

REACTIE OP DE INTERNETCONSULTATIE VAN HET VOORONTWERP WETTELIJKE BEDENKTIJD BEURSVENNOOTSCHAPPEN

Aan:

De Minister voor Rechtsbescherming

De Minister van Economische Zaken en Klimaat

De Minister van Financiën

7 februari 2019

1. Inleiding

Houthoff heeft met belangstelling kennisgenomen van het Voorontwerp "Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het inroepen van een bedenktijd door het bestuur van een naamloze vennootschap" ("**Voorontwerp**"). Graag maken wij gebruik van de mogelijkheid om te reageren op het Voorontwerp, waarbij wij ons zullen beperken tot enkele specifieke aspecten van artikel I, onderdeel A van het Voorontwerp, dat betrekking heeft op de voorgestelde "bedenktijd". Wij gaan achtereenvolgens in op de achtergrond en de reikwijdte van het Voorontwerp (§2), het doel en de strekking van het Voorontwerp (§3) en tot slot doen wij enkele artikelsgewijze suggesties (§4).

2. Achtergrond en reikwijdte van het Voorontwerp

- 2.1. In het regeerakkoord van oktober 2017 heeft de coalitie aangegeven maatregelen te nemen "voor de verschuiving van invloed van bepaalde activistische aandeelhouders die vooral gericht zijn op de korte termijn naar aandeelhouders en andere stakeholders die belang hebben bij waardecreatie op de lange termijn".¹ Om dit te bereiken is onder andere het volgende in het regeerakkoord voorgesteld:

*"[e]en beursgenoteerde onderneming die op de algemene vergadering van aandeelhouders te maken krijgt met voorstellen voor een fundamentele strategiewijziging kan een bedenktijd van maximaal 250 dagen inroepen, mits deze het kapitaalverkeer niet raakt. In deze periode dient verantwoording te worden afgelegd aan de aandeelhouders over het gevoerde beleid en dienen alle stakeholders die betrokken zijn bij de onderneming geraadpleegd te worden. Deze maatregel kan niet worden ingezet in combinatie met beschermingsconstructies van bedrijven zelf, zoals de uitgifte van preferente aandelen of prioriteitsaandelen."*²

- 2.2. Uit de ontwerp toelichting bij het Voorontwerp ("**Toelichting**") volgt dat het Voorontwerp uitvoering geeft aan het bovengenoemde voorstel uit het regeerakkoord. Blijkens de Toelichting strekt het Voorontwerp ertoe "het bestuur van een beursvennootschap meer tijd en rust te gunnen voor de inventarisatie en weging van belangen van de onderneming en haar stakeholders".
- 2.3. Blijkens het Voorontwerp kan het bestuur van een beursvennootschap een wettelijke bedenktijd inroepen indien een van de volgende gevallen zich voordoet:

¹ Zie Regeerakkoord 2017: 'Vertrouwen in de toekomst' tussen de fracties VVD, CDA, D66 en ChristenUnie, p. 34.

² Idem.

- a. aandeelhouders (of certificaathouders) verzoeken, op grond van artikel 2:114a BW dan wel op de voet van artikel 2:110 lid 1 BW, om de behandeling van een voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen, of een voorstel tot wijziging van statutaire bepalingen die daarop betrekking hebben (hierna gemakshalve aangeduid als een "**Aandeelhoudersverzoek Scenario**"); of
- b. een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht op aandelen (of certificaten van aandelen) in het kapitaal van de vennootschap zonder dat over het bod overeenstemming is bereikt met de vennootschap (hierna gemakshalve aangeduid als een "**Openbaar Bod Scenario**"),³

mits "het onder sub a bedoelde verzoek dan wel het onder sub b bedoelde bod naar het oordeel van het bestuur wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming".⁴

- 2.4. Op het moment dat een Aandeelhoudersverzoek Scenario of Openbaar Bod Scenario zich voordoet kan het bestuur, met goedkeuring van de raad van commissarissen (indien aanwezig), een bedenktijd inroepen van ten hoogste 250 dagen ("**Bedenktijd**"). De Bedenktijd kan eerder worden beëindigd als het bestuur daartoe besluit en eindigt in ieder geval na gestanddoening van een openbaar bod.⁵
- 2.5. Het inroepen van de Bedenktijd heeft tot gevolg dat de bevoegdheid van de algemene vergadering om bestuurders of commissarissen te benoemen, schorsen, of ontslaan (en de bevoegdheid om statutaire bepalingen die daarop betrekking hebben te wijzigen) wordt opgeschort, tenzij de vennootschap een voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag van een bestuurder of commissaris bij de oproeping als punt ter stemming vermeldt op de agenda van de algemene vergadering.⁶

