

AAN	Ministerie van Justitie en Veiligheid	DATUM	7 februari 2019
		DOSSIER	Voorontwerp wettelijke bedenktijd
VAN	Thijs Alexander / Robin Traas	DOORKIESNUMMER	+31 20 711 9264 / 9152

REACTIE CONSULTATIE VOORONTWERP WETTELIJKE BEDENKTIJD

1. INLEIDING

Wij hebben met belangstelling kennis genomen van het consultatievoorstel voor de invoering van een wettelijke bedenktijd voor beursvennootschappen en maken graag gebruik van de uitnodiging om commentaar te leveren.

Wij menen dat het voorontwerp in strijd is met Europees recht en, mede daardoor, het regeerakkoord van 2017. Daarnaast menen wij dat de voorstellen een aantal technische "weeffouten" bevatten. Wij zullen deze punten hieronder toelichten. Aansluitend plaatsen wij een opmerking bij het effect van de voorgestelde wijziging van art. 2:129 lid 1 BW.

2. HET VRIJ VERKEER VAN KAPITAAL

Naar ons inzicht is de voorgestelde wettelijke bedenktijd in strijd met het vrij verkeer van kapitaal. Wij beargumenteren dat het voorstel de uitoefening van deze vrijheid minder aantrekkelijk zal maken en aansluitend dat een rechtvaardiging hiervan niet zal slagen omdat het voorstel niet noodzakelijk dan wel proportioneel voor haar doel is.

2.1 Geen noodzaak voor een wettelijke bedenktijd

Graag plaatsen wij eerst een algemene opmerking over de noodzakelijkheid van een wettelijke bedenktijd. De aanleiding voor het voorstel tot invoering van een wettelijke bedenktijd is onder meer gelegen in de ophef die medio 2017 ontstond inzake de overnameperikelen omtrent

AkzoNobel en Unilever.¹ Dit leidde tot een lobby die, zoals later verwoord in de MvT, vreesde dat aandeelhouders onevenredig veel druk op het bestuur zouden leggen en middels verschillende procedures effectief de strategie van de vennootschap zouden kunnen bepalen; de bestaande uitwerking van agenderings- en oproepingsrechten van aandeelhouders zouden onvoldoende bescherming bieden tegen activistische aandeelhouders en vijandige overnames. Om voldoende rust te geven om een goed besluit te nemen, zou er een wettelijke bedenktijd moeten komen.

Uiteindelijk bleek deze vrees ongegrond en maakte de Ondernemingsmaker duidelijk dat AkzoNobel op basis van de reeds in het Nederlands ondernemingsrecht bestaande wet- en regelgeving wel degelijk weerstand kon bieden tegen een niet welkome bidder en de aandeelhouders die de mogelijke overname steunden. Hoewel een mogelijke overname en kritiek van aandeelhouders op een bestuur wellicht een onrustige periode oplevert – en waarschijnlijk zal blijven opleveren -- bleek aldus het huidige Nederlandse vennootschapsrecht het bestuur voldoende bevoegdheden te verschaffen zonder dat er een verdere wettelijke bedenktijd nodig was.

Ondertussen was de roep om een wettelijke bedenktijd een eigen leven gaan leiden. De publieke commotie en de politieke steun die AkzoNobel kreeg tegen de buitenlandse belagers lijken er toe te hebben geleid dat het voorstel voor een wettelijke bedenktijd zelfs werd opgenomen in het regeerakkoord.² Dit regeerakkoord bepaalde echter ook dat een wettelijke bedenktijd enkel ingeroepen kon worden indien deze de in de Europees recht verankerde vrijheid in het kapitaalverkeer niet zou raken.³ Zowel Raad van State als de wetgever onderkennen thans opmerkelijk genoeg dat de voorgestelde wettelijke bedenktijd mogelijk een belemmerende werking heeft op het vrij verkeer van kapitaal.⁴ Zo overweegt de Raad van State in haar voorlichting: "*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.*"⁵

Hoewel het Europees recht dit soort beperkingen in bepaalde gevallen toestaat, moet een dergelijke beperking wel voldoen aan bepaalde vereisten, waaronder de vereisten dat deze

¹ Voorgestelde Memorie van Toelichting Wettelijke bedenktijd (hierna: "MvT"), p. 20.

