

Wettelijke bedenktijd en beschermingsconstructies, de wereld op zijn kop!

W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten

1 Inleiding

Het gaat Corporate Nederland al langere tijd voor de wind. Onlangs bereikte de AEX-index zelfs een nieuw hoogtepunt sinds de kredietcrisis.¹ De balansen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zijn meer dan gezond. Het voorgaande in combinatie met een lage rente, een gunstige dollar/eurokoers en bereidwillige banken maakt dat buitenlandse investeerders Nederlandse beursvennootschappen goed weten te vinden. Recente voorbeelden hiervan zijn onder andere NXP, Unilever, AkzoNobel en Refresco.² De buitenlandse aandacht, en met name de strijd rondom AkzoNobel, is ook voormalig minister Kamp niet ontgaan. Hij stelt dat bij een overname van een Nederlands bedrijf of bij overmatige druk van aandeelhouders op de strategie van het bedrijf maatschappelijke belangen in het geding kunnen komen. Volgens Kamp kan bijvoorbeeld de focus op langtermijnwaardecreatie ondersneeuwen, verlies van R&D-activiteiten en hoofdkantoren optreden, en kunnen in specifieke gevallen risico's voor de nationale veiligheid ontstaan.³ Om bovenbedoelde maatschappelijke belangen te beschermen is door het kabinet-Rutte II op 20 mei 2017 het voornemen uitgesproken om een wettelijke 'bedenktijd' in te voeren.⁴ Deze bedenktijd zou ervoor moeten zorgen dat in geval van een vijandig overnamebod gedurende een wettelijk bepaalde maximumtermijn 'besluitvorming op de algemene vergadering van aandeelhouders over benoeming en ontslag van bestuurders en de strategie van de onderneming kan worden opgeschort'. De achterliggende gedachte was dat het bestuur van een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap bij een vijandige overnamepoging voldoende tijd en rust moet hebben om die plannen te beoordelen en daar andere stakeholders in mee te nemen. Voormalig ING-topman Hommen had al eerder in het Financieel Dagblad geopperd om Nederlandse beursvennootschappen in overnamesituaties een bedenktijd van minimaal een jaar te geven. Het huidige kabinet heeft deze inzet (maar dan met een termijn van 250 dagen) in het regeerakkoord bevestigd en heeft toegezegd dat maatregelen zullen worden genomen voor de verschuiving van invloed van bepaalde activistische aandeelhouders, die vooral gericht zijn op korte termijn, naar aandeelhouders en andere stakehol-

1 Zie <https://www.aex.nl/koersen/indexgrafieken>.

2 R. Abma, Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen, *Ondernemingsrecht* 2017/126, p. 705 e.v.

3 Kamerstukken II 2017/18, 29826, 97.

4 Brief van de minister van Economische Zaken aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal van 20 mei 2017 (Kamerbrief overnames van bedrijven).

ders die belang hebben bij waardecreatie op lange termijn.⁵ Overigens hadden Bulten en De Jong in 2015 al van het Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum (WODC) opdracht gekregen om onderzoek te doen naar de wijze waarop (buitenlands) aandeelhouderschap gevolgen kan hebben voor de nationale veiligheid. De resultaten van het onderzoek verschenen begin 2017 in het WODC-rapport 'Vitale vennootschappen in veilige handen'.⁶ Naar aanleiding daarvan verscheen begin 2018 een voorontwerp van de Wet bescherming telecommunicatie, dat openbaar is geconsulteerd.⁷ Op het moment van publicatie van deze bijdrage is een aangepast (wets)voorstel voor advies aanhangig bij de Raad van State. De verwachting is dat de staatssecretaris van Economische Zaken en Klimaat het wetsvoorstel na de zomer van 2018 zal indienen bij de Tweede Kamer.⁸ Het leerstuk omtrent de bescherming van vitale vennootschappen blijft in deze bijdrage verder buiten beschouwing. Niet alleen in Nederland wordt dit onderdeel van het ondernemingsrecht ter discussie gesteld. Ook in Europa wordt aandacht gevraagd voor de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders. Op 10 juni 2017 is de herziene Aandeelhoudersrichtlijn in werking getreden.⁹ Naast het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders heeft de richtlijn ook tot doel om meer transparantie te creëren tussen beursvennootschappen en beleggers.