3. Doel en strekking van het Voorontwerp

3.1. Doel

- 3.1.1. Zoals blijkt uit §2.1 en §2.2, is de Bedenktijd een middel om de rol van het bestuur bij het bepalen van de strategie te beschermen. In dit kader is in de Toelichting te lezen dat het bepalen van de strategie van een vennootschap en de met haar verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur van de vennootschap. De raad van commissarissen houdt daarop toezicht, en de algemene vergadering kan

³ Gelet op de formulering van het Voorontwerp achten wij het niet zuiver om te spreken van een zogenoemd "vijandig bod".

⁴ Artikel 114b lid 2 Voorontwerp.

⁵ Artikel 114b lid 3 en lid 5 Voorontwerp.

⁶ Artikel 114b lid 6 Voorontwerp.

haar opvattingen terzake tot uitdrukking brengen door uitoefening van de haar in de wet en de statuten toegekende rechten.⁷

3.1.2. De vraag is of het bestuur niet reeds over voldoende middelen beschikt om het beoogde doel te bereiken. Besturen van beursvennootschappen beschikken reeds over de responstijd van 180 dagen uit de Corporate Governance Code.⁸ Daarnaast hebben beursvennootschappen die het nodig hebben geacht om zichzelf verder te beschermen doorgaans beschermingsconstructies opgezet (bijvoorbeeld, door certificering van hun aandelen of door het verlenen van een calloptie aan een stichting om bij dreiging een substantieel belang in preferente aandelen te nemen). In tegenstelling tot wat de Toelichting lijkt te impliceren⁹, kunnen dergelijke beschermingsconstructies in de regel niet alleen worden ingezet in geval van een (dreigend) vijandig bod. Zie bijvoorbeeld de uitoefening van de calloptie door de beschermingsstichting van ASM International N.V. in mei 2008. Vennootschappen die niet een beschermingsconstructie hebben opgetuigd, lijken daar ook doorgaans bewust voor te kiezen (bijvoorbeeld omdat een dergelijke constructie ongebruikelijk is op de markt waar hun aandelen of certificaten tot de handel zijn toegelaten). Desalniettemin staat ook voor deze vennootschappen nog altijd een beroep op de responstijd uit de Corporate Governance Code open.

3.2. Strekking

3.2.1. Volgens de tekst van het Voorontwerp en de Toelichting is het gevolg van het invoeren van de Bedenktijd dat het aandeelhoudersrecht om te stemmen op bepaalde onderwerpen wordt opgeschort, tenzij een dergelijk stempunt bij de oproeping van een algemene vergadering als bedoeld in artikel 2:114 lid 1 onder a BW in de agenda is opgenomen. De Bedenktijd schort de verplichting van het bestuur tot het opnemen van een dergelijk onderwerp op de agenda niet op. In de Toelichting staat namelijk, onder verwijzing naar het Boskalis/Fugro-arrest van de Hoge Raad, dat een dergelijk onderwerp vervolgens als bespreekpunt wordt geagendeerd.¹⁰

Aandeelhoudersrichtlijn – gronden om een verzocht stempunt niet te agenderen

3.2.2. Op het moment dat een aandeelhoudersverzoek wordt gedaan zoals bedoeld in artikel 2:114a BW resulteert dit – blijkens lid 1 van dit artikel – in beginsel in de verplichting voor het bestuur het onderwerp zoals verzocht op te nemen in de oproeping. Tot 2010 bepaalde artikel 2:114a lid 1 BW (oud) dat agendering achterwege kan blijven indien een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet. Deze zinsnede

⁷ Zie Toelichting, p. 3.

⁸ Zie best practice bepaling 4.1.7 Corporate Governance Code.

⁹ Zie Toelichting, p. 15.

