen overeenstemming is bereikt, altijd sprake is van een (dergelijke) fundamentele strategiewijziging. Zij vermag echter niet in te zien dat dit *eo ipso* geldt waar het een voorstel betreft 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, ontslag van bestuurders of commissarissen. Dat wordt niet wezenlijk anders door de eis te stellen dat het bestuur bij de oproeping van de bedenktijd altijd het oordeel moet zijn toegedaan dat een dergelijk verzoek wezenlijk in strijd is met het vennootschapsbelang. VEB constateert dat hiermee al een belangrijk uitgangspunt van het regeerakkoord is ‘opgerekt’.<sup>39</sup>

Het regeerakkoord hield in dat de door de onderneming ingeroepen bedenktijd het kapitaalverkeer niet mag raken. VEB kon destijds niet begrijpen wat de beoogde strekking van deze clausulering was. Mogelijk heeft het regeerakkoord het oog op het vrije verkeer van kapitaal, zoals bepaald in het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie.<sup>40</sup> Wat VEB betreft, zou dat er dan op neerkomen dat de bedenktijd nimmer zou mogen worden ingezet bij overnamesituaties waarbij een buitenlandse, of althans een buiten Nederland in de EU gevestigde bieder is betrokken. In ieder geval wijst VEB er op dat deze ruime clausulering geheel niet terugkomt in het Wetsontwerp.

Wat het regeerakkoord betreft, betreft de VEB het bovenal dat er in het Wetsontwerp niets is gedaan aan de stevige belofte dat de bedenktijd niet kan worden ingezet in combinatie met beschermingsconstructies van bedrijven zelf. In tegendeel; zoals al in de inleiding van deze reactie en hierboven onder het kopje *Responstijd* gesignaleerd lijkt de MvT welhaast uit te nodigen tot stapeling van beschermingsconstructies. VEB vraagt zich af wat precies de reden is dat het Wetsontwerp zich niets gelegen laat liggen aan het duidelijke stapelings- of combinatieverbod uit het regeerakkoord.

VEB vreest dat de met het Wetsontwerp gekozen structuur, juist ook gelet op de tekst van de MvT, een ‘uitnodiging’ aan ondernemingen vormt de bedenktijd te stapelen op andere beschermingsmaatregelen. Vindt stapeling daadwerkelijk plaats, dan staat aandeelhouders

<sup>38</sup> HR 14 september 2007 ECLI:NL:HR:2007:BA4887 (*Versatel II*).

<sup>39</sup> Of, zo men wil, ‘afgezwakt’.

<sup>40</sup> Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, artt. 26 lid 2 en 63 *et seq.*

nimmer iets anders te doen dan de gang naar de rechter te maken. Immers is op dit punt de MvT uitgesproken: het wordt aan de rechter overgelaten maatwerk toe te passen. Dit leidt tot juridisering. Voor dit punt wijst VEB op het ‘vertrekpunt’ in het regeerakkoord, waarin uitdrukkelijk wordt opgemerkt dat de bedenktijd niet kan worden ingezet in combinatie met beschermingsconstructies van bedrijven zelf.

Roepen bestuurders een bedenktijd in bij een verzoek strekkende tot hun eigen schorsing of ontslag, hebben zij daarbij een tegenstrijdig belang *per se*. De MvT noemt uitdrukkelijk dat het besluit tot het inroepen van de bedenktijd vatbaar is voor rechterlijke toetsing zoals bedoeld in artt. 2:14 en 2:15 BW. De VEB voorziet dat, aldus, belanghebbenden tegen besluiten tot het inroepen van de bedenktijd ageren op grond dat die besluiten zijn genomen in strijd met de wet (immers in strijd met art. 2:129 lid 6 BW, de tegenstrijdig belangregeling).

Hieronder zet VEB haar concrete bezwaren tegen het invoeren van een wettelijke bedenktijd uiteen.

