

## 10 Rust en ruimte voor het bestuur binnen ons stakeholdermodel: wettelijke bedenktijd ter borging van de strategie en de uitvoering daarvan.

*Reinier Kleipool*

### 1. Introductie en achtergrond

De laatste jaren is er internationaal meer aandacht gekomen voor het in Nederland al zo lang bekende stakeholdermodel. De opkomst van duurzaam investeren en gebeurtenissen zoals de wereldwijde pandemie en de Black Lives Matter-beweging inspireren bedrijven tot een verschuiving van een *'shareholder primacy'* model naar een multi-stakeholderbenadering. Een dergelijk *'stakeholdermodel'* zoals wij het in Nederland kennen, geeft niet alleen prioriteit aan de behoeften van aandeelhouders, maar juist ook aan die van werknemers, klanten, leveranciers en financiers. Aangezien die belangen vaak niet gelijklopen, is er voor het bestuur van de vennootschap een belangrijke rol weggelegd. Dat bestuur dient dan ook wel de *tools* te hebben om die belangen op een juiste manier te wegen.

In 2019 kondigde de *Business Roundtable* in de Verenigde Staten, waar 181 CEO's van grote US-bedrijven zich bij aansloten, aan dat bedrijven zich meer moeten gaan richten op stakeholderbelangen. Ook grote institutionele beleggers omarmen deze verschuiving. Larry Fink van BlackRock bijvoorbeeld moedigde in zijn jaarlijkse brief aan CEO's bedrijven aan om hun stakeholders met "*moed en overtuiging*" te dienen en wees erop dat bedrijven met betere ESG-indicatoren beter hebben gepresteerd dan hun tegenhangers. Dit laatste is voer voor discussie en er is veelvuldig onderzoek gedaan naar welk model meer waarde creëert (zonder definitieve conclusie).

De (voorzichtige) internationale beweging richting een meer stakeholdergeoriënteerd model is interessant en – vanuit een Nederlands perspectief – een goede ontwikkeling. Een dergelijke ontwikkeling gaat echter niet zonder slag of stoot aangezien er verschillende (soms conflicterende) belangen spelen. Daarnaast is het van belang dat in een stakeholdergeoriënteerdmodel het bestuur ook daadwerkelijk de mogelijkheid heeft om een langetermijnstrategie en focus te ontwikkelen en het vennootschappelijk belang te dienen. In de praktijk blijkt echter dat een dergelijke langetermijnstrategie en focus geregeld onder druk komt te staan van investeerders die een ander belang hebben en/of juist een kortetermijnwinst

nastreven. Er worden door ondernemingen en investeerders mooie woorden gesproken over de bescherming van stakeholderbelangen, maar als het erop aankomt kiezen investeerders toch nog vaak voor de kortetermijnwinst. Ook ondernemingen gaan niet vrijuit. In Nederland bestaan grote verschillen in de wijze van implementatie van het stakeholdermodel, van sterk stakeholdergeoriënteerd tot sterk gericht op aandeelhouderswaarde. Onderzoek van Harvard University maakte recent duidelijk dat de *Business Roundtable* verklaring “*vooral voor de show was en dat de bedrijven die zich erbij aansloten niet van plan waren of verwachtten dat deze verklaring tot wezenlijke veranderingen zou leiden in de manier waarop zij stakeholders behandelen.*”<sup>1</sup> Het doorvoeren van een stakeholdergeoriënteerdmodel vergt dus toch een grotere inspanning dan verwacht. In Nederland hebben we hier al jaren ervaring mee en hebben we ook *checks and balances* op dat gebied ontwikkeld.

Om tegengewicht te bieden aan (kortetermijn)druk van investeerders hebben Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen van oudsher de mogelijkheid om zichzelf te beschermen tegen een ongewenste overname. Ook kan er gebruik worden gemaakt van verschillende oligarchische regelingen die de positie van het bestuur ten opzichte van aandeelhouders versterken (bijvoorbeeld door de invloed van aandeelhouders op benoeming en ontslag van bestuurders in te perken). Dergelijke regelingen dienen gezien te worden in het licht van ons stakeholdermodel, waarbij het bestuur het belang van alle stakeholders in acht dient te nemen. De verschillende soorten beschermingsconstructies zijn in het verleden effectief gebleken, maar zijn ook aan verandering onderhevig. Daarnaast hebben Nederlandse bedrijven, onder druk van aandeelhouders en hun belangenbehartigers, in de laatste twintig jaar, geheel of gedeeltelijk, afscheid genomen van verschillende beschermingsconstructies en oligarchische regelingen. Daarnaast is ook de verhouding tussen vennootschappen en aandeelhouders veranderd en zijn aandeelhouders meer gebruik gaan maken van de hen toekomende rechten (onder meer door gebruikmaking van het agenderingsrecht of het recht om een aandeelhoudersvergadering bijeen te laten roepen). In 2008 is in het licht daarvan bijvoorbeeld de responstijd opgenomen in de Nederlandse corporate governance code (hierna: de “Code”).