² Interessant genoeg spelen deze kwesties vooral bij zogenaamde onvriendelijke biedingen door buitenlandse partijen. Zo was er weinig steun voor het bestuur van Delta Lloyd toen Nationale Nederlanden een onvriendelijk bod aankondigde.

³ Regeerakkoord 2017-2021, 'Vertrouwen in de toekomst', 10 oktober 2017, p. 34.

⁴ Voorlichting Raad van State, p. 10; MvT, p. 20.

⁵ Voorlichting Raad van State, p. 10.

belemmeringen noodzakelijk en proportioneel aan hun doel zijn.⁶ Het feit dat, zoals vermeld, de genoemde ondernemingen zich effectief konden verzetten bij de Ondernemingskamer maakt duidelijk dat de zorgen die de voorstellen proberen te adresseren in ieder geval in de genoemde gevallen ongegrond waren. Wij menen dan ook dat dit geval niet terecht aangehaald kan worden als een bewijs voor de noodzaak van een wettelijke bedenktijd.

Ook los van situaties als AkzoNobel zien wij geen noodzaak voor de voorgestelde regeling en menen wij dan ook dat het huidige voorstel strijdig zal zijn met het Europeesrechtelijke beginsel van vrij verkeer van kapitaal zoals vervat in artikel 63 VWEU. Hierbij spelen de volgende redenen een rol:

- (a) Bij het bepalen van de strategie voor de vennootschap dient het bestuur rekening te houden met mogelijke biedingen en feedback van aandeelhouders en andere stakeholders. Zo treedt het bestuur voorts in overleg met de aandeelhouders en andere stakeholders, en worden hun gedachten meegenomen in de bepaling van de strategie. Op die manier worden verassingen voorkomen en zal er zelden sprake zijn van een "overval".
- (b) Beursvennootschappen hebben veelal een draaiboek op de plank liggen met daarin duidelijke protocollen voor als een toenadering plaatsvindt of overnamepoging wordt aangekondigd door een partij die denkt meer waarde te kunnen creëren.⁷ Een degelijk draaiboek of "defence manual" voorziet in reacties voor verschillende scenario's, zodat de onderneming daadkrachtig en adequaat kan reageren op een toenaderingspoging.
- (c) Het Nederlandse openbare biedingsproces voorziet al in ruime periodes van meerdere maanden. Aldus heeft een goed voorbereide beursvennootschap doorgaans tijdens dit proces geen behoefte aan nog meer tijd om te overleggen met stakeholders en te besluiten over een overnamevoorstel.
- (d) Nederlandse beursvennootschappen zijn voorzien van verschillende beschermingsconstructies die het bestuur veel onderhandelingsruimte geven. Deze gaan in het algemeen verder dan de vergelijkbare constructies die ondernemingen in andere westerse landen hebben of in de praktijk daadwerkelijk in kunnen zetten.

⁶ Verder dient een rechtvaardiging een of meerdere dwingende redenen van algemeen belang te dienen. De algemene rechtvaardigingsgronden zoals opgenomen in art. 65 VWEU lijken niet van toepassing. Zie voor een Europeesrechtelijke uiteenzetting van de wettelijke bedenktijd als in het regeerakkoord: R. Traas, 'De invoering van een wettelijke bedenktijd: bedenkt de wetgever zich?', *Ondernemingsrecht* 2018/97, p. 558-561.

⁷ Zie voor een verder overzicht: C.J.C. De Brauw, *Overnames van beursvennootschappen* (diss.), Kluwer: Deventer 2018, p. 169.