Binnen de behandeling van de responstijd uit de Code, wenst VEB aandacht te vragen voor haar zorg dat in de MvT welhaast een aansporing valt te lezen tot stapeling van de bedenktijd op overige beschermingsmaatregelen, juist ook op de responstijd. De MvT bevat immers dat het aan de rechter wordt overgelaten om het gebruik van de bedenktijd te verrekenen met het gebruik van andere beschermingsmaatregelen gericht op benoeming, schorsing, ontslag van bestuurders of commissarissen of op overnames.<sup>41</sup>

In de eerste plaats wijst VEB erop dat de responstijd uit de Code een omvangrijker werking heeft. Immers kan het bestuur gedurende de (ingeroepen) responstijd agendering uitstellen.<sup>42</sup> Dat is anders in het Wetsontwerp. Het Wetsontwerp maakt dat wanneer de vennootschap de bedenktijd inroept, de bevoegdheid van de AV bedoeld in art. 2:121 lid 1 BW, voor zover de statutenwijziging betrekking heeft op benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen, , gedurende de bedenktijd is opgeschort. Ook de bevoegdheden van de AV krachtens art. 2:132 lid 1, art. 2:134 lid 1, art. 2:142 lid 1, art. 2:144 lid 1, en art. 2:161a lid 1 BW worden opgeschort. Belangrijk, daarmee is aldus niet opgeschort de (algemene) agenderingsbevoegdheid uit art. 2:114a BW.<sup>43</sup> Al evenmin is de bevoegdheid machtiging te verzoeken tot het bijeenroepen van een av uit art. 2:110 lid 1 BW opgeschort.

Waar de responstijd meer ‘luwte’ biedt aan het bestuur, ligt het voor de hand hem als eerste mogelijkheid tot uitstel van agendering in te roepen. In het zicht van de ommekomst van de responstijd - het werd hierboven al genoemd, hij duurt maximaal 180 dagen - roept de vennootschap vervolgens de wettelijke bedenktijd in. Hebben aandeelhouders (met tenminste drie procent in het kapitaal) daar geen vrede mee, dan rest hun geen andere keuze dan de gang naar de rechter. Aldus letterlijk de MvT: ‘[G]elet 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

---

<sup>41</sup> MvT p. 15.

<sup>42</sup> Code, best practice bepaling 4.1.6.

<sup>43</sup> Dit blijkt ook uitdrukkelijk uit de MvT, p 11, 5<sup>e</sup> al. waar zij bepaalt: ‘[A]andeelhouders blijven het recht houden te verzoeken om bijvoorbeeld het ontslag van een bestuurder op de agenda te zetten. Dit wordt dan als besprekingspunt geagendeerd.’

gebruik van andere beschermingsmaatregelen die gericht zijn [op, toevoeging VEB] benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen of op overnames. Als het bestuur eerst de responstijd uit de Code oproept en daarna de bedenktijd, ligt het in de rede dat de 180 dagen van de responstijd in mindering komen van het maximum van 250 dagen van de bedenktijd.’<sup>44</sup>

VEB is om meerdere redenen niet gelukkig met de hier geschetste consequentie. Zij voorziet nadere conflicten tussen onderneming en aandeelhouders, voortschrijdende juridisering, en hogere belasting van de OK.

*Agenderingsrecht: geen excessen en nauwelijks gebruikt*

Een ander argument dat pleit tegen de voorgestelde bedenktijd is het feit dat in Nederland nauwelijks van het agenderingsrecht gebruik wordt gemaakt.<sup>45</sup> Ook is niet voorgekomen dat de vennootschap vanwege het gebruik van het agenderingsrecht - en een daaropvolgende stemming - door één (of enkele) van haar aandeelhouders is geconfronteerd met een onwenselijke situatie.

VEB zal hieronder kort ingaan op het feit dat het agenderingsrecht nauwelijks wordt gebruikt en dat geen misbruik is gemaakt van dit middel. Ook wijst de VEB op het belang van een inhoudelijke discussie tussen aandeelhouders en vennootschap, waar het agenderingsrecht toe kan bijdragen.

