

**Reactie op het voorontwerp Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het invoeren van een bedenktijd door het bestuur van een naamloze vennootschap**

**1. Kern van het voorontwerp**

- 1.1. In de kern betreft het voorontwerp van wet het verlenen van de bevoegdheid aan het bestuur van een beursgenoteerde vennootschap tot het invoeren van een bedenktijd in twee verschillende situaties:
  - (i) de algemene vergadering stuurt aan op benoeming, schorsing of ontslag van leden van het bestuur en/of van de rvc; en
  - (ii) er wordt een door de vennootschap als vijandig bestempeld openbaar bod op de aandelen of certificaten in de vennootschap aangekondigd of uitgebracht.
- 1.2. Het invoeren van de bedenktijd door de vennootschap heeft tot gevolg dat de bevoegdheid van de algemene vergadering tot benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen gedurende een periode van maximaal 250 dagen is opgeschort, tenzij de vennootschap zelf het voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag van een bestuurder of commissaris agendeert.
- 1.3. Verder voorziet het voorontwerp van wet in de codificatie van de jurisprudentie van de Hoge Raad over het primaat van het bestuur ten aanzien van het beleid en de strategie van de vennootschap.

**2. Doel van het voorontwerp**

- 2.1. Met de bedenktijd wordt beoogd voldoende tijd en rust voor het bestuur van beursgenoteerde ondernemingen te creëren die noodzakelijk is voor het bestuur om zijn verantwoordelijkheid effectief uit te oefenen ten aanzien van de strategie van de onderneming (p. 9 MvT). Voorts dient de bedenktijd ertoe om het bestuur in de gelegenheid te stellen om een ordentelijke afweging en beoordeling te maken welke strategische richting het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming het beste dient, met inachtneming van de effecten van de verschillende opties op de belangen van stakeholders (p. 10 MvT).
- 2.2. Het is twijfelachtig of de voorgestelde wettelijke maatregel geschikt is om beide situaties het hoofd te bieden. Het lijkt er op dat de maatregel voornamelijk geschikt is voor de situatie dat aandeelhouders of certificaathouders het bestuur verzoeken om agendering van benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders en/of commissarissen. Dit kan als volgt toegelicht worden.

**3. Aandeelhoudersactivisme – bedreiging van de strategie vanuit de algemene vergadering**

- 3.1. In de situatie van een dreiging vanuit de algemene vergadering leidt de gebruikmaking van de bedenktijd ertoe dat de algemene vergadering voor langere tijd (maximaal 250 dagen) het drukmiddel van benoeming, schorsing en ontslag van (leden van) het bestuur en/of de rvc wordt ontnomen om daarmee een strategiewijziging door te voeren. Na het invoeren van de bedenktijd door de vennootschap is de bevoegdheid van de algemene vergadering tot benoeming, ontslag en schorsing van de leden van het bestuur en de rvc van rechtswege geschorst (voor een maximumperiode van 250 dagen). De bedenktijd moet het bestuur en de rvc gelegenheid bieden om zich in rust te beraden over de strategische richting van de vennootschap en om

daarbij de mening en gevoelens van alle stakeholders te betrekken (waaronder de aandeelhouders die op een strategische koerswijziging aandringen).