¹⁰ Zie Toelichting, p. 12.

is geschrapt bij de implementatie van de richtlijn aandeelhoudersrechten 2007/36/EG ("**Aandeelhoudersrichtlijn**"). Over het schrappen van deze uitzondering heeft de toenmalig Minister van Justitie in de memorie van toelichting bij het wetsvoorstel ter implementatie van de Aandeelhoudersrichtlijn destijds het volgende opgemerkt:

"De Raad van State heeft geadviseerd deze huidige weigeringsgrond te handhaven. Dit advies wordt niet overgenomen. In de richtlijn is een dergelijke weigeringsgrond niet opgenomen. Handhaving van deze weigeringsgrond in combinatie met het nieuwe motiveringsvereiste sluit niet aan bij de opzet van de richtlijn. Op grond van de huidige wettelijke regeling moet de vennootschap ook elk agendapunt inhoudelijk toetsen aan het zwaarwichtig belang van de vennootschap, terwijl de richtlijn zo'n toets niet toelaat. Op grond van de richtlijn bestaat slechts bij grote uitzondering een rechtvaardiging voor de weigering van een agendapunt. Zou zo'n geval zich voordoen, dan kan toetsing aan de norm van de redelijkheid en billijkheid (vgl. artikel 2:8 BW) plaats vinden."¹¹

- 3.2.3. Aangezien de Aandeelhoudersrichtlijn (en de implementatie daarvan in de Nederlandse wetgeving) onverkort van toepassing is, lijkt het standpunt van de Minister van Justitie zoals geciteerd in §3.2.2 ook op dit moment nog onverkort relevant te zijn. Indien de redenatie van de Minister wordt gevolgd bij de beoordeling van het Voorontwerp, dan is het opschorten van het recht om het verzochte stempunt te agenderen gedurende de Bedenktijd enkel mogelijk bij grote uitzondering, en enkel voor zover deze opschorting de toetsing aan de algemene norm van redelijkheid en billijkheid kan doorstaan. Een inhoudelijke toetsing aan het zwaarwichtig belang van de vennootschap lijkt daarbij -nog altijd- niet geacht toelaatbaar te zijn vanwege het feit dat deze niet aansluit bij de Aandeelhoudersrichtlijn.
- 3.2.4. Uit de Toelichting blijkt dat waar aandeelhouders verzoeken om bijvoorbeeld het ontslag van een bestuurder op de agenda te zetten gedurende de Bedenktijd, een dergelijk agendapunt dan als bespreekpunt wordt geagendeerd.¹² Het eventuele argument dat de beperkte toetsing zoals besproken in §3.2.3 niet (of minder) relevant zou zijn omdat het bestuur met het bespreekpunt voldoende recht zou hebben gedaan aan het agenderingsrecht kunnen wij niet volgen. Immers, uit artikel 6 lid 1 Aandeelhoudersrichtlijn volgt dat Lidstaten ervoor zorg moeten dragen dat het agenderingsrecht van aandeelhouders niet beperkt is tot het op de agenda van de algemene vergadering (doen) plaatsnemen van "punten" (onderdeel a van lid 1), maar dat dit recht tevens bestaat uit het op de agenda (doen) plaatsnemen van "ontwerpresoluties" (onderdeel b van lid 1).

¹¹ *Kamerstukken II 2008-2009, 31 746, nr. 3, p. 24.*

¹² Zie Toelichting, p. 12.

3.2.5. Uit artikel 2:114b lid 2 jo. lid 6 Voorontwerp volgt dat de bevoegdheid van de algemene vergadering om te besluiten over benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen, en daarmee de bevoegdheid van aandeelhouders om te verzoeken om agendering van stempunten die daarop betrekking hebben, kan worden opgeschort indien het bestuur van mening is dat een dergelijk verzoek "wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming". Wij vragen ons af hoe dit zich verhoudt tot het hiervoor in §3.2 besprokene. Bent u van mening dat het op de Aandeelhoudersrichtlijn gebaseerde standpunt van de Minister van Justitie zoals geciteerd in §3.2.2 inmiddels is achterhaald? Immers, het in het Voorontwerp voorgestelde criterium houdt in dat een dergelijk aandeelhoudersverzoek mag worden geweigerd dan wel opgeschort indien er sprake is van "wezenlijke strijd met het belang van de vennootschap". Dit lijkt een lichtere maatstaf te zijn dan voorheen werd gehanteerd. De Ondernemingskamer is tot een zelfs nog lichtere toetsing gehouden, aangezien deze een beëindigingsverzoek van aandeelhouders (op basis van artikel 2:114b lid 4 Voorontwerp) moet afwijzen wanneer het bestuur in het licht van de omstandigheden op het moment van invoeren van de bedenktijd in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat er sprake was van een wezenlijke strijd met het belang van de vennootschap.¹³ Wij zien geen redenen waarom het eerdere standpunt van de Minister van Justitie zou zijn achterhaald. Wat rechtvaardigt de afwijking van dit eerdere standpunt?