De vraag is of de voorgenomen wettelijke bedenktijd tegen de achtergrond van deze richtlijn en de overige Europese regelgeving juridisch toelaatbaar is. Daarnaast ontstaat de vraag of de wettelijke bedenktijd gezien de bij buitenlandse investeerders gewekte verwachtingen en de bestaande mogelijkheden tot bescherming van Nederlandse beursvennootschappen vanuit praktisch oogpunt bezien wenselijk is. In deze bijdrage formuleren wij een antwoord op deze twee vragen. Daarbij wordt achtereenvolgens aandacht besteed aan de rechten van aandeelhouders die niet tevreden zijn met de strategie van de vennootschap, de meest voorkomende Nederlandse beschermingsconstructies, de responstijd, de voorgenomen wettelijke bedenktijd en de juridische toelaatbaarheid van deze bedenktijd in het licht van Europese regelgeving. Wij sluiten af met een conclusie.

- 5 Kamerstukken II 2017/18, 29826, 9; Regeerakkoord 2017-2021, VVD, CDA, D66 en Christen-Unie, Vertrouwen in de toekomst, p. 34.
- 6 Zie C.D.J. Bulten e.a., *Vitale vennootschappen in veilige handen* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 142), Deventer: Wolters Kluwer 2017. Zie voor de beleidsreactie op het rapport: Kamerstukken II 2016/17, 30821, 38 (brief van de minister van Veiligheid en Justitie).
- 7 Zie <https://www.internetconsultatie.nl/telecommunicatie>.
- 8 Kamerstukken II 2017/18, 29826, 97 en Kamerstukken II 2017/18, 29826, 104.
- 9 Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de lage termijn betrokkenheid van aandeelhouders betreft, PbEU 2017, L 132/1, in werking getreden op 10 juni 2017. De Nederlandse overheid heeft tot 10 juni 2019 om de herziene Aandeelhoudersrichtlijn te implementeren in nationale wetgeving.

2 Wat zijn de rechten van aandeelhouders van een beursgenoteerde vennootschap indien zij niet tevreden zijn met de strategie van deze vennootschap?

De beslissing van het bestuur om een poging tot overname van de door hem bestuurde vennootschap te ondersteunen en daarmee het streven naar het zelfstandig voortbestaan van deze vennootschap op te geven behoort – evenals de beslissing om bedrijfsonderdelen af te stoten – tot de strategie. Indien het bestuur en een belangrijk deel van de aandeelhouders hierover van mening verschillen, komt de vraag aan de orde welke rechten de aandeelhoudersvergadering heeft ten aanzien van een beslissing over de strategie. De Hoge Raad heeft in het ABN AMRO-arrest¹⁰ deze vraag beantwoord door het oordeel van de Ondernemingskamer te bevestigen:

‘(i) dat het bepalen van de strategie van een vennootschap en de daaraan verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur van de vennootschap, (ii) dat de raad van commissarissen daarop toezicht houdt en (iii) dat de algemene vergadering van aandeelhouders haar opvattingen ter zake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten. In het algemeen betekent dit laatste dat het bestuur van een vennootschap aan de algemene vergadering verantwoording heeft af te leggen van zijn beleid maar dat het, behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen, niet verplicht is de algemene vergadering vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is.’

Een van bovengenoemde algemene regel afwijkende wettelijke bepaling is art. 2:107a van het Burgerlijk Wetboek (BW), dat de algemene vergadering ‘bij een belangrijke wijziging van de identiteit of het karakter van de vennootschap’ een goedkeuringsrecht geeft. In het verlengde van zijn overwegingen over de bevoegdheidsverdeling in het ABN AMRO-arrest legde de Hoge Raad dit criterium restrictief uit. De Hoge Raad oordeelde daarbij tevens dat art. 2:8 BW geen grondslag kan zijn voor een goedkeuringsrecht buiten het toepassingsbereik van art. 2:107a BW.