*Geen misbruik*

De MvT wekt de indruk<sup>46</sup> dat aandeelhouders de laatste jaren door het gebruik van hun agenderingsrecht rechtstreeks de strategie van de onderneming hebben kunnen beïnvloeden.

De feiten wijzen uit dat deze veronderstelling niet correct is. De VEB benadrukt voorts dat in Nederland geen voorbeeld bekend is waarbij aandeelhouders misbruik van het agenderingsrecht hebben gemaakt.

De in de MvT aangehaalde voorbeelden inzake Fugro (Boskalis) en AkzoNobel (Elliott) betreffen gevallen waar aandeelhouders weliswaar verzochten om het in stemming brengen van een agendapunt, maar waarvan de vennootschap heeft beslist dit niet te zullen honoreren. De gerechtelijke uitspraken in beide kwesties hebben vervolgens bevestigd dat de vennootschap

---

<sup>44</sup> MvT p. 15.

<sup>45</sup> Belangrijke oorzaak zal zijn dat de drempel voor het gebruik van het agenderingsrecht hoog ligt. Aandeelhouders dienen (alleen of gezamenlijk) in beginsel immers (sinds de laatste wetwijziging in 2009) ten minste drie procent van het geplaatste kapitaal te houden om gebruik te kunnen maken van het agenderingsrecht. Vanwege het feit dat dit geen dwingend recht betreft, kunnen beursvennootschappen van deze drempel afwijken en mogen zij ook de één procentgrens statutair verankeren. In de praktijk is ook dat echter nog altijd een aanzienlijke horde. Ter illustratie wijst de VEB er op dat een aandeelhouder van bijvoorbeeld ING Groep N.V. (“ING”) - waar de statutaire drempel één procent van het geplaatste kapitaal of 50 miljoen euro (nominaal) is - bij de huidige marktwaarde ongeveer 350 miljoen euro in de onderneming moet hebben geïnvesteerd voordat hij een punt voor de agenda van de aandeelhoudersvergadering kan aandragen. Zoals bekend hebben bestuur en rvc aanzienlijke discretie om het punt ook daadwerkelijk op de agenda te plaatsen. Overigens heeft nog altijd een significant aantal beursvennootschappen de drie procent grens statutair vastgelegd. Binnen de AEX betreft dat zeven ondernemingen.

<sup>46</sup> Zie MvT, p. 7.



inderdaad die vrijheid toekwam en niet gedwongen kon worden tot een stemming over de ingediende onderwerpen.

Hoewel hij niet het agenderingsrecht van art. 2:114a lid 1 BW betreft, verdient de zaak voor de voorzieningenrechter waarin Elliott verzocht tot machtiging tot de bijeenroeping van een algemene vergadering op de voet van art. 2:110 lid 1 BW,<sup>47</sup> in de ogen van VEB speciale aandacht. De wet bepaalt dat de voorzieningenrechter de verzochte machtiging verleent indien de verzoeker ‘summierlijk’ heeft doen blijken dat hij een redelijk belang heeft bij het houden van de vergadering.<sup>48</sup> De rechter treedt buiten het in de wet besloten marginale kader en gaat over tot een volle afweging van de belangen van de verzoeker enerzijds en die van de onderneming.<sup>49</sup>

#### *Nauwelijks gebruikt*

In aanvulling hierop is relevant dat van het agenderingsrecht slechts zeer sporadisch gebruik wordt gemaakt. In een enkel geval heeft dat bovendien slechts geleid tot een stemming over het door aandeelhouders ingediende agendapunt.

Zo is in 2018 door aandeelhouders slechts één agendapunt ingediend waarover ook daadwerkelijk is gestemd. Dit agendapunt is echter door de AV verworpen nadat de onderneming aandeelhouders had geadviseerd tegen te stemmen. In 2017 en 2016 was dit eveneens slechts één agendapunt (eveneens beide niet door de AV aangenomen). Deze drie gevallen betroffen bovendien een agendapunt dat telkens door dezelfde aandeelhouder werd ingediend, in casu aandeelhouderscollectief *Follow This* bij Shell.