- 3.2. De bedenktijd biedt beursgenoteerde ondernemingen een effectief middel om activistische aandeelhouders en hedgefondsen die vanuit zuiver financiële overwegingen een onmiddellijke en veelal ingrijpende strategiewijziging willen doorvoeren onder dreiging van benoeming, schorsing of ontslag van bestuur en/of rvc, voor langere tijd uit te schakelen. Activistische aandeelhouders en hedgefondsen bedienen zich veelal van *wolfpacks*. Hierbij neemt doorgaans één activistische aandeelhouder het initiatief tot de campagne die moet leiden tot ingrijpende wijziging van de strategie van de vennootschap, waarna andere activistische aandeelhouders en hedgefondsen zich bij de campagne aansluiten. Bovendien komt het voor dat -al dan niet na afstemming met de initiatief nemende activistische aandeelhouder- andere activistische aandeelhouders of hedgefondsen na aankondiging van de campagne aandelen in de vennootschap verwerven en zich bij de gevormde roedel aansluiten.
- 3.3. De responstijd uit de Corporate Governance Code (best practice bepalingen 4.1.6 en 4.1.7) die betrekking heeft op een voornemen van de aandeelhouder tot agendering van een besluit tot wijziging van de strategie van de vennootschap (bijvoorbeeld het besluit tot ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen) biedt beursgenoteerde ondernemingen betrekkelijk weinig bescherming. De responstijd in de Code is niet meer dan een best practice bepaling die aandeelhouders weliswaar dienen te respecteren, maar die door aandeelhouders kan worden doorbroken of doorkruist indien daarvoor zwaarwichtige redenen bestaan (Gerechtshof Amsterdam (OK) 16 oktober 2013, JOR 2013/272 (*Cryo-Save Group N.V.*)).
- 3.4. Een openbaar bod dat niet (bij voorbaat) op steun van bestuur en rvc van de vennootschap kan rekenen kan eveneens aanleiding geven tot *wolfpack activism* met als gevolg een significant verhoogde slagingskans van een vijandig bod. Wanneer activisten er namelijk in slagen de leden van het bestuur en de rvc tijdens de biedprocedure te vervangen door hen welgezinde personen, zal de vennootschap zich naar alle waarschijnlijkheid alsnog achter het bod scharen, althans geen maatregelen nemen om het bod (vooralsnog) te verhinderen. Daarmee bewijst de bedenktijd eveneens zijn nut in de situatie dat activistische aandeelhouders of hedgefondsen onder dreiging van benoeming, schorsing of ontslag van leden van bestuur en/of rvc het verloop en de uitkomst van het openbaar bod trachten te beïnvloeden. De bedenktijd verhindert namelijk dat leden van bestuur en rvc onder druk van ontslag hun positie ten aanzien van het bod op oneigenlijke gronden aanpassen of, indien zij dat weigeren, hun positie verliezen.
- 3.5. Er lijkt echter geen directe aanleiding te bestaan om, zoals nu is opgenomen in het vierde lid van het voorgestelde artikel 2:114b BW, een aparte rechtsgang te creëren in relatie tot de uitoefening van de bevoegdheid tot inroeping van de bedenktijd. Daarbij geldt dat het bestuursbesluit tot inroeping van de bedenktijd geacht mag worden met de nodige zorgvuldigheid tot stand te zijn gekomen, nu het besluit onderworpen is aan instemming van de rvc (lid 3 van het voorgestelde artikel 2:114b BW). Daarnaast geldt dat, zoals overigens in de Memorie van Toelichting (p. 11) uitdrukkelijk wordt bevestigd, aandeelhouders in het kader van een dergelijk besluit een enquêteprocedure kunnen beginnen en daarbij om onmiddellijke voorzieningen kunnen verzoeken. Bovendien wordt met de introductie van een dergelijke separate rechtsgang bij de Ondernemingskamer de bevoegdheid van het bestuur tot inroeping van de bedenktijd in zekere zin ter discussie gesteld. Vanuit de aan het voorontwerp van wet ten grondslag liggende (terechte) gedachte dat een verzoek van aandeelhouders tot het agenderen van benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders en/of commissarissen veelal ingegeven zal zijn door de wens om een wijziging van de strategie door te voeren, lijkt het weinig zinvol om het besluit tot inroeping van de bedenktijd vatbaar te maken voor toetsing door de Ondernemingskamer. Daarmee ontstaat namelijk het risico dat -zoals dat nu bij de responstijd uit de Code het geval is- een voorstel tot ontslag van bestuurders en/of commissarissen uitmondt in een discussie bij de Ondernemingskamer over het beleid en de strategie van de vennootschap. Het is aannemelijk dat van een dergelijke rechtsgang intensief gebruik gemaakt zal worden door activistische aandeelhouders en hedgefondsen die geconfronteerd worden met een besluit tot inroeping van de bedenktijd. Vanuit de gedachte dat de bedenktijd bedoeld is om rust te creëren en het bestuur gelegenheid te geven om tot zorgvuldige strategische beleidsafwegingen te komen en om afgeschermd te zijn van tijdrovende juridische procedures, ligt het niet voor de hand om een dergelijke nieuwe rechtsgang te creëren.