De afgelopen jaren is er veel te doen geweest over de noodzaak van uitbreiding van de beschermingsmogelijkheden voor Nederlandse beursfondsen,<sup>2</sup> zeker in de periode van de vijandige biedingen op Unilever en AkzoNobel en de onzekerheid rondom de bescherming van Ahold Delhaize. Vijandige biedingen en campagnes van activistische aandeelhouders kunnen het bestuur van een vennootschap dwingen tot het nemen van ingrijpende maatregelen die het bestuur anders mogelijk niet (geheel) uit vrije wil zou hebben genomen. Dit speelde bijvoorbeeld

1 Bebhuk, Lucian A. and Tallarita, Roberto, Will Corporations Deliver Value to All Stakeholders? (4 augustus 2021)

2 Zie bijvoorbeeld: Het Financieel Dagblad, 28 maart 2017, ‘Hommen: bedrijven moeten bij overnames zeker één jaar bedenktijd krijgen’.

bij AkzoNobel en Unilever.<sup>3</sup> Zo gaf Paul Polman, destijds CEO van Unilever, aan dat hij de aandeleninkoop na de ongevraagde toenadering van KraftHeinz “liever niet had gedaan”.<sup>4</sup> De vraag rijst of het nemen van dergelijke maatregelen en het besluiten tot strategiewijzigingen onder grote (tijds)druk in het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming zijn. Het lijkt immers lastig te rijmen met het streven naar creatie van waarde op de lange termijn, wat een van de uitgangspunten is van de Nederlands corporate governance code.

Uit de voorgaande ontwikkelingen is de wettelijke bedenktijd van 250 dagen voor beursgenoteerde bedrijven voortgekomen. Na een lange voorbereidingstijd is de wettelijke regeling hiervoor op 1 mei 2021 in werking getreden. Als onderdeel van de regeling omtrent de bedenktijd is ook de bestuursautonomie in de wet verankerd; voor beursgenoteerde ondernemingen is geëxpliciteerd dat het beleid en de strategie binnen het domein van het bestuur vallen. Dit alles is geïntroduceerd met het doel het bestuur meer tijd en rust te bieden voor een zorgvuldige beleidsbepaling in het kader van een ongewenste toenadering en daarmee het bestuur de mogelijkheid te bieden om in het belang van de vennootschap en haar stakeholders te blijven handelen.

In dit hoofdstuk staat centraal de mogelijkheid voor het bestuur van een beursgenoteerde vennootschap om de ruimte te creëren om haar beleid en strategie uit te voeren en daarmee de belangen van de vennootschap en de daarmee verbonden stakeholders te dienen. Dit in het licht van de recent geïntroduceerde wettelijke bedenktijd en daarmee samenhangende regelingen. Ik zal eerst ingaan op de bestuurstaak van het bestuur en bepaling van strategie. Vervolgens behandel ik de wettelijke bedenktijd en hoe deze kan worden toegepast. Ik sluit af met enkele concluderende opmerkingen.

## **2. Beleid en strategie: duidelijke rol voor het bestuur**

### **2.1 Bestuurstaak in het algemeen**

Het bestuur van een vennootschap is belast met het besturen van de vennootschap. Daarbij dient het bestuur zich te richten op het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.<sup>5</sup> Het stakeholdermodel is daarbij leidend: niet alleen de belangen van de aandeelhouders maar de belangen van alle andere bij de vennootschap betrokken stakeholders spelen een rol. Tijdens het uitvoeren van hun bestuurstaak moeten bestuurders een breed belangenscala afwegen; de continuïteit van de vennootschap staat daarbij voorop.

<sup>3</sup> Respectievelijk ‘AkzoNobel confirms focus on its own strategy to accelerate growth and value creation’, website [www.akzonobel.com](http://www.akzonobel.com) 8 mei 2017 en J. Bos, ‘Tijdljn | De verhuizing van Unilever die niet doorgaat’, *Het Financieele Dagblad* 5 oktober 2018.