Aandeelhoudersrichtlijn – opschorten of ontnemen van agenderings- en stemrecht?

3.2.6. Hoewel de tekst van het Voorontwerp en de Toelichting spreken van een opschorting van de aandeelhoudersrechten genoemd in artikel 2:114b lid 6 BW, lijkt de huidige opzet van het Voorontwerp niet te resulteren in een opschorting maar in een (tijdelijke) ontneming van die rechten.

3.2.7. Het gevolg van het invoeren van de Bedenktijd is dat een aandeelhoudersverzoek om bijvoorbeeld het ontslag van een bestuurder als stempunt op de agenda van een algemene vergadering te zetten (op de voet van artikel 6 lid 1 sub a en b Aandeelhoudersrichtlijn, zoals geïmplementeerd in artikel 2:114a BW) wordt omgezet in een bespreekpunt.¹⁴ Het Voorontwerp noch de Toelichting bepaalt dat aan het einde van de Bedenktijd alsnog, in een dergelijk geval, het ontslag van de desbetreffende bestuurder als stempunt aan de algemene vergadering wordt voorgelegd. Ter achtergrond, dit is wel het geval bij toepassing van de 180 dagen responstijd uit de Corporate Governance Code, dat vereist in best practice bepaling 4.1.7 dat de responstijd niet langer dan 180 dagen mag duren vanaf het moment van kennisgeving

¹³ Zie artikel 2:114b lid 4 Voorontwerp.

¹⁴ Zie Toelichting, p. 12.

aan het bestuur van het agenderingsverzoek tot aan de dag van de algemene vergadering waarop het onderwerp moet worden behandeld.

- 3.2.8. Als gevolg van de opzet van het Voorontwerp zullen aandeelhouders die voorafgaande aan de Bedenktijd hun wettelijke recht uitoefenden om te verzoeken het ontslag van een bestuurder ter stemming te brengen (cf. artikel 2:114a jo. 134 lid 1 BW) dat recht gedeeltelijk zien worden ontnomen door de inroeping van de Bedenktijd. Immers, het verzochte stempunt wordt dan omgezet in een bespreekpunt en de algemene vergadering wordt niet alsnog gevraagd om over het ontslag te stemmen (aan het einde van de Bedenktijd, dan wel op enig ander (eerder) moment). De desbetreffende aandeelhouders moeten na afloop van de Bedenktijd opnieuw een dergelijk verzoek indienen met -opnieuw- inachtneming van de vereisten van artikel 2:114a BW, waaronder het vertegenwoordigen van een zeker percentage van het geplaatste kapitaal (op dat moment), het uitwerken van het verzoek en het tijdig indienen daarvan (welke verzoektermijn vervolgens weer doorgaans resulteert in tenminste een wachtperiode van zestig dagen na afloop van de Bedenktijd).
- 3.2.9. Wij vragen ons af waarom ervoor is gekozen om de Bedenktijd zo te structureren dat er sprake lijkt te zijn van een (tijdelijke) ontneming van bepaalde aandeelhoudersrechten (zoals genoemd in §3.2.8). Om daadwerkelijk te kunnen spreken van het opschorten (in plaats van ontnemen) van de relevante aandeelhoudersrechten dienen de door aandeelhouders verzochte stempunten alsnog aan het einde van de Bedenktijd ter stemming te worden voorgelegd aan de algemene vergadering. Zodoende wordt voorkomen dat aandeelhouders na de Bedenktijd alsnog weer een beroep moeten doen op artikel 2:114a BW (dan wel artikel 2:110 lid 1 BW) en op dat moment (wederom) moeten voldoen aan de daaraan gestelde eisen, ongeacht of zij op het moment dat het aanvankelijke agenderingsverzoek werd gedaan aan die eisen voldeden. Bovendien zou hiermee aan worden gesloten bij de huidige praktijk van de responstijd uit de Corporate Governance Code, zonder dat er sprake zou zijn van een inperking van de werking van de Bedenktijd.