- (e) Met de responstijd uit de Corporate Governance Code bestaat al een middel om specifiek agenderingen door aandeelhouders af te houden. De jurisprudentie inzake Cryo-Save maakt duidelijk dat dit waar nodig een effectief middel kan zijn.
- (f) De afgelopen decennia hanteren rechters reeds een restrictieve uitleg van ruime rechten uit Burgerlijk Wetboek Boek 2. Dit zorgt reeds voor een praktijk van beperkingen van de rechten van aandeelhouders.⁸

Vele van deze argumenten gelden ook voor situaties waarin aandeelhouders het vertrouwen willen opzeggen in het bestuur en/of de RvC omdat ze het niet eens zijn met de strategie dan wel niet meer geloven dat de bestuurders deze effectief kunnen uitvoeren. Daarbij spelen met name de volgende overwegingen:

- (a) de responstijd in de Corporate Governance Code biedt reeds een mogelijkheid om agenderingsverzoeken af te wenden;
- (b) de al lange agenderingstermijn van 60 dagen, die een goed voorbereide bestuurder voldoende mogelijkheid moeten bieden om een gedegen reactie op het voorstel te kunnen formuleren. Ook heeft het bestuur bij agenderingsverzoeken het recht om onder bijzondere omstandigheden op basis van redelijkheid en billijkheid een agenderingsverzoek af te wijzen.

2.2 De proportionaliteit van een wettelijke bedenktijd

Voor zover een wettelijke bedenktijd al een zeker nut zou hebben, is de maatregel volgens ons niet proportioneel. De verstrekkende inperking van rechten die een onderdeel zijn van de traditionele *checks and balances* van het Rijnlandse model krijgt een te brede toepassing en moeten worden afgewogen tegen de hieronder genoemde negatieve gevolgen van de voorstellen, en met name tegen de volgende bezwaren:

2.2.1 Een te ruim middel

In de MvT is te lezen dat zich gevallen kunnen voordoen waarin de rust in de besluitvorming kan worden verstoord door *bepaalde*, op de korte termijn gerichte aandeelhouders die de strategie van de het bestuur van een onderneming niet steunen. De tekst maakt, volgens ons terecht, duidelijk dat niet *elke* aandeelhouder die het oneens is met de strategie van het bestuur

⁸ Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *Ondernemingsrecht* 2013/117 m.nt. R. Abma (*Cryo-Save*); HR 18 april 2003, *NJ* 2003/286, m.nt. J.M.M. Maeijer (*RNA/Westfield*) en HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/423, m.nt. Van Schilfgaarde (*ASMI*).

op de korte termijn gericht is en voorts dat, zelfs waar dat het geval is, onderzoeksresultaten aangeven dat een focus op de korte termijn niet per se slecht hoeft te zijn.⁹

Hiernaast wil het feit dat er soms significante druk staat op bestuurders om op korte termijn resultaten te laten zien niet zeggen dat dit slecht is voor de besluitvorming of dat markten als zodanig leiden tot een gelijke korte termijn focus. De waardering van de aandelen in vele grote tech ondernemingen die weinig of geen winsten en desondanks hoge koersen laten noteren, suggereert het tegendeel.¹⁰

Mede gezien het bovenstaande valt er veel aan te merken op de algemene verwijzing naar het bevechten van "korte termijn denken" als de rechtvaardigingsgrond voor de voorstellen. Er wordt immers een middel voorgesteld ter bestrijding van een beperkt voorkomend fenomeen, waarvan de effecten niet vastgesteld negatief zijn.