<sup>4</sup> *Het Financieele Dagblad* 1 maart 2018, ‘Unilever-ceo betreurt ‘compromissen’ na bod Kraft Heinz’.

<sup>5</sup> Artikel 2:129 lid 1 jo. lid 5 BW en HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286 (Cancun).

In het licht van de bestuurstaak dient het bestuur een strategie te ontwikkelen die erop gericht is om het belang van de vennootschap te bevorderen. De Code bepaalt daarnaast dat die strategie gericht dient te zijn op langetermijnwaardcreatie. Het bestuur heeft het primaat over de strategie; bij het formuleren ervan hoeft het bestuur de aandeelhouders niet te betrekken. In de ABN Amro-uitspraak<sup>6</sup> van 2007 oordeelde de Hoge Raad dat het bestuur in beginsel de strategie van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming dient te bepalen. De raad van commissarissen houdt toezicht op de bestuurstaak en de algemene vergadering van aandeelhouders kan haar opvattingen over de uitvoering van de bestuurstaak tot uitdrukking brengen door uitoefening van de aan haar toegekende (statutaire) rechten. In de ASMI-zaak<sup>7</sup> trok de Hoge Raad deze lijn door: “Het bestuur van een vennootschap behoort bij de vervulling van zijn bij wet of statuten opgedragen taken het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming voorop te stellen en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking te nemen.” Het bestuur van een vennootschap dient aan de algemene vergadering van aandeelhouders verantwoording af te leggen over de uitgezette strategie en het gevoerde beleid, maar is, afgezien van afwijkende wettelijke of statutaire regelingen, niet verplicht de algemene vergadering vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is. De Hoge Raad bevestigde dit nog een keer in de Boskalis/Fugro uitspraak.<sup>8</sup>

In de Cancun uitspraak oordeelde de Hoge Raad dat het bestuur een eigen verantwoordelijkheid heeft om zich te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Dat belang kan de invoering, handhaving of beëindiging meebrengen van een bepaalde inrichting van de (vennootschappelijke) organisatie. Daarbij geldt dat iedere vennootschap binnen de grenzen van de wet vrij is haar organisatie naar eigen inzicht in te richten. Voor zover bevoegdheden omtrent de inrichting van de (vennootschappelijke) organisatie toekomen aan het bestuur, valt de uitoefening daarvan samen met het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap. Hieruit vloeit voort dat het bestuur de eigen strategie ook mag beschermen tegen ongewenste invloeden om die strategie te wijzigen. Dit biedt dus ruimte aan het bestuur om een eigen koers en strategie uit te zetten.

## 2.2 *Wettelijke bedenktijd en codificatie van de bestuurstaak*

De wettelijke bedenktijd (zie verder hieronder), 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, voor een zorgvuldige beleidsbepaling. Mede gelet op de complexiteit van dergelijke vraagstukken heeft het bestuur voldoende tijd en ruimte nodig om mogelijke gevolgen van door

6 HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (ABN Amro).

7 HR, 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (ASMI).

8 HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652 (Boskalis/Fugro).

aandeelhouders geëiste acties, al dan niet met betrekking tot een overname, in kaart te brengen en daar een gepaste reactie op voor te bereiden. Daartoe is ook, voor Nederlandse beursfondsen (zowel NV's als BV's), het primaat van het bestuur ten aanzien van strategie in de wet verankerd. Artikel 2:129 lid 1 BW is uitgebreid en bepaalt voor Nederlandse beursfondsen dat onder het besturen van de vennootschap in ieder geval begrepen wordt “*het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap.*” Deze wettelijke verankering van de geldende jurisprudentie werd als wenselijk gezien om de kenbaarheid van het Nederlandse model te vergroten en dan vooral bij buitenlandse investeerders. De verwachting is dat door dit sterkere primaat van het bestuur van beursvennootschappen de langetermijnwaardecreatie meer centraal kan komen te staan in keuzes en er zo ook meer ruimte ontstaat voor een brede stakeholderbenadering.

De positie van het bestuur en de raad van commissarissen wordt met de wettelijke verankering verstevigd. Het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap komen immers uitdrukkelijk *niet* aan de algemene vergadering toe. Indien het bestuur en een belangrijk deel van de aandeelhouders van mening verschillen over het beleid en de strategie is het helder dat de algemene vergadering op dit vlak geen directe rechten heeft en het bestuur niet kan instrueren. Dit was al duidelijk uit de jurisprudentie en wordt verder bestendigd door de wettelijke verankering. Dit versterkt de positie van het bestuur en benadrukt de autonomie van het bestuur op dit vlak. Agendering en bespreking van strategische onderwerpen blijft natuurlijk wel mogelijk. Daarnaast staat het aandeelhouders vrij om gebruik te maken van andere rechten om alsnog het bestuur te bewegen tot een strategiewijziging. Daar komt de wettelijke bedenktijd om de hoek kijken.