4. Artikelsgewijze suggesties

- 4.1. In aanvulling op onze meer algemene observaties en opmerkingen op het Voorontwerp die hierboven zijn behandeld, maken wij hieronder enkele observaties en doen wij suggesties op specifieke onderdelen van het Voorontwerp.
- 4.2. Artikel 2:114b lid 1 – reikwijdte
- 4.2.1. Volgens het Voorontwerp is de Bedenktijd van toepassing op een naamloze vennootschap waarvan de aandelen of met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de handel op een

gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit ("**MTF**") als bedoeld in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht of een met een gereguleerde markt of MTF vergelijkbaar systeem uit een staat die geen lidstaat is en die geen gebruik maakt van de mogelijkheid bedoeld in artikel 2:359b lid 1 sub a BW (de zogenoemde "no frustration rule").

- 4.2.2. In de Toelichting wordt opgemerkt dat er in Nederland circa 150 beursvennootschappen zijn die onder deze reikwijdte vallen, waarvan er circa 100 vennootschappen aan Euronext Amsterdam zijn genoteerd en dus circa 50 vennootschappen op een markt "in den vreemde" zijn genoteerd. Van de vennootschappen die op een buitenlandse markt zijn genoteerd is een substantieel deel genoteerd op een markt waar vaak nog wel wordt begrepen dat een bestuur bredere stakeholderbelangen dient af te wegen, maar waar het inperken (laat staan ontnemen, tijdelijk of niet) van aandeelhoudersrechten als ongebruikelijk, zo niet onbegrijpelijk, wordt beschouwd. Hierbij valt te denken aan bijvoorbeeld de New York Stock Exchange en NASDAQ. Wij vragen ons daarom af waarom middels de "no frustration rule" voor een opt-out mechanisme is gekozen in plaats van een opt-in mechanisme. Dit opt-in mechanisme kan worden vormgegeven door de Bedenktijd (wat daar ook van zij) van toepassing te laten zijn op naamloze vennootschappen waarvan aandelen (of certificaten) zijn toegelaten tot een Nederlandse gereguleerde markt of MTF, waarbij vennootschappen die op een vergelijkbare buitenlandse markt zijn genoteerd eventueel de mogelijkheid wordt gegeven om de Bedenktijd vrijwillig toe te passen (bijvoorbeeld door in haar statuten op te nemen dat aan het bestuur de bevoegdheid toekomt om de Bedenktijd in te roepen). Op die manier worden deze naamloze vennootschappen niet geconfronteerd met de automatische toepassing van de Bedenktijd op het moment van inwerkingtreding van het voorliggende wetsvoorstel (waardoor aandeelhouders in die markten zouden worden geconfronteerd met een zeer ingrijpende, voor hen wellicht niet begrijpelijke, potentiële ingreep in hun rechten welke hen niet kenbaar was gemaakt voordat zij hun aandelen of certificaten kochten). Wel wordt in dat geval ook aan die vennootschappen de mogelijkheid geboden om, indien toch gewenst, de Bedenktijd te implementeren. Dat gezegd hebbende, is onze verwachting dat bij veel van deze in het buitenland genoteerde vennootschappen geen behoefte zal bestaan aan een dergelijke opt-in mogelijkheid, waar bij dergelijke vennootschappen het voltallige (one-tier) bestuur jaarlijks voor herbenoeming door de algemene vergadering op gaat.
- 4.2.3. Een bijkomend voordeel om te kiezen voor een opt-in mechanisme zoals geopperd in §4.2.2 is dat vennootschappen die geen toepassing wensen te geven aan de Bedenktijd niet genoodzaakt zijn om -door toepassing van het opt-out mechanisme van artikel 2:359b lid 1 sub a BW- daarmee ook afstand te doen van alle andere

maatregelen die vallen onder deze "no frustration rule". Zodoende zou extra flexibiliteit kunnen worden gecreëerd voor deze vennootschappen. Hoewel de Toelichting de mogelijkheid lijkt te willen creëren om statutair uit te sluiten dat een beursvennootschap de Bedenktijd kan invoeren, zien wij deze mogelijkheid niet terug in het Voorontwerp en dus lijkt in dit specifieke opt-out mechanisme niet te zijn voorzien.¹⁵

4.3. Artikel 2:114b lid 2 – beoordelingsnorm bestuur

In dit onderdeel van het Voorontwerp is bepaald dat de Bedenktijd door de vennootschap kan worden ingeroepen in de gevallen uitgewerkt in sub a en sub b van dit lid, voor zover er in die gevallen "naar het oordeel van het bestuur" sprake is van een verzoek dan wel een bod dat "wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming". Wij verwijzen naar §3.2.2-3.2.5 hierboven voor onze gedachten over de keuze voor deze beoordelingsnorm.