Wij concluderen dat het "probleem" waarvoor de wettelijke bedenktijd wordt aangedragen – de druk veroorzaakt door aandeelhouders met een focus op de korte termijn – niet alleen negatieve gevolgen met zich brengt en naar gelang de situatie juist wenselijk kan zijn. De zogeheten disciplinerende werking van de markt is vaak juist nodig. Een zware beperking van de rechten en belangen van *alle* aandeelhouders om een "probleem" dat mogelijk wordt veroorzaakt door *bepaalde* aandeelhouders tegen te gaan is volgens ons dan ook niet als proportioneel maatwerk te bestempelen.¹¹

2.2.2 Negatieve gevolgen van een bedenktijd

Gezien de lange periode waarmee management *de facto* biedingen kan frustreren – zelfs als die in het belang van de andere stakeholders zijn – bestaat er een substantieel risico dat Nederlandse beursvennootschappen hermetisch worden afgesloten tegen openbare biedingen die management ongewenst acht.¹² Hierdoor lopen aandeelhouders – die ook stakeholders zijn

⁹ MvT, p. 1. en p. 7.

¹⁰ Voor een verhelderende analyse over de vraag of de financiële markten leiden tot korte termijn denken, zie M.J. Mauboussin & D. Callahan, 'A Long Look at Short-Termism: Questioning the Premise', *Journal of Applied Corporate Finance* 2015 Vol. 27 Iss. 3, p. 70-82.

¹¹ Vanzelfsprekend zien ook wij dat er gevallen zich kunnen voordoen waarbij een bestuur gehinderd worden bij het doen van, bijvoorbeeld, belangrijke investeringen door bepaalde aandeelhouders die willen dat de onderneming de beschikbare middelen gebruikt voor *share buy-backs*. Zoals hieronder is besproken bieden bestaande procedures echter al waarborgen voor dat soort specifieke gevallen, zeker waar het bestuur de andere aandeelhouders en stakeholders kan overtuigen van de juistheid van haar strategie. Aldus kan de druk veroorzaakt door aandeelhouders op een proportionele wijze kunnen worden tegengegaan.

¹² Zie: G.N.H. Kemperink, 'Nederlandse kroonjuwelen en buitenlandse bieders', *NJB* 2017/152, p. 1958.

– rendement mis en loopt de Nederlandse economie het risico om op de korte of de lange termijn waarde creërende overnames mis te lopen.

Een bedenktijd van 250 dagen gevolgd door voortdurende onzekerheid over het verkrijgen van zeggenschap zullen er in de praktijk al snel voor zorgen dat mogelijke bieders niet willen beginnen aan openbare biedingen die goed zijn voor de betrokken onderneming en de Nederlandse economie ofwel geen financiering voor een dergelijk bod kunnen aantrekken op acceptabele voorwaarden.

Dit betekent ook dat er een belangrijke prikkel wordt weggenomen voor bestuurders en commissarissen om te luisteren naar andere inzichten over de strategie. Daarnaast zal de extra bescherming tegen ontslag een negatieve invloed hebben op de bereidheid om op een effectieve wijze verantwoording af te leggen over een gevoerd beleid.

Ook buiten de context van overnames zijn negatieve gevolgen denkbaar. Zo kunnen Nederlandse beursvennootschappen, ongeacht of zij eenieder of doelvennootschap zijn, door de negatieve perceptie welke jegens hen ontstaat slechts tegen ongunstigere voorwaarden financiering aantrekken. Eveneens bestaat het risico dat binnenlandse en buitenlandse investeerders minder snel zullen investeren in Nederland en haar beursvennootschappen omdat zij zoals hieronder gesteld bij een suboptimaal (gevoerd) beleid minder snel en effectief kunnen ingrijpen.

Een ander gevolg van de voorstellen is namelijk dat aandeelhouders minder snel kunnen ingrijpen wanneer een bestuur daadwerkelijk een suboptimale strategie heeft dan wel deze slecht uitvoert. De voorgestelde aanpassing van art. 2:129 lid 1 BW¹³ kan deze effecten onbedoeld uitvergrooten. Door het (langer) voeren van een suboptimaal beleid lopen de betrokken vennootschappen en haar stakeholders, en daarmee de Nederlandse economie waarde mis.¹⁴

2.2.3 Onvoldoende waarborgen

Naar verwachting zullen de negatieve effecten worden uitvergroot door een gebrek aan afdoende waarborgen. De in de MvT aangehaalde waarborgen zullen in de praktijk waarschijnlijk geen of slechts een beperkte rol spelen:

- (a) Het zal voor het bestuur al snel mogelijk zijn om een bedenktijd in te roepen op basis van een open toetsingsnorm van redelijk abstracte begrippen als continuïteit, identiteit

¹³ Voorgesteld art. 2:129 lid 1 BW: "*Behoudens beperkingen volgens de statuten is het bestuur belast met het besturen van de vennootschap, daaronder begrepen het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap.*"

en zelfstandigheid. Nu deze factoren bij ieder openbaar bod een rol spelen, zou de wettelijke bedenktijd *de facto* bij iedere voor het bestuur niet welgevallige overname kunnen worden ingeroepen.

- (b) Daarbij zal deze ruime bevoegdheid in combinatie met de voorgestelde gerechtelijke toets welke pas plaatsvindt na inroeping - inhoudende of het bestuur in redelijkheid een wettelijke bedenktijd heeft kunnen inroepen om de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming te waarborgen – het voor de Ondernemingskamer doorgaans lastig maken om tijdig bij te sturen.¹⁵
- (c) Tenslotte zal de vereiste instemming van de RvC naar onze verwachting weinig beperkend werken. Als de RvC jarenlang de strategie van het bestuur (en het bestuur zelf) gesteund heeft zal zij snel geneigd zijn die strategie te blijven steunen. Het is dan ook niet te verwachten dat een RvC het inroepen van een wettelijke bedenktijd zal blokkeren. Anders zouden ze het bestuur al eerder bijgestuurd hebben.

2.2.4 **Gerechtelijke procedures meer proportioneel**

De beperkte voordelen van een wettelijke bedenktijd staan niet in proportie tot de negatieve gevolgen van een bedenktijd, temeer nu gerechtelijke procedures meer flexibiliteit en, door meer rekening te houden met de omstandigheden van het geval, daadwerkelijk maatwerk kunnen leveren. Zo kan de Ondernemingskamer onmiddellijke voorzieningen treffen indien de toestand van de onderneming daarom vraagt. Hierbij vindt een eventuele beperking van de rechten van aandeelhouders pas ná gerechtelijke toetsing plaats. Zo heeft het bestuur een middel om de rechten van aandeelhouders enkel indien nodig geacht door een gerechtelijke instantie te beperken.

Nu een noodzaak aan een wettelijke bedenktijd ontbreekt en, zelfs bij enig nut, de voorstellen niet als proportioneel aan te merken zijn, is het voorstel volgens ons strijdig met het beginsel van vrij verkeer van kapitaal en aldus ook met het regeerakkoord.

3. CUMULATIE VAN BESCHERMINGSCONSTRUCTIES

Het voorontwerp zelf bevat ook geen regels om, zoals was voorzien in het regeerakkoord, te voorkomen dat de wettelijke bedenktijd in combinatie met andere beschermingsconstructies kan worden ingeroepen. Hiermee lijkt het voorstel wederom in strijd met het regeerakkoord.

¹⁵ Zie MvT, p. 29.

De cumulatierегeling is opmerkelijk genoeg ook slechts beperkt in de MvT uitgewerkt.¹⁶ Enkele voorbeelden:

- (a) In de MvT is te lezen dat het de rol van de rechter is om de maximale termijnen van de responstijd en beschermingsconstructies te verrekenen.¹⁷ Hoe dat precies moet werken is in het midden gelaten. Het is bijvoorbeeld onduidelijk of de wettelijke bedenktijd ook ingeroepen kan worden ná de maximumtermijn voor beschermingspreferente aandelen en of de wettelijke bedenktijd in combinatie met prioriteitsaandelen kan worden toegepast. Door de verrekening vooralsnog volledig bij de rechter te laten, creëert de wetgever onnodige en voor de kapitaalmarkten negatieve rechtsonzekerheid. Deze onzekerheid zou, haaks op het doel van de wetgever, naar onze verwachting eerder onrust dan rust creëren.
- (b) Hetzelfde geldt voor de onduidelijkheid voor het oproepen van een bijzondere aandeelhoudersvergadering na de maximumtermijn van 250 dagen. Om onnodige vertraging te voorkomen zouden wij verwachten dat expliciet wordt vermeld dat de voorbereidingen – waaronder de agenderingstermijn van 60 dagen – daarvoor al kunnen aanvangen. Ook zou de responstijd niet alsnog na een wettelijke bedenktijd in te roepen moeten zijn omdat daarmee de mogelijkheid van aandeelhouders om hun visie te geven nogmaals wordt vertraagd. Hiernaast ontbreekt een heldere uitleg van de kwalificatie van een 'nieuwe situatie' waarin een nieuwe wettelijke bedenktijd mag worden ingeroepen. Wij menen dat deze punten uitdrukkelijk moeten worden uitgewerkt om verdere onzekerheid en ongewenste toepassingen te voorkomen.
- (c) Het huidige voorstel sluit het inroepen van een wettelijke bedenktijd door het bestuur van een doelvennootschap na het gestanddoening van een openbaar bod niet expliciet uit. Een dergelijke bedenktijd, na het verkrijgen van controle in een doelvennootschap, is volgens ons niet wenselijk en lijkt niet in lijn met het huidige voorstel. Ter voorkoming van onnodige procedures en rechtsonzekerheid zou deze beperking voor inroeping van een wettelijke bedenktijd in het eventuele wetsvoorstel kunnen worden opgenomen.

Afsluitend dient de cumulatie van de inperkingen van aandeelhoudersrechten goed beschreven te worden. Wat ons betreft geven deze voorbeelden aan dat de cumulatie van beschermingsconstructies, de responstijd en de wettelijke bedenktijd een meer uitvoerige beschrijving in de wet en een nadere uitwerking in de MvT verdienen.

¹⁶ Zo wordt kort gesteld dat "volledige stapeling" van beschermingsconstructies in de ogen van de wetgever niet wenselijk is. Zie MvT, p. 14.

¹⁷ Zie MvT, p. 15.

4. TEGENSTRIJDIG BELANG

De bedenktijd kan worden ingeroepen door het bestuur na verkregen goedkeuring van de RvC. Dit zal in beginsel bij besluit geschieden. Het ligt, zowel bij vijandige overnames als bij agenderingen zoals in bedoeld in art. 2:114b lid 2 sub a BW van het voorstel, voor de hand om aan te nemen dat de bestuurders en de commissarissen daarbij een tegenstrijdig belang in de zin der wet hebben en zich derhalve van besluitvorming hierover dienen te onthouden. In de MvT wordt hieraan aandacht besteed.

De wet bepaalt dat als alle bestuurders en commissarissen een tegenstrijdig belang hebben, de algemene vergadering het desbetreffende besluit dient te nemen, tenzij de statuten anders bepalen, bijvoorbeeld dat het bestuur en de RvC dan toch bevoegd blijven. Beursvennootschappen zullen hun statuten in dit opzicht moeten aanpassen als deze een dergelijke bepaling niet bevatten. De kans is groot dat daarvoor geen meerderheid in de algemene vergadering te verkrijgen is. Ook als geen sprake zou zijn van een tegenstrijdig belang in de zin der wet, kan er sprake zijn van een belangenconflict in de ruimere zin die de Ondernemingskamer daaraan geeft.¹⁸ Ook in dat geval dienen zij zich van de besluitvorming te onthouden. Als alternatief zou de Minister moeten overwegen in een eventueel wetsvoorstel de tegenstrijdigbelangregeling bij besluitvorming inzake de bedenktijd buiten toepassing te verklaren.