### **3. Invoering wettelijke bedenktijd ter borging bestuurstaak**

#### **3.1 Inleiding**

In het verlengde van de wettelijke bestuurstaak is er sinds 1 mei 2021 in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek een regeling opgenomen voor het bestuur om in een beperkt aantal situaties een bedenktijd van maximaal 250 dagen in te roepen. De wettelijke bedenktijd kan worden ingeroepen als aandeelhouders vragen om een wijziging van de samenstelling van het bestuur van de vennootschap of van overeenkomstige bepalingen in de statuten, en in geval er een vijandig overnamebod wordt gedaan, waarbij naar het oordeel van het bestuur het verzoek of het bod wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de continuïteit, onafhankelijkheid, identiteit of ontplooiing van de vennootschap op het spel staat.

Het gevolg van de oproeping van de bedenktijd is dat de besluitvormingsbevoegdheid van de algemene vergadering over de betreffende onderwerpen tijdelijk wordt opgeschort. Dit geeft het bestuur de tijd en de gelegenheid om de belangen van de

vennootschap en haar stakeholders in kaart te brengen en af te wegen en een besluit te nemen over de te volgen koers.

### 3.2 *Achtergrond*

Zoals in de introductie aangestipt is het voorstel voor de invoering van de wettelijke bedenktijd ingediend in reactie op het lopende publieke debat in Nederland over de bescherming van Nederlandse ondernemingen tegen aandeelhoudersactivisme en vijandige overnamepogingen. De kwestie werd nieuw leven ingeblazen na ongevraagde pogingen om AkzoNobel en Unilever over te nemen. Met deze wettelijke regeling wil de Nederlandse regering de besturen van beursgenoteerde vennootschappen meer ruimte en tijd geven om na te denken over de gevolgen die een fundamentele strategiewijziging door aandeelhouders of een openbaar bod kan hebben voor de onderneming en al haar stakeholders.

Een aantal partijen heeft voor de invoering van de bedenktijd kritiek geuit op het wetsvoorstel en de noodzaak ervan in twijfel getrokken. Volgens hen beschikken beursgenoteerde ondernemingen over voldoende instrumenten om te reageren op aandeelhoudersactivisme en vijandige overnames, en zou het wetsvoorstel een negatief effect kunnen hebben op het ondernemingsklimaat in Nederland. Ondanks deze kritiek is het wetsvoorstel door de Nederlandse wetgever ingevoerd.

De bedenktijd heeft tot doel de bestuurders de gelegenheid te geven om hun wettelijke taak te (blijven) vervullen. In de periode van de bedenktijd kan het bestuur de strategie analyseren en evalueren en zal overleg met de betrokken stakeholders plaatsvinden. De bedenktijd creëert voor het bestuur de mogelijkheid om een goede belangenafweging te maken, zonder daarbij direct een dreiging van een mogelijke schorsing of ontslag te voelen. De codificatie van de bedenktijd past binnen de Nederlandse opvattingen over corporate governance, zoals neergelegd in de Code. De Code berust op het uitgangspunt dat de vennootschap een samenwerkingsverband op de lange termijn is van diverse bij de vennootschap betrokken stakeholders. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen. Stakeholders moeten erop kunnen vertrouwen dat hun belangen op zorgvuldige wijze worden meegewogen. De wettelijke bedenktijd kan ruimte bieden aan het bestuur en de raad van commissarissen om die zorgvuldige belangenafweging te maken.

Het in kaart brengen van de verschillende belangen kost tijd, zeker bij grote ondernemingen. Sterker nog: hoe groter de onderneming, hoe minder efficiënt en overzichtelijk de onderneming is. De bedenktijd kan het bestuur meer tijd en rust geven voor de inventarisatie en weging van de belangen van de vennootschap en alle stakeholders. Dat kan nodig zijn, onder andere gelet op de complexiteit van de vraagstukken waarover bestuurders moeten beslissen en de snelheid waarin besluitvorming moet plaatsvinden, zeker in een overnamesituatie. Tijd voor de

dialogoog met stakeholders en gedegen beraad blijkt in sommige situaties niet voorhanden.