4.4. Artikel 2:114b lid 4 – toegangsdrempel OK-procedure

- 4.4.1. Artikel 2:114b lid 4 Voorontwerp voorziet in een bijzondere rechtsgang in geval van het invoeren van de Bedenktijd. Een of meer houders van aandelen die alleen of gezamenlijk 3% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, kunnen de Ondernemingskamer verzoeken om een ingeroepen Bedenktijd te beëindigen.
- 4.4.2. Blijkens de Toelichting is bij deze bijzondere rechtsgang gekozen voor een drempel die aansluit bij het agenderingsrecht van artikel 2:114a lid 1 BW.¹⁶ Echter, deze wettelijke bepaling voor het agenderingsrecht bepaalt dat de agenderingsdrempel in de statuten kan worden verlaagd. Wij vragen ons af waarom deze mogelijkheid tot het statutair verlagen van de relevante drempel niet op gelijke wijze is opgenomen in artikel 2:114b lid 4 Voorontwerp. Wij menen dat de ratio voor het verlagen van de drempel voor aandeelhouders om verzoeken voor agendapunten in te dienen ook geldt voor het verlagen van de drempel om aandeelhouders toegang te geven tot deze bijzondere rechtsgang.
- 4.4.3. Uit een nadere vergelijking met artikel 2:114a BW volgt daarnaast dat waar dit artikel houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten in het tweede lid gelijkstelt met houders van aandelen, artikel 2:114b lid 4 Voorontwerp niet een vergelijkbare bepaling kent. Dit lijkt onbedoeld te zijn en wij menen dat ook dit punt nog geadresseerd dient te worden.

¹⁵ Zie Toelichting, p. 14.

¹⁶ Zie Toelichting, p. 29.

4.5. Artikel 2:114b lid 4 – toetsingscriterium Ondernemingskamer

4.5.1. Artikel 2:114b lid 4 Voorontwerp bepaalt dat de Ondernemingskamer een aandeelhoudersverzoek om de Bedenktijd te beëindigen in ieder geval moet weigeren "wanneer het bestuur in het licht van de omstandigheden op het moment van het inroepen van de Bedenktijd in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het [aandeelhoudersverzoek] dan wel het [openbare bod] wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming". Wij verwijzen naar §3.2.2-3.2.5 hierboven voor onze gedachten over de keuze voor dit toetsingscriterium. Voor zover vastgesteld kan worden dat de Bedenktijd kwalificeert als een beschermingsmaatregel, lijkt het voorgestelde lid 4 de Ondernemingskamer te beperken in haar beoordeling van deze specifieke beschermingsmaatregel. Immers, de criteria waaraan een rechter het inroepen van een beschermingsmaatregel kan toetsen -zoals bepaald door de Hoge Raad in zijn RNA-arrest-¹⁷ lijken een ruimere beoordelingsvrijheid te bieden dan de enkele vaststelling of het bestuur in redelijkheid tot het oordeel kon komen zoals hierboven beschreven; een beoordelingsvrijheid van de Ondernemingskamer die niet eerder aanleiding lijkt te hebben gegeven tot bezwaren, integendeel.

4.5.2. In aanvulling hierop merken wij op dat het voorgestelde lid 4 de Ondernemingskamer enkel de bevoegdheid biedt *ex tunc* te toetsen, terwijl de Ondernemingskamer bij de beoordeling of het inroepen van enige andere beschermingsmaatregel gerechtvaardigd is tevens *ex nunc* toetst. Het is ons niet voorshands duidelijk in welke zin het inroepen van de Bedenktijd afwijkt van het inroepen van andere beschermingsmaatregelen, waardoor tot de conclusie gekomen wordt dat de Ondernemingskamer bij een beoordeling van het inroepen van de Bedenktijd enkel de mogelijkheid heeft om *ex tunc* te toetsen.

