

# Een wettelijke bedenktijd voor beursvennootschappen- *think again*

Martijn Schoonewille en Jelmer Kalisvaart

## INLEIDING

In het regeerakkoord van het huidige kabinet 'Vertrouwen in de toekomst' uit 2017 is de introductie van een wettelijke bedenktijd voor beursvennootschappen reeds aangekondigd. Aanleiding voor dit initiatief vormden de mislukte poging van PPG om een bod uit te brengen op AkzoNobel, maar ook buitenlandse 'aanvallen' op Unilever en PostNL. De bedenktijd is bedoeld als bescherming voor bedrijven die te maken krijgen met een ongewenst overnamebod of pressie op het bestuur om een andere koers in te zetten.

Op 18 december 2019 is het wetsvoorstel tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (**BW**) in verband met het inroepen van een bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap, daadwerkelijk bij de Tweede Kamer ingediend. Het wetsvoorstel volgt op een consultatie over het voorontwerp die liep van 7 juli 2018 tot en met 7 februari 2019. Naar aanleiding van de ontvangen consultatiereacties is het wetsvoorstel nog op enkele punten aangepast, maar helaas is de wetgever nog niet ten halve gekeerd.

Het wetsvoorstel voegt aan Boek 2 BW een nieuw artikel 114b toe. Dit artikel strekt er toe het bestuur van een beursvennootschap meer tijd en rust te gunnen voor de inventarisatie en

weging van belangen van de onderneming en haar stakeholders. Het idee is dat het bieden van voldoende tijd kan assisteren bij een zorgvuldige beleidsbepaling ingeval van bemoeienis met het beleid van een onderneming door bepaalde (op korte termijn gerichte) aandeelhouders, al dan niet in de context van een dreigende (vijandige) overname. De minister voor Rechtsbescherming, de minister van Economische Zaken en Klimaat en de minister van Financiën zijn van mening dat mede gelet op de complexiteit van dergelijke vraagstukken het bestuur voldoende tijd en rust nodig heeft om mogelijke gevolgen in kaart te brengen en daar een gepaste reactie op voor te bereiden.

Het nadeel van een beursnotering is dat (activistische) aandeelhouders een duidelijke stempel kunnen drukken op het reilen en zeilen van de vennootschap. Het recente aftreden van de CEO en voorzitter van de raad van commissarissen van Commerzbank door druk van Cerberus, als houder van een substantiële deelneming van 5%, is hier een goed voorbeeld van.

Met invoering van het wetsvoorstel krijgt het bestuur de mogelijkheid om een bedenktijd van maximaal 250 dagen in te roepen bij een dreigend ontslag als gevolg van het niet ingaan op ideeën van aandeelhouders met betrekking tot de strategie of bij een dreigende overname, indien het bestuur tevens van oor-

**Martijn Schoonewille**  
is Partner | Attorney-at-law bij Loyens & Loeff



**Jelmer Kalisvaart**  
is Counsel | Attorney-at-law bij Loyens & Loeff



deel is dat een dergelijke situatie wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Het besluit van het bestuur tot het invoeren van de bedenktijd is onderworpen aan de goedkeuring van de raad van commissarissen.

In deze bijdrage staan we kort stil bij de invoering van de wettelijke bedenktijd en plaatsen we enkele kanttekeningen.

## HOOFDLIJNEN VAN HET WETSVORSTEL

### DE STRATEGIE LIGT BIJ HET BESTUUR

Het primaat van het bestuur ten aanzien van de strategie wordt in het wetsvoorstel geëxpliciteerd. Het wetsvoorstel bevestigt in dit kader dat onder de taak van het bestuur van beursvennootschappen in ieder geval valt het bepalen van het beleid en de strategie, waarmee staande jurisprudentie op dit punt wordt gecodificeerd. Artikel 129 lid 1 van Boek 2 BW wordt in dat verband aangepast.<sup>1</sup> Men verwacht dat dit ertoe zal leiden dat bij beursvennootschappen de doelstelling tot het realiseren van langetermijnwaardecreatie meer centraal zal komen te staan in de keuzes van het bestuur. Er ontstaat zo bovendien meer ruimte voor een brede stakeholderbenadering. Opgemerkt wordt dat in beginsel ook voor niet-beursgenoteerde vennootschappen geldt dat het bestuur over het beleid en de strategie gaat.