Het concept van een bedenktijd is niet nieuw. In de bepalingen 4.1.6 en 4.1.7 van de Code is immers al de responstijd opgenomen. Op grond hiervan moeten aandeelhouders het bestuur een redelijke termijn van maximaal 180 dagen geven om te reageren op een agendaverzoek met betrekking tot een onderwerp dat kan leiden tot een strategiewijziging. Van deze bedenktijd is tot heden slechts beperkt gebruik gemaakt. In 2013 heeft de Ondernemingskamer in de zaak Cryo-Save zich over de responstijd uitgelaten.<sup>9</sup> Verder is er geen rechtspraak over dit onderwerp voorhanden. Vanuit dat oogpunt bezien biedt de introductie van de wettelijke bedenktijd aanvullende zekerheid nu het onduidelijkheid over (de status van) de bedenktijd wegneemt.

Vier verschillen tussen de Code responstijd en de wettelijke bedenktijd springen in het oog. Ten eerste is de responstijd korter dan de maximale wettelijke bedenktijd. Daarnaast verhindert de responstijd agendering, terwijl de wettelijke bedenktijd agendering niet kan dwarsbomen; het zorgt er slechts voor dat over het onderwerp geen besluit kan worden genomen door de algemene vergadering. Ten derde kan de responstijd worden ingeroepen bij alle agenderingsverzoeken die kunnen leiden tot een strategiewijziging. Voor de wettelijke bedenktijd zijn specifieke gronden opgenomen. Afsluitend komt een responstijd in het kader van een openbaar bod pas ten einde wanneer een aandeelhouder als gevolg van een geslaagd openbaar bod over ten minste driekwart van het geplaatst kapitaal beschikt.

### **3.3            *Wanneer kan de wettelijke bedenktijd worden ingeroepen?***

De wettelijke bedenktijd kan door het bestuur enkel ingeroepen worden in de volgende twee omstandigheden:

1. indien aandeelhouders het bestuur verzoeken om op de agenda van een algemene vergadering een voorstel te plaatsen om (a) bestuurders of commissarissen te benoemen, te schorsen of te ontslaan, of (b) bepalingen in de statuten te wijzigen die betrekking hebben op de benoeming, het ontslag of de schorsing van bestuurders of commissarissen; en
2. indien een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht op aandelen in het kapitaal van de vennootschap zonder dat over het bod overeenstemming is bereikt met de vennootschap (oftewel een vijandig bod).

Een verzoek door aandeelhouders kan op drie verschillende manieren worden gedaan: in de vorm van een agenderingsverzoek op artikel 2:114a BW, als een verzoek om een algemene vergadering bijeen te roepen op grond van artikel 2:110 lid 1 BW en ten slotte nog overeenkomstig een specifieke statutaire regeling voor het indienen van een dergelijk verzoek.

<sup>9</sup> Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2836 (*Cryo-Save*).



Het bestuur kan slechts een beroep doen op de wettelijke bedenktijd indien het van oordeel is dat een verzoek van de aandeelhouder(s) of een vijandig bod wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Met het begrip ‘wezenlijk’ wordt tot uitdrukking gebracht dat het moet gaan om een beoordeling van de te verwachten substantiële schending van de belangen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Daarvoor is een gemotiveerd bestuursbesluit nodig, dat is goedgekeurd door de raad van commissarissen, als die er is. Het bestuur kan dus niet lichtvaardig besluiten tot het inroepen van de bedenktijd. Daarbij geldt ook dat de bedenktijd is onderworpen aan rechterlijke toetsing, iets waar goed rekening mee gehouden dient te worden door het bestuur. Indien het bestuur overweegt om de wettelijke bedenktijd in te roepen zal men zorg moeten dragen voor uitgebreide en gemotiveerde besluitvorming waarin de achtergrond en redenen van het inroepen zorgvuldig worden toegelicht. Het is daarbij raadzaam om ook duidelijk te maken welke alternatieven er zijn onderzocht. De raad van commissarissen zal normaliter al voordat het bestuur aan besluitvorming over de bedenktijd toekomt betrokken worden in discussies over een (dreigend) verzoek van aandeelhouders of mogelijk vijandig bod. Ook zal het bestuur het inroepen van de bedenktijd in de praktijk eerst afstemmen met de raad van commissarissen voordat het formele besluit daartoe wordt genomen.