Voor zover het Wetsontwerp beoogt te illustreren dat het agenderingsrecht een grote stempel op de vergadering kan drukken, wil de VEB het volgende opmerken. Daarvan is namelijk slechts sprake indien aan drie cumulatieve voorwaarden is voldaan. Ten eerste dient het agendapunt de bevoegdheid van aandeelhouders te betreffen. Vervolgens moeten bestuur en rvc het verzochte agendapunt inderdaad opnemen op de definitieve agenda voor de AV. Ten slotte moet dan ook nog de meerderheid van de in de vergadering vertegenwoordigde aandelen het agendapunt ook daadwerkelijk aannemen. Dit zijn drie aanzienlijke hordes.

Het is daarom ook niet het agenderingsrecht dat een grote stempel kan drukken, maar de AV. VEB meent dat juist aandeelhoudersbetrokkenheid ook de intentie is van het in Nederland geldende systeem van *checks and balances*. Een van de uitgangspunten daarvan is dat aandeelhouders een volwaardige rol moeten kunnen spelen binnen de machtsbalans tussen bestuur en rvc enerzijds, en kapitaalverschaffers anderzijds. Het was lange tijd bovendien kabinetsbeleid dat aandeelhouders meer gebruik moeten maken van hun rechten. Daaruit zijn immers bijvoorbeeld de huidige Code (2016) en haar beide voorgangers (de oorspronkelijke Code Tabaksblat uit 2003 en de herziene Code uit 2008) voortgekomen. Ook in dit licht bezien maakt dit het onderhavige Wetsontwerp tot een voor de VEB niet te begrijpen tournure.

---

<sup>47</sup> Rb Amsterdam 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845 (*Elliott/AkzoNobel*).

<sup>48</sup> Art 2:111 lid 1 BW.

<sup>49</sup> Rb Amsterdam 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845 (*Elliott/AkzoNobel*), r.o. 4.5.

### *Stimuleren dialoog*

Het agenderingsrecht is een fundamenteel recht dat aandeelhouders de mogelijkheid geeft om onderwerpen op de aandeelhoudersvergadering bespreekbaar te maken die niet op eigen initiatief door de vennootschap op de agenda worden gezet.

Een eventuele stemming op het agendapunt heeft alleen een bindend karakter als het de eigen bevoegdheid van de aandeelhouders betreft. Indien een onderwerp geagendeerd wordt dat niet het domein is van de aandeelhouders, heeft een stemming slechts een informatief karakter. De VEB is van mening dat het voeren van discussie over onderwerpen die door aandeelhouders worden aangedragen, in ieders belang is.

Het bevreemdt VEB dat het kabinet in de toelichting op het Wetsontwerp enkele malen de dialoog tussen onderneming en aandeelhouders benoemt, maar tegelijkertijd vooral hogere barrières wil opwerpen om in de aandeelhoudersvergadering met bestuur en rvc in discussie te kunnen treden. Het onderhavige Wetsontwerp maakt het voor aandeelhouders nog moeilijker om hun rechten uit te oefenen.

### *Concluderende opmerkingen*

Tot besluit, het wetsontwerp adresseert een zich niet voordoend probleem van een vijandige overname(poging) bij Nederlandse beursvennootschappen. Bovendien biedt het Nederlands ondernemingsrecht meer dan voldoende beschermingsmogelijkheden voor het bestuur en rvc om met een dergelijke vijandige bodsituatie om te kunnen gaan. De corporate governance naar Nederlands recht laat dus meer dan voldoende bevoegdheden bij bestuur en rvc.

VEB is altijd bereid tot een nadere toelichting van haar standpunt en houdt zich daarvoor graag beschikbaar.

Hoogachtend,

Vereniging van Effectenbezitters

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'P.M. Koster', with a small blue mark below it.

P.M. Koster  
Directeur