In het verlengde van de bevestiging van de rol van het bestuur tracht het wetsvoorstel ruimte voor het bestuur te creëren om zijn taak zo goed mogelijk te kunnen vervullen. De betrokken ministers merken in dit kader op dat aandeelhouders als pressiemiddel hebben dat zij via het agenderingsrecht en het recht om een algemene vergadering bijeen te doen roepen, in de algemene vergadering bestuurders en commissarissen kunnen ontslaan. Hierdoor kan het voorkomen dat het bestuur niet de gelegenheid heeft om tot een goede afweging te komen bij zijn beleidsbepaling.

### INROEPEN BEDENKTIJD

Het wetsvoorstel voorziet in de mogelijkheid dat de beursvennootschap in twee gevallen een bedenktijd kan invoeren van ten hoogste 250 dagen, indien het bestuur tevens van oordeel is dat een dergelijke situatie wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Artikel 11b van Boek 2 BW noemt de volgende gevallen:

- i. een verzoek van een of meer aandeelhouders om behandeling van een voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen, of
- ii. wanneer er een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht op aandelen in het kapitaal van de beursvennootschap zonder dat over het bod overeenstemming is bereikt met de doelvennootschap.

De bedenktijd verschaft het bestuur in het geval van een (vijandig) overnamebod tijd en rust voor een zorgvuldige beleidsbepaling. Bovendien geeft de bedenktijd het bestuur van de doelvennootschap onder meer de mogelijkheid alternatieven te

onderzoeken, al dan niet met hulp van externe partijen, zoals een concurrerend bod door een zogenoemde ‘white knight’ of het zelfstandig voortbestaan, al dan niet met een gewijzigde strategie.

In de toelichting op het wetsvoorstel wordt opgemerkt dat de mogelijkheid om de wettelijke bedenktijd in te roepen ruimte voor de beursvennootschap creëert, waardoor dit in de praktijk kan betekenen dat de bedenktijd überhaupt niet wordt ingeroepen of niet volledig wordt gebruikt. Alleen de mogelijkheid dat de bedenktijd wordt ingeroepen kan immers al voldoende zijn een beter resultaat voor de stakeholders te bereiken.

---

## DE BEDENKTIJD VERSCHAFT HET BESTUUR IN HET GEVAL VAN EEN (VIJANDIG) OVERNAMEBOD TIJD EN RUST VOOR EEN ZORGVULDIGE BELEIDSBEPALING

---

Zowel Nederlandse beursvennootschappen waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit in een van de lidstaten van de Europese Unie (zoals Euronext Amsterdam), als Nederlandse beursvennootschappen waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een met een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit vergelijkbaar systeem uit een staat die geen lidstaat is (zoals NYSE) kunnen de bedenktijd invoeren. Echter, indien een beursvennootschap gebruik maakt van de mogelijkheid die artikel 359b lid 1 onderdeel a Boek 2 BW biedt (de zogenoemde *no frustration rule*), kan zij geen beroep doen op de bedenktijd. Als de bieder zelf beschermd is, kan de vennootschap besluiten dat de statutaire regeling niet geldt, mits de algemene vergadering hiermee instemt.<sup>2</sup> In dat geval mag de beursvennootschap wel de bedenktijd invoeren.

### WAARBORGEN

Teneinde oneigenlijk gebruik van de bedenktijd te voorkomen, bevat het wetsvoorstel diverse waarborgen. Ten eerste dient, zoals hiervoor reeds aangegeven, het verzoek tot schorsing of ontslag dan wel het openbaar bod naar het oordeel van het bestuur *wezenlijk* in strijd te zijn met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Ten tweede is het besluit tot het invoeren van de bedenktijd onderworpen aan de goedkeuring van de raad van commissarissen. Daarnaast wordt een bijzondere rechtsgang bij de Ondernemingskamer geïntroduceerd. Een dergelijke procedure zal uitsluitend betrekking hebben op de vraag of de wettelijke bedenktijd in redelijkheid mocht worden ingeroepen, dan wel, of het voortduren van de bedenktijd in redelijkheid nog kan bijdragen aan een zorgvuldige beleidsbepaling. De toetsing van de Ondernemingskamer zal marginaal zijn, nu het bestuur bij het invoeren van de bedenktijd een zekere beoordelingsvrijheid toekomt.