### **3.4 Duur van de bedenktijd**

De wettelijke bedenktijd mag niet meer dan 250 dagen bedragen. In de praktijk kan de duur echter korter zijn of langer lijken. Wanneer de bedenktijd formeel ingaat, hangt af van het soort gebeurtenis waarop het bestuur reageert. In het geval van een verzoek door aandeelhouders begint de termijn één dag na de wettelijke (of statutaire) termijn voor het verzoek om een onderwerp op de agenda van de algemene vergadering te plaatsen - dit impliceert dat de bedenktijd in de regel zal aanvangen op de 59e dag vóór de dag van de eerste algemene vergadering die na het verzoek wordt gehouden. Indien het onderwerp is vervat in een verzoek van een aandeelhouder om een buitengewone algemene vergadering bijeen te roepen, begint de termijn op het moment dat de rechtbank de betrokken aandeelhouder(s) machtiging verleent om de vergadering bijeen te roepen. Door deze gefixeerde aanvangsdatum kan het bestuur de bedenktijd al eerder inroepen en aankondigen, terwijl deze pas later formeel start. In geval van een vijandig openbaar bod vangt de bedenktijd aan uiterlijk één dag nadat het bod is uitgebracht. De aankondiging van het bod, dat in de regel een stuk eerder plaatsvindt, is hiervoor niet relevant. De bedenktijd kan echter ook eerder ingaan indien de raad van bestuur daartoe besluit. Het inroepen van de bedenktijd verhindert echter niet dat een ongevraagd bod onvoorwaardelijk wordt.

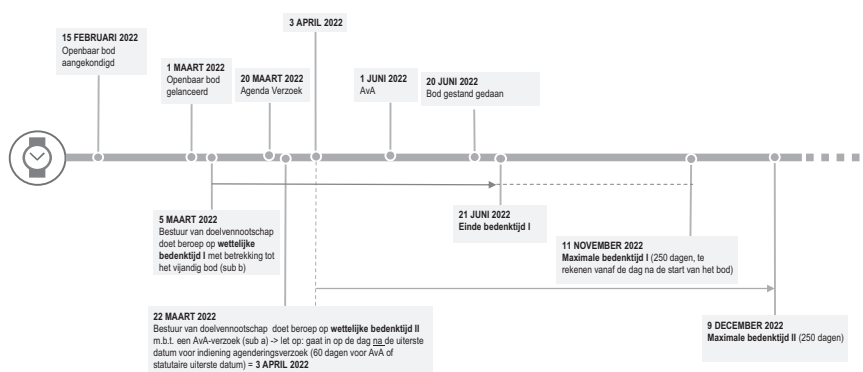
Het bestuur moet de wettelijke bedenktijd inroepen binnen een “redelijke termijn”. Welke termijn voor het bestuur passend is, hangt af van de geldende omstandigheden. Hier lijkt een grote mate van vrijheid voor het bestuur op zijn plaats, zolang



er maar sprake is van een deugdelijke motivatie. Als het bestuur besluit om de bedenktijd op een later tijdstip in te roepen dan het moment waarop de wettelijke klok is gaan lopen, verkort dit de bedenktijd die het bestuur kan hanteren. Als de bedenktijd bijvoorbeeld wordt ingeroepen 30 dagen nadat de klok is gaan lopen, is de werkelijke bedenktijd die het bestuur kan gebruiken 220 dagen.

Zie hieronder voor een indicatief tijdschema in geval van een combinatie van een agenderingsverzoek en een openbaar bod.

**Figuur 1: Indicatief tijdschema in geval van een combinatie van een agenderingsverzoek en een openbaar bod**



### 3.5 Gevolgen van het inroepen van de bedenktijd

Gedurende de bedenktijd kan de algemene vergadering niet stemmen over voorstellen tot wijziging van de samenstelling van het bestuur en raad van commissarissen van de vennootschap of daarmee overeenstemmende statutaire bepalingen, voor zover aandeelhouders om deze voorstellen hebben verzocht. De voorstellen kunnen echter wel op verzoek van de betrokken aandeelhouder(s) op de algemene vergadering worden besproken. Hier dienen het bestuur en de raad van commissarissen rekening mee te houden; de discussie in een dergelijke aandeelhoudersvergadering kan soms scherp worden gevoerd. Verder hebben aandeelhouders die hun ongenoegen willen uiten nog wel andere agendapunten waar zij hun pijlen op kunnen richten. Een geliefd onderwerp is bijvoorbeeld de décharge van bestuurders en/of commissarissen en eventuele besluitvorming over beloning. Via die route kan nog steeds druk worden uitgeoefend op het bestuur; de bedenktijd helpt daar niet tegen. Indien de voorstellen worden gedaan door de vennootschap (dat wil zeggen door het bestuur of de raad van commissarissen), kan daarover wel gewoon worden gestemd.