4.6. Artikel 2:114b lid 5 – aanvangsmoment Bedenktijd

4.6.1. In een Openbaar Bod Scenario bepaalt lid 5 dat de maximale termijn van 250 dagen begint te lopen "uiterlijk vanaf de dag na de dag waarop het openbaar bod is uitgebracht als bedoeld in [artikel 2:114b] lid 2 onder b". Hoewel wij uit de Toelichting begrijpen dat een situatie zich kan voordoen waarop "pas bij het biedingsbericht duidelijk is welke bedoeling de bieder met de doelvennootschap en haar stakeholders heeft",¹⁸ denken wij dat de gekozen formulering -in het bijzonder de term "uiterlijk"-onvoldoende duidelijkheid biedt aan de betrokken belanghebbenden wanneer de Bedenktijd daadwerkelijk aanvangt. Wij zijn van mening dat de rechtszekerheid ermee gediend is als voor het aanvangsmoment van de (termijn van de) Bedenktijd wordt

¹⁷ HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA), r.o. 3.7.

¹⁸ Zie Toelichting, p. 11.

aangeknoopt bij het moment waarop het bestuur het besluit neemt om de Bedenktijd in te roepen. Dit lijkt dogmatisch ook zuiverder te zijn.

- 4.6.2. In aanvulling hierop komt het de rechtszekerheid ten goede indien aan het bestuur een termijn wordt gesteld waarbinnen het de Bedenktijd kan inroepen. Zodoende kan op een bepaald moment door alle betrokken belanghebbenden worden vastgesteld of de Bedenktijd wel of niet is ingeroepen door het bestuur in een geval waarin het bestuur die mogelijkheid zou (kunnen) hebben gehad. Deze termijn zou bijvoorbeeld kunnen worden gesteld op een periode van twee weken vanaf het moment dat het bestuur bekend is geworden met de omstandigheden die rechtvaardigen dat een Bedenktijd wordt ingeroepen (bijvoorbeeld vanaf het moment van ontvangst van een aandeelhoudersverzoek zoals bedoeld in artikel 2:114b lid 2 sub a Voorontwerp).

4.7. Artikel 2:114b lid 5 – beëindiging Bedenktijd bij intrekken openbaar bod

Het voorgestelde lid 5 bepaalt dat de Bedenktijd in ieder geval eindigt de dag na de gestanddoening van een openbaar bod. Het lijkt geëigend een dergelijke beëindiging van rechtswege tevens op te nemen voor de situatie waarin een Bedenktijd is ingeroepen op grond van het Openbaar Bod Scenario (sub b van artikel 2:114b lid 2 Voorontwerp) en dat openbaar bod is ingetrokken of anderszins is beëindigd. In dat geval zal de bestaansgrond voor de ingeroepen Bedenktijd immers weg zijn gevallen.

4.8. Artikel 2:114b lid 6 – besluitvorming afhankelijk van gestanddoening

- 4.8.1. Zoals hierboven al is opgemerkt, eindigt de Bedenktijd van rechtswege wanneer een openbaar bod gestand wordt gedaan. Blijkens de Toelichting "wordt de bieder die inmiddels grootaandeelhouder is geworden, in staat gesteld invloed uit te oefenen op de samenstelling van het bestuur en de raad van commissarissen" en "wordt een bieder die de zeggenschap over de doelvennootschap heeft verworven, in de gelegenheid gesteld deze ook daadwerkelijk uit te oefenen".¹⁹ Hoewel wij het eens zijn dat het kunnen uitoefenen van zeggenschap door de bieder vanaf het moment van (de dag na) gestanddoening van groot belang is voor het adequaat functioneren van het biedingsproces, vragen wij ons af of dit voorgestelde zesde lid dit belang voldoende adresseert. In de praktijk zien wij namelijk dat in veel biedingsprocessen reeds voorafgaande aan de gestanddoening aan de algemene vergadering wordt gevraagd om te stemmen over wijzigingen in de samenstelling van de raad van commissarissen en (eventueel) het bestuur van de doelvennootschap, welke wijzigingen enkel intreden indien het bod gestand wordt gedaan. Het Voorontwerp lijkt deze ruimte niet te bieden, tenzij de vennootschap zelf deze wijzigingen agendeert. Het gevolg hiervan is dat een bieder die zijn bod gestand doet niet reeds zijn zeggenschap kan uitoefenen (door

¹⁹ Zie Toelichting, p. 11 en 29.

invloed uit te oefenen op de samenstelling van het bestuur en de raad van commissarissen), maar dat deze bidder dan eerst zijn aandeelhoudersrechten zal moeten uitoefenen om een algemene vergadering te doen bijeenroepen waar alsnog over de gewenste wijzigingen kan worden gestemd. Door de wettelijke agenderings- en oproepingstermijnen zal de bidder daardoor in de praktijk nog ten minste enkele maanden moeten wachten op het verkrijgen van de zeggenschap (lees: de gewenste wijzigingen in de samenstelling van het bestuur en de raad van commissarissen).