Ten derde blijft artikel 107a van Boek 2 BW onverminderd van toepassing. In genoemd artikel is – kort gezegd – neergelegd dat belangrijke veranderingen van de identiteit of het karakter van een naamloze vennootschap en haar onderneming onderhevig zijn aan goedkeuring van de algemene vergadering.

### DUUR EN (RECHTS)GEVOLGEN

Zoals reeds opgemerkt duurt de bedenktijd maximaal 250 dagen. Deze termijn gaat lopen vanaf de dag van het verzoek gedaan door een of meer aandeelhouders<sup>3</sup> tot benoeming, schorsing of ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen, dan wel, vanaf uiterlijk de dag na de dag waarop een openbaar bod is uitgebracht. Aldus de toelichting op het wetsvoorstel, kan het bestuur in geval van een vijandig bod de bedenktijd invoeren vanaf de dag waarop het bod wordt aangekondigd. Het bestuur kan te allen tijde besluiten de bedenktijd eerder te laten beëindigen indien het van mening is dat het voldoende zicht heeft op de effecten op de stakeholders en een afweging van deze belangen heeft gemaakt. Bij een voortijdige beëindiging geldt eveneens dat de raad van commissarissen hier mee dient in te stemmen. De bedenktijd eindigt in ieder geval de dag na gestanddoening van een openbaar bod.

---

## IN TEGENSTELLING TOT DE INSCHATTING VAN DE MINISTER ACHTEN WIJ DE KANS ZEER AANWEZIG DAT INVOERING VAN DEZE REGELING EEN NEGATIEVE IMPACT HEEFT OP HET NEDERLANDSE VESTIGINGSKLIMAAT

---

Daarnaast kan de bedenktijd voortijdig worden beëindigd op last van de rechter, nadat hiertoe een verzoek is gedaan door aandeelhouders die alleen of gezamenlijk 3% of meer van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen. De Ondernemingskamer wijst een dergelijk verzoek toe, indien het bestuur op het moment van invoeren van de bedenktijd niet in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat de in artikel 114b Boek 2 BW genoemde omstandigheden wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, of wanneer het bestuur niet langer in redelijkheid kan oordelen dat het voortduren van de bedenktijd kan bijdragen aan een zorgvuldige beleidsbepaling.

De termijn van 250 dagen is langer dan de reeds bestaande responsetijd in de Corporate Governance Code van 180 dagen. De gedachte hier achter is het bestuur voldoende tijd en rust te geven voor een zorgvuldige beleidsbepaling.

Het invoeren van de bedenktijd heeft tot gevolg dat bepaalde bevoegdheden van de algemene vergadering, waaronder de bevoegdheid tot benoemen, schorsen of ontslaan van bestuurders en commissarissen, wordt opgeschort.

Het bestuur dient de bedenktijd te gebruiken om de benodigde informatie te verkrijgen voor een zorgvuldige beleidsbepaling. Een dialoog met (direct) belanghebbenden staat daarbij centraal. Het bestuur dient in dat verband in ieder geval de aandeelhouders die bij het invoeren van de bedenktijd tenminste 3% van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen, alsmede de ondernemingsraad te raadplegen. Daarnaast zou de vennootschap ook andere stakeholders kunnen benaderen. Het standpunt van de benaderde aandeelhouder en de ondernemingsraad wordt na instemming door de geraadpleegde partijen op de website van de vennootschap kenbaar gemaakt.

De vennootschap moet vervolgens verslag doen van het beleid dat is gevoerd en de gang van zaken sinds het invoeren van de bedenktijd. Uiterlijk een week na afloop van de bedenktijd legt de vennootschap het verslag ter inzage en plaatst zij het verslag op de website van de vennootschap. Daarnaast dient dit verslag op de eerstvolgende algemene vergadering na het verstrijken van de bedenktijd te worden besproken.

Uit de kamerstukken blijkt dat de regering het niet wenselijk acht dat er een volledige stapeling van de bedenktijd met andere beschermingsmaatregelen plaatsvindt. Opgemerkt wordt dat de rechter in dat kader bevoegd is de invoering van beschermingsmaatregelen in voorkomende gevallen te blokkeren. Dit geldt bijvoorbeeld voor een stapeling van de bedenktijd met bestaande beschermingsmaatregelen.