Het bestuur moet de bedenktijd gebruiken om de informatie te verzamelen die het nodig heeft om tot een zorgvuldig besluit te komen over het verzoek van de

aandeelhouder c.q. het bod. Daartoe dient hij in ieder geval de aandeelhouders van de vennootschap die 3% of meer van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, alsmede de ondernemingsraad te raadplegen en naar hun opvattingen te vragen. Het bestuur dient deze standpunten op de website van de vennootschap te publiceren, voor zover de geraadpleegde partijen daarmee hebben ingestemd. Ook andere belanghebbenden kunnen worden geraadpleegd. Het bestuur moet verslag uitbrengen over het beleid en de gang van zaken gedurende de bedenktijd. Dit verslag dient uiterlijk één week na de laatste dag van de bedenktijd op de website van de onderneming te worden geplaatst. Het verslag moet ook als bespreekpunt worden opgenomen op de agenda van de eerste algemene vergadering die na afloop van de bedenktijd wordt gehouden. Dit soort aspecten moet worden meegenomen bij de afweging of het wenselijk is om de bedenktijd in te roepen. Het proces rondom informatieverzameling en aflegging van verantwoording aan de algemene vergadering kan zeer tijdrovend zijn en veel tijd van bestuurders vergen.

Het invoeren van de bedenktijd en het bespreken van gerelateerde onderwerpen in gesprekken met belanghebbenden, zoals hierboven vermeld, kunnen worden aangemerkt als voorwetenschap. Hierover moet op dat moment zorgvuldig worden nagedacht.

Uit de wetsgeschiedenis en opzet van de wettelijke regeling voor de bedenktijd blijkt dat het niet de bedoeling is om de bedenktijd te combineren met andere beschermingsmaatregelen. Het is de vraag of daar ook behoefte aan is. Indien de vennootschap wil voorkomen dat een besluit over een agendaverzoek niet wordt genomen, kan men in beginsel volstaan met het invoeren van de bedenktijd. Hierbij dient wel bedacht te worden dat de bedenktijd niet kan worden aangewend om een besluit te bewerkstelligen, het kan enkel besluitvorming (tijdelijk) voorkomen. Indien een bepaald besluit bewerkstelligd dient te worden, dan zou een andere maatregel moeten worden getroffen. Na het verstrijken van de bedenktijd is het mogelijk om een andere beschermingsmaatregel in stelling te brengen dan wel een tweede bedenktijd in te roepen (zie ook 2:114b lid 5 BW en de tijdslijn). Bij een eventuele rechterlijke toetsing zal de eerder ingeroepen bedenktijd natuurlijk wel een rol gaan spelen.

### **3.6 Toetsing door de Ondernemingskamer**

Indien aandeelhouders het niet eens zijn met het invoeren van de bedenktijd door het bestuur, kunnen zij daartegen bezwaar maken bij de Ondernemingskamer. Een of meer aandeelhouders die bij het invoeren van de bedenktijd gerechtigd zijn tot agendering kunnen een bijzondere procedure bij de Ondernemingskamer aanhangig maken om de bedenktijd te beëindigen.

Een beëindigingsverzoek kan op drie gronden worden ingediend. De eerste grond ziet op ontbreken van een wezenlijke strijd met het vennootschappelijk belang die het invoeren van de bedenktijd rechtvaardigt. De tweede grond ziet op de periode

nadat de bedenktijd is ingeroepen, namelijk dat het bestuur in redelijkheid niet langer van mening kan zijn dat voortzetting van de bedenktijd bijdraagt aan een zorgvuldige beleidsvorming. De laatste grond ziet op de cumulatie van maatregelen: dat gedurende de bedenktijd één of meer andere responsmaatregelen worden geactiveerd die naar aard, doel en strekking overeenkomen met de bedenktijd, en deze maatregelen niet binnen een redelijke termijn na een daartoe strekkend schriftelijk verzoek van de betrokken aandeelhouders zijn beëindigd of opgeschort. De derde grond is bedoeld om een opeenstapeling van actieve responsmaatregelen te voorkomen. Het is uiteindelijk aan de rechter om te beoordelen wat als een responsmaatregel kwalificeert en of het besluit om een andere responsmaatregel in te roepen onverenigbaar is met de wettelijke bedenktijd. In de wetsgeschiedenis worden onder meer genoemd de uitgifte van preferente aandelen en het invoeren van de responstijd als bedoeld in de Code. Het is niet zo dat een dergelijke omstandigheid een onverenigbare maatregel is; dat zal in het concrete geval moeten worden bezien aan de hand van de aard, het doel en de strekking van de maatregel.