4.8.2. Wij menen dat overwogen zou moeten worden een uitzondering op te nemen op de opschorting van de rechten van de algemene vergadering genoemd in dit zesde lid voor zover die rechten worden uitgeoefend onder de opschortende voorwaarde van gestanddoening van het openbaar bod. Dit zou een bidder (die de benodigde wettelijke drempels haalt) in de gelegenheid stellen om de door hem gewenste wijzigingen in het bestuur en de raad van commissarissen die zouden intreden bij een succesvol openbaar bod gedurende het biedingsproces ter stemming te brengen, zodat de bidder ook daadwerkelijk vanaf het moment dat het bod gestand is gedaan zijn zeggenschap kan uitoefenen. Op deze wijze wordt een anders succesvol bod niet gefrustreerd (zoals het Voorontwerp terecht lijkt te willen voorkomen) terwijl deze aanpassing de Bedenktijd onverlet laat.

4.9. Artikel 2:114b lid 6 – transparantie rondom inroepen Bedenktijd

4.9.1. Dit onderdeel van het Voorontwerp bepaalt dat bepaalde bevoegdheden van de algemene vergadering worden opgeschort. Het Voorontwerp voorziet echter niet in waarborgen voor de algemene vergadering -en de individuele aandeelhouders- die ervoor zorgen dat zij bekend zijn met het feit dat hun bevoegdheden zijn opgeschort. Het Voorontwerp bepaalt namelijk niet op welke wijze het bestuur de Bedenktijd moet inroepen en welke vormvereisten daarop van toepassing zijn, anders dan de vormvereisten die voortvloeien uit artikel 2:114b lid 3 Voorontwerp.

4.9.2. Zowel vanuit het oogpunt van transparantie als vanuit het oogpunt van rechtszekerheid is het wenselijk om enige vorm van openbaarmaking door het bestuur te verlangen indien en wanneer een besluit wordt genomen om een Bedenktijd in te roepen. Dit zou vormgegeven kunnen worden door middel van het uitbrengen van een persbericht door de vennootschap. Hoewel dit uiteindelijk afhankelijk zal zijn van de omstandigheden van het geval, zal dit geen extra belasting voor de vennootschap meebrengen als het inroepen van de Bedenktijd kwalificeert als voorwetenschap. In dat geval zal de vennootschap namelijk gehouden zijn om een persbericht uit te brengen om te voldoen aan haar verplichting om voorwetenschap te publiceren zoals vereist door de Verordening Marktmissbruik.

4.10. Artikel 2:114b lid 7 – drempel voor raadpleging

Onze gedachten met betrekking tot de in artikel 2:114b lid 4 Voorontwerp opgenomen drempel (zoals uiteengezet in §4.4) gelden op gelijke wijze voor de drempel die is opgenomen in dit zevende lid.

4.11. Artikel 2:114b lid 8 – verantwoording bestuur

Het recht van de algemene vergadering om bestuurders en commissarissen te benoemen, te schorsen en te ontslaan is in het algemeen essentieel voor het effectief functioneren van de *checks and balances* binnen een vennootschap; het is een essentieel onderdeel van het ondernemingsrecht en een van de pijlers van de Corporate Governance Code. Met het oog op het zoveel mogelijk waarborgen van dit systeem van *checks and balances* menen wij dat de periode waarover het bestuur rapporteert uitgebreid zou moeten worden zodat deze ook de periode voorafgaand aan het inroepen van de Bedenktijd omvat. Dit zou de algemene vergadering de mogelijkheid geven inzicht te verkrijgen in de omstandigheden en overwegingen die het bestuur ertoe hebben gebracht om de Bedenktijd in te roepen, zich daar een oordeel over te vormen en -waar nodig en gepast- het bestuur daarover te bevragen.

Wij zijn graag bereid tot een nadere toelichting op het bovenstaande.

Hoogachtend,

Houthoff

CONTACTGEGEVENS:

Martine Bijkerk

T +31 20 605 6503

E m.bijkerk@houthoff.com

Alexander Kaarls

T +31 20 605 6110

E a.kaarls@houthoff.com

Willem Liedenbaum

T +31 20 605 6136

E w.liedenbaum@houthoff.com

Duco Poppema

T +31 20 605 6115

E d.poppema@houthoff.com