#### **4. Vijandig bod – bedreiging van de strategie door een vijandige bidder**

- 4.1. De voorgestelde wettelijke maatregel strekt zich tevens uit tot de situatie dat de vennootschap voorwerp wordt van een vijandig openbaar bod. Het voorgestelde artikel 2:114b lid 2 sub b BW bepaalt hiertoe kortgezegd dat de bedenktijd kan worden ingeroepen indien een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht zonder dat over het bod overeenstemming is bereikt met de vennootschap en het bod naar het oordeel van het bestuur wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. In de context van een vijandig openbaar bod dient de bedenktijd ertoe om bestuur en rvc in staat te stellen het beleid van de vennootschap met de nodige zorgvuldigheid vast te stellen en daarbij alternatieven (voor het voorliggende bod) te onderzoeken, zoals de overname door een bevriende partij of het zelfstandig voortbestaan van de vennootschap (p. 10 MvT).
- 4.2. De bedenktijd dient er dus niet zozeer toe om in rust de gevolgen van het voorliggende bod (zo dat zou slagen) te onderzoeken voor de strategie van de vennootschap en, afhankelijk van de resultaten van dat onderzoek, nader overleg met de bidder te voeren. Dat is opmerkelijk. Van het bestuur zou namelijk verwacht mogen worden dat na het inroepen van de bedenktijd wegens een vijandig openbaar bod de daarmee gecreëerde rust in de eerste plaats door het bestuur benut wordt om onder toezicht van de rvc het bod zorgvuldig te onderzoeken en te beoordelen op de effecten op de strategie, de gevolgen voor de aandeelhouderswaarde op de lange termijn en het bestendige succes van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.
- 4.3. Bijzonder is verder dat in de Memorie van Toelichting (p. 22) in de context van de overwegingen over het Europese recht wordt uiteengezet dat het doel van de introductie van de bedenktijd is het creëren van een periode voor het bestuur om tot een inhoudelijk gefundeerde reactie op het bod te komen, ongehinderd door tussentijdse voorstellen tot ontslag of schorsing van bestuurders of commissarissen. In het verlengde hiervan wordt gesteld (p. 23 MvT) dat de wettelijke bedenktijd in het geval van een openbaar bod een dialoog bevordert tussen de bidder en het bestuur van de doelvennootschap om reeds in een vroeg stadium de belangen van de stakeholders mee te nemen die in het geding kunnen komen na een succesvol openbaar overnamebod.
- 4.4. Deze overwegingen zijn in strijd met de voorgestelde wetsbepaling. De bedenktijd kan namelijk pas door het bestuur ingeroepen worden nadat het bestuur tot het oordeel gekomen is dat het bod wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Nu het bestuur op het moment van inroeping van de bedenktijd zijn oordeel over het bod al gevormd heeft, kan de bedenktijd geen wezenlijke functie meer vervullen bij de formulering van een inhoudelijke reactie op het bod. De inhoudelijke afwegingen van het bestuur moeten immers geacht worden besloten te liggen in het oordeel van het bestuur dat het bod wezenlijk in strijd is met de belangen van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Zoals gezegd is het bestuur al tot dat oordeel gekomen op het moment dat hij de bedenktijd inroept.
- 4.5. De beweegredenen van de wetgever ten aanzien van de invoering van de bedenktijd in de situatie van een vijandig bod zijn vaag en innerlijk tegenstrijdig. Het is nodig dat de wetgever duidelijkheid schept over de beweegredenen voor het invoeren van de bedenktijd in relatie tot een openbaar bod.
- 4.6. Tot slot kunnen vraagtekens geplaatst worden bij het nut van de voorgestelde bepaling nu de bedenktijd op het moment van gestanddoening van het bod van rechtswege komt te vervallen (artikel 2:114b lid 5 BW, laatste zin). Op dat moment treedt de situatie in dat de bidder (bij een volledig bod) zeggenschap over de vennootschap zal verwerven en daarmee in staat zal zijn het bestuur te vervangen. In de periode vóór gestanddoening van het bod heeft de bidder geen zeggenschap in de algemene vergadering en beschikt hij niet over de macht om een wijziging in het bestuur te bewerkstelligen. Het inroepen van de bedenktijd tijdens het biedproces is daarmee zinloos nu de bidder tijdens die periode niet in staat is om (effectieve) pressie op het bestuur uit te oefenen. Gedurende die periode kan de bidder het ontslag namelijk niet in stelling brengen. Dat wordt pas anders indien tijdens het biedproces of voor de aankondiging van het bod de bidder al een aandelenbelang in de vennootschap zou hebben opgebouwd. In die