### **3.7 Voordeel bedenktijd ten opzichte van beschermingsmaatregelen: checks and balances**

Ten opzichte van traditionele beschermingsmaatregelen, zoals de uitgifte van preferente aandelen aan een bevriende stichting, heeft de wettelijke bedenktijd vanuit het oogpunt van aandeelhouders ook voordelen. De wettelijke bedenktijd is namelijk omgeven door verschillende *checks and balances*. Allereerst kan de bedenktijd alleen door het bestuur worden ingeroepen met goedkeuring van de raad van commissarissen. Bij de uitgifte van preferente aandelen gebeurt dit na uitoefening van een call-optie door een bevriende stichting, waarvan het bestuur onafhankelijk is van de vennootschap. Alhoewel bestuur en raad van commissarissen in de praktijk met een dergelijke beschermingsstichting in nauw overleg zijn, hebben zij geen controle over de daadwerkelijke uitoefening van de call-optie. Daarnaast heeft de bedenktijd een veel kortere looptijd, kan deze niet worden gebruikt om een besluit te bewerkstelligen en voorkomt het ook niet dat eenieder een openbaar bod gestand doet, in tegendeel: de bedenktijd eindigt juist in een dergelijk geval. Ook moet verslag worden gedaan van de dialoog met stakeholders en dient het bestuur aan de algemene vergadering en andere stakeholders te verantwoorden waarom zij het invoeren van de bedenktijd noodzakelijk acht. Daarnaast is er natuurlijk de bijzondere toets door de Ondernemingskamer, zoals hierboven genoemd. Overigens staat ook de weg van art. 2:8 BW bij de gewone rechter en de weg van het enquêterecht bij de Ondernemingskamer open.

De wettelijke bedenktijd is dus ingekaderd door een goedkeuringsvereiste, een verantwoordingsplicht en verscheidene mogelijkheden tot gerechtelijke toetsing. Hierdoor kan het bestuur de bedenktijd alleen inzetten in situaties en op een manier die stookt met de ratio van de regeling. Dit staat in contrast tot andere beschermingsconstructies, waarbij deze elementen niet (allemaal) zijn ingebakken. Bij het

uitoefenen van een call-optie door een beschermingsstichting die onafhankelijk van de vennootschap opereert is er geen sprake van verantwoording door het bestuur van de beschermingsstichting aan de aandeelhouders van de vennootschap.

#### **4. Conclusie**

In dit hoofdstuk is besproken op welke wijze de wettelijke bestuurstaak voor bestuurders van Nederlandse beursfondsen is vormgegeven en wat de verhouding is tussen bestuurders, commissarissen en aandeelhouders op het gebied van beleid en strategie. Daarnaast wordt de recent ingevoerde wettelijke bedenktijd ter borging van die bestuurstaak besproken en op welke wijze de bedenktijd kan worden ingeroepen en wat de gevolgen daarvan zijn.

Met de wettelijke verankering van de bestuurstaak voor bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen is de positie van het bestuur en de raad van commissarissen verder verstevigd. In het Nederlandse systeem is het helder dat beleid en strategie tot het exclusieve domein van het bestuur behoren. Daarnaast verruimt de wettelijke bedenktijd de actiemogelijkheden van het bestuur wanneer het wordt geconfronteerd met specifiek aandeelhoudersactivisme of een ongevraagd openbaar bod. Het bestuur kan de situatie stabiliseren en meer tijd nemen om de belangen van de onderneming en alle daarbij betrokkenen af te wegen, met belanghebbenden in gesprek te gaan en alternatieven te verkennen. In de praktijk lijkt de bedenktijd vooral een toegevoegde waarde te zullen hebben in situaties waarin aandeelhouders een wijziging in de samenstelling van het bestuur nastreven, en vooral een symbolisch effect te hebben in situaties van een ongevraagd openbaar overnamebod. Alleen al de mogelijkheid voor het bestuur om een bedenktijd in te roepen kan de feitelijke machtsverhoudingen in discussies met actieve aandeelhouders of potentiële bidders doen verschuiven.

Al met al ondersteunt de wettelijke bedenktijd het bestuur in zijn verantwoordelijkheid voor het uitvoeren van de strategie van de vennootschap en het creëren van langetermijnwaarde. Bestuur en commissarissen worden op deze wijze verder gesteund in het uitvoeren van hun bestuurstaak, waarbij zij rekening dienen te houden met de belangen van alle bij de vennootschap betrokken stakeholders.