5. EX NUNC-TOETSING

Volgens de voorgestelde regeling kan de Ondernemingskamer een ingeroepen bedenktijd beëindigen na een toetsing of de aanleiding voor het inroepen van de wettelijke bedenktijd "*op het moment van inroepen*" niet wezenlijk is strijd was met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.¹⁹ Deze *ex tunc*-toetsing lijkt ons ongepast. Als wordt vastgehouden aan de *ex-tunc* toetsing heeft de inroepende vennootschap immers, ook bij een niet langer aanwezige aanleiding, te lang een recht om een wettelijke bedenktijd in stand te laten. De toetsing van een ingeroepen wettelijke bedenktijd dient naar wij menen dan ook *ex nunc* te geschieden ter voorkoming van te lang durende beperkingen van de rechten en belangen van aandeelhouders.

6. AGENDERINGRECHT

Zoals de wetgever onderkent worden de rechten van aandeelhouders om hun stemrecht uit te oefenen bij voorstellen omtrent benoeming, schorsing of ontslag beperkt. De wetgever overweegt dat de Aandeelhoudersrichtlijn slechts aangeeft *dat* aandeelhouders zouden mogen

¹⁸ Zie: HR 21 maart 2014, NJ 2016/167 m.nt Snijders (*Coface/Intergamma*).

¹⁹ Zie voorgesteld art. 2:114b lid 4 BW.

stemmen, niet *wanneer* zij dit recht mogen uitoefenen. De Aandeelhoudersrichtlijn stelt echter juist de effectieve mogelijkheid van aandeelhouders om hun stemrechten onbelemmerd uit te oefenen centraal.²⁰ Hiermee in lijn overweegt de Raad van State:

*"Het introduceren van een lange en onzekere periode voor het nemen van besluiten kan echter wel de vraag opwerpen of aandeelhouders hun rechten nog op effectieve wijze kunnen uitoefenen, dat wil zeggen of de doelstellingen en de goede werking van de richtlijn op deze wijze worden doorkruist."*²¹

In navolging van de Raad van State overweegt de wetgever dat mogelijk sprake kan zijn van een belemmering.²² Hoewel de doelstelling van de Aandeelhoudersrichtlijn wellicht breder is, lijkt de voorgestelde regeling ons in ieder geval niet in lijn met de tekst van met de considerans van de Aandeelhoudersrichtlijn.

7. SCHORSINGS- EN ONTSLAGRECHT

De wettelijke bedenktijd lijkt inherent strijdig met art. 2:134 lid 1 BW waarin de kernbevoegdheid van de algemene vergadering is vervat dat iedere bestuurder *te allen tijde* kan worden geschorst en ontslagen door degene die bevoegd is tot benoeming.²³ (Hoewel dit niet voor leden van de RvC in de wet is opgenomen, wordt in de literatuur een zelfde ontslagmogelijkheid verondersteld.) Een inperking van dit recht zou een beter uitgewerkte basis vereisen.

8. UITERSTE MOMENT VAN INROEPING

Ook is het voorstel van wet niet duidelijk over het uiterste moment waarop een wettelijke bedenktijd mag worden *ingeroepen* in het geval van een openbaar bod. Er wordt slechts aangegeven dat er in het geval van een openbaar bod een maximale termijn geldt van 250 dagen gerekend vanaf de dag na de dag waarop een openbaar bod is aangekondigd. Niet beschreven

²⁰ Richtlijn 2007/36/EG (Aandeelhoudersrichtlijn), considerans, punt. 3: "*Houders van aandelen waaraan stemrechten zijn verbonden, moeten deze ook kunnen uitoefenen, aangezien die stemrechten tot uiting komen in de prijs die bij de verkrijging van de aandelen moet worden betaald. ... Belemmeringen die aandeelhouders ontmoedigen om te stemmen ... dienen te worden opgeheven.*"

²¹ Voorlichting Raad van State, p. 7.

²² MvT, p. 15.