situatie wordt echter voorzien door het bepaalde in lid 2 sub a van het voorgestelde artikel 2:114b BW. Het praktisch nut ontbreekt daarmee aan de voorgestelde bepaling. Alleen al om deze reden zou overwogen moeten worden artikel 2:114b lid 2 sub b BW uit het voorstel te schrappen.

## **5. Codificatie primaat strategie bij bestuur**

- 5.1. Verder wordt voorgesteld om het huidige artikel 2:129 BW over het bestuur van de naamloze vennootschap te wijzigen door in het eerste lid op te nemen dat onder bestuur mede wordt begrepen het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap (behoudens beperkingen volgens de statuten). Daarmee wordt voor de naamloze vennootschap een algemene regel gecodificeerd die inmiddels een vaste plaats heeft verworven in de jurisprudentie van de Hoge Raad. Codificatie is zinvol nu daarmee de juridische positie van bestuur en rvc in de dialoog met aandeelhouders over de strategische koers van de vennootschap verduidelijkt en verstevigd wordt. Hierdoor staat wettelijk vast dat de algemene vergadering het bestuur niet kan dwingen of instrueren om de strategie van de vennootschap te wijzigen of te verlaten. Een besluit van de algemene vergadering van die strekking moet daarmee nietig geacht worden, nu het onderwerp van dat besluit buiten de bevoegdheid van de algemene vergadering ligt en overigens uitdrukkelijk in strijd is met de (voorgestelde) wettelijke bepaling.
- 5.2. Overigens verdient het aanbeveling om artikel 2:239 lid 1 BW in gelijkkluidende zin te wijzigen, zodat daarmee ook voor de besloten vennootschap wettelijk is vastgelegd dat het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap in beginsel onderdeel is van de bestuurstaak. Door de wijziging te beperken tot de naamloze vennootschap, zoals thans wordt voorgesteld, wordt ten onrechte de indruk gewekt dat voor de besloten vennootschap een andere verdeling van bevoegdheden zou gelden. Daarmee zou in de praktijk de (onjuiste) gedachte kunnen postvatten dat het bepalen van het beleid en de strategie van de besloten vennootschap in beginsel tot de bevoegdheid van de algemene vergadering zou behoren. Met name voor een besloten vennootschap die een onderneming in stand houdt met substantiële operationele activiteiten en met een belangrijk aantal werknemers dient ondubbelzinnig vast te staan dat het bestuur belast is met het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap. Dat laat onverlet dat, zoals dat voor de naamloze vennootschap geldt, in de statuten van de besloten vennootschap (bijvoorbeeld bij concernverhoudingen) beperkingen ten aanzien van de bevoegdheid van het bestuur met betrekking tot de vaststelling van het beleid en de strategie kunnen worden opgenomen ten gunste van de algemene vergadering.

25 januari 2019

Kemperink Maarschalkerweerd Wouters N.V.