### REFLECTIE

Wanneer we reflecteren op het wetsvoorstel dan lijkt het bieden van bedenktijd en rust aan beursvennootschappen enkel passende voordelen te bieden en zijn er waarborgen ingebouwd om oneigenlijk gebruik tegen te gaan. Dit neemt niet weg dat er ons inziens ook de nodige bedenkingen zijn te plaatsen bij het voorstel.

Vanzelfsprekend delen we het uitgangspunt dat ondernemingen voldoende bescherming dienen te genieten tegen bijvoorbeeld een vijandige overname. Dit geldt te meer indien zij hard zijn geraakt door de recente COVID-19 gebeurtenissen. Bovendien onderschrijven wij het belang van een gedegen belangenafweging door het bestuur. Echter, wij menen dat beursvennootschappen op basis van het huidige vennootschapsrecht, de Corporate Governance Code en de toepasselijke jurisprudentie<sup>4</sup> reeds voldoende mogelijkheden hebben om zichzelf, alsmede de bij de onderneming betrokken stakeholders te beschermen ingeval van een (dreigende) vijandige overname of onwettig aandeelhoudersactivisme.

Verder hebben verschillende partijen eerder gesignaleerd dat het wetsvoorstel onder andere op gespannen voet staat met de Europese regels ten aanzien van het vrij verkeer van kapitaal.<sup>5</sup>

Zoals gezegd, heeft het invoeren van de bedenktijd tot gevolg dat bepaalde bevoegdheden van de algemene vergadering, waaronder de bevoegdheid tot het benoemen, schorsen of ontslaan van bestuurders, worden opgeschort. Hierdoor worden de

rechten van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen aanzienlijk beperkt ten opzichte van de aandeelhouders in beursvennootschappen gevestigd in omliggende landen door – in ieder geval in perceptie – een generieke wettelijke beschermingsmaatregel. In tegenstelling tot de inschatting van de minister van Rechtsbescherming achten wij de kans zeer aanwezig dat invoering van deze regeling een negatieve impact heeft op het Nederlandse vestigingsklimaat. Dit is ook gesignaleerd door de Autoriteit Financiële Markten. In de kamerstukken wordt aandacht besteed aan deze mogelijke negatieve impact, maar wordt dit afgedaan door de vergelijking dat de Dutch Discount (ook) niet wetenschappelijk is aangetoond. We erkennen het ontbreken van wetenschappelijk bewijs, maar noteren tegelijkertijd dat in het kapitaalmarktspelveld, waar harmonisatie in grote mate voorop staat, afwijkingen van de benchmark in de praktijk onwenselijk zijn.

We hebben begrip voor het sentiment dat er opgetreden moet worden tegen activistische aandeelhouders die enkel oog hebben voor de korte termijn, maar de vraag is of het medicijn niet erger is dan de kwaal.

---

**ALLEEN DE MOGELIJKHEID DAT DE  
BEDENKIJD WORDT INGEROEPEN KAN AL  
VOLDOENDE ZIJN EEN BETER RESULTAAT  
VOOR DE STAKEHOLDERS TE BEREIKEN**

---

De plenaire behandeling van het wetsvoorstel voor invoering van de wettelijke bedenktijd in de Tweede Kamer staat voor het Zomerreces gepland. Mocht het parlement op de huidige koers verder gaan en het wetsvoorstel ongewijzigd van kracht worden, dan is het enkel nog de investeerder die zich kan bedenken tot het doen van een investering in een Nederlandse beursfonds.

#### Noten

- 1 Via artikel 2:187 BW is dit ook van toepassing op een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid met een beursnotering.
- 2 Artikel 359b lid 4 Boek 2 BW.
- 3 Voor de toepassing van artikel 114b Boek 2 BW worden met aandelen en houders van aandelen gelijkgesteld de certificaten van aandelen, respectievelijk de houders van certificaten voor zover deze met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven.
- 4 Zie onder andere Hof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, JOR 1999/87 (Gucci I), HR 18 april 2003, JOR 2003/110 (RNA/Westfield), Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42 (Stork), HR 9 juli 2010, JOR 2010/228 (ASMI) en Rb. Amsterdam 29 mei 2013, ECLI:NL:RBAMS:2013:CA1411 (Yukos).
- 5 Art. 63 lid 1 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (geconsolideerde versie). Zie onder meer W J. Oostwouder, R.F. Schrooten, Wettelijke bedenktijd en beschermingsconstructies, de wereld op zijn kop!, Onderneming & Financiering 2018/3.