²³ Zie bijvoorbeeld L. Timmerman, De rol van vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen', *TvOB* 2018/1, p. 14-18 : "*Als de aandeelhoudersvergadering op grond van de wet of statuten een bevoegdheid heeft die aan de strategie van de vennootschap raakt (ik noem het ontslag van de president-commissaris), dan hebben zij die bevoegdheid ook ingeval de vergadering die bevoegdheid inzet als breekijzer om de strategie te wijzigen.*"

staat tot welk moment na de aankondiging een wettelijke bedenktijd met een overeenkomstig kortere maximale termijn mag worden ingeroepen.

Ter voorkoming van onnodige onzekerheid voor een potentiële bidder binnen het gereuleerde proces van een openbaar bod zou het nuttig zijn om dit moment in het eventuele wetsvoorstel op te nemen.

9. (HER)BENOEMINGSPROCEDURES

Ook is onduidelijk hoe de wettelijke bedenktijd zal functioneren wanneer zij wordt ingeroepen bij (her)benoemingsprocedures. Zo stelt het voorgestelde art. 2:114b lid 6 BW dat bij een wettelijke bedenktijd de rechten van aandeelhouders omtrent benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders niet worden beperkt indien "*de vennootschap het voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag van een bestuurder bij de oproeping als bedoeld in artikel 114 lid 1 onder punt a als punt ter stemming vermeldt.*" Hiertoe rijst de vraag: hoe functioneert een wettelijke bedenktijd indien zij wordt ingeroepen ná oproeping van, en kort voorafgaand aan, een aandeelhoudersvergadering waarbij (nieuwe) bestuurders na voordracht door de RvC zouden moeten worden (her)benoemd? Werkt op dat moment de eerder bij oproeping verschaft vermelding als punt ter stemming 'door'? Met het woord "*vermeldt*" lijkt de regeling te suggereren dat de vennootschap in een dergelijk geval actief ná het inroepen van een wettelijke bedenktijd een nieuwe vermelding zou moeten maken om de AvA weer de relevante bevoegdheden te verschaffen; de eerder bij oproeping gedane vermelding zou onvoldoende zijn. Indien dit niet de bedoeling van de wetgever is, zou de wetgever de wettekst kunnen aanpassen van "*als punt ter stemming vermeldt*" naar "*als punt ter stemming vermeldt of heeft vermeld*".

10. BEPALING STRATEGIE EEN TAAK VAN HET BESTUUR

Het voorontwerp betreft ook een voorstel om art. 2:129 lid 1 BW te wijzigen met een aanvulling bepalende dat het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap aangelegenheden van het bestuur zijn. Dat is niet onjuist natuurlijk maar de selectieve codificatie van deze regel gelijktijdig met de eerder vermelde beperking van de bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering om het vertrouwen in de bestuursorganen op te zeggen, leidt tot een fundamentele en naar onze mening onjuiste afwijking van de genuanceerde verdeling van bevoegdheden in het Rijnlandse model.

Het moet ook duidelijk zijn dat het aandeelhouders vrij moeten blijven staan om de leden van de bestuursorganen te vervangen – al dan niet na afloop van een bedenktijd – als de

aandeelhoudersvergadering geen vertrouwen meer heeft in hun strategie of hun vermogen deze uit te voeren.²⁴

In een dergelijk geval zouden de bestuurders zich niet moeten kunnen verweren met een claim dat de aandeelhoudersvergadering hiermee binnen de bevoegdheid van het bestuur treedt. Het zou volgens ons waardevol zijn de grenzen van deze bepaling te vervatten in een eventueel wetsvoorstel of in een aangepaste MvT.

11. EINDNOOT

Wij hopen dat onze opmerkingen voor de Minister van enige nut zijn en zijn uiteraard beschikbaar voor overleg om onze reactie van verdere toelichting te voorzien.

²⁴ Zie ook M. Olaerts, 'Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?', *Ondernemingsrecht* 2017/113, p. 642-643: "*Mijns inziens moeten we er echter voor waken om ons stakeholdermodel te verankeren ten koste van het uitoefenen van fundamentele aandeelhoudersrechten die dienstbaar kunnen zijn bij het ter verantwoording roepen van het bestuur.*"