Welke rechten hebben aandeelhouders en de aandeelhoudersvergadering wel indien zij het niet eens zijn met de door het bestuur uitgezette strategie? Het bestuur en de raad van commissarissen kunnen in de algemene vergadering ter verantwoording worden geroepen. Het meest vergaande recht van de algemene vergadering is om bestuurders en commissarissen bij een vennootschap die niet onderworpen is aan het volledige structuurregime¹¹ te ontslaan. De dreiging van ontslag wordt ook wel als een pressiemiddel gehanteerd om een wijziging in de

10 HR 13 juli 2007, NJ 2007/434 (ABN AMRO), bevestigd in HR 9 juli 2010, NJ 2010/544 (ASMI).

11 Indien het volledig structuurregime van toepassing is, benoemt en ontslaat de raad van commissarissen de bestuurders. De algemene vergadering heeft in dat geval op grond van art. 2:161a/271a BW wel het recht om het vertrouwen in de raad van commissarissen op te zeggen.

strategie af te dwingen. Maar voordat over het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen kan worden besloten, moet eerst een algemene vergadering worden bijeengeroepen en het ontslag op de agenda worden geplaatst. Voor de bijeenroeping van een algemene vergadering zijn aandeelhouders in eerste instantie afhankelijk van het bestuur en de raad van commissarissen. Zij zijn immers op grond van art. 2:109 BW bevoegd tot het bijeeroepen van een algemene vergadering en kunnen dit dus ook weigeren. Art. 2:110 BW biedt een correctiemogelijkheid. Aandeelhouders en/of certificaathouders die ten minste een tiende van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, hebben de mogelijkheid om aan de voorzieningenrechter een machtiging te vragen om een algemene vergadering bijeen te roepen. De voorzieningenrechter verleent deze machtiging (zie art. 2:111 BW) ‘indien de verzoekers summierlijk hebben doen blijken, dat de in het vorige artikel gestelde voorwaarden zijn vervuld, en dat zij een redelijk belang hebben bij het houden van deze vergadering’.

Timmerman¹² noemt de bijeenroeping de *eerste horde* die aandeelhouders moeten nemen om het bestuur en de raad van commissarissen ter verantwoording te roepen. De *tweede horde* die volgens Timmerman¹³ genomen moet worden, is dat het bestuur en de raad van commissarissen op grond van art. 2:114 BW de bevoegdheid hebben om de agenda van de algemene vergadering te bepalen. Hij merkt op dat dit meebrengt dat zij zouden kunnen weigeren om een onderwerp op de agenda te plaatsen. Ons inziens geldt deze bevoegdheid alleen voor vergaderingen die door het bestuur of de raad van commissarissen bijeen worden geroepen. Als aandeelhouders door de voorzieningenrechter worden gemachtigd om een algemene vergadering bijeen te roepen, dan stelt de voorzieningenrechter de agenda vast met als uitgangspunt de conceptagenda zoals aangeleverd door de verzoeker. Een aanwijzing hiervoor is dat art. 2:110 lid 1 BW bepaalt dat de voorzieningenrechter een verzoek tot machtiging afwijst indien hem niet is gebleken:

‘dat verzoekers voordien aan het bestuur en de raad van commissarissen schriftelijk en onder nauwkeurige opgave van de te behandelen onderwerpen het verzoek hebben gericht een algemene vergadering bijeen te roepen en dat noch het bestuur noch de raad van commissarissen – daartoe in dit geval gelijkelijk bevoegd – de nodige maatregelen heeft getroffen, opdat de algemene vergadering binnen zes weken [acht weken indien het een beursvennootschap betreft; WO & RS] na het verzoek kon worden gehouden.’

De *derde horde* die Timmerman¹⁴ noemt, heeft te maken met het begrip ‘plaatsen op de agenda’. Dit begrip kan inhouden dat een onderwerp ter bespreking op de agenda wordt geplaatst en dat daarover niet wordt gestemd. Maar het plaatsen op de agenda kan ook inhouden dat een onderwerp wel ter stemming (al dan niet met rechtsgevolg) op de agenda wordt geplaatst. Timmerman merkt op dat plaat-

12 L. Timmerman, De rol van vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen, *TvOB* 2018, afl. 1, p. 14.

13 Timmerman 2018, p. 14.

14 Timmerman 2018, p. 14.

sing ter stemming met rechtsgevolg alleen mogelijk is voor een aangelegenheid waartoe de aandeelhoudersvergadering bevoegd is. Wij delen deze opvatting van Timmerman. De algemene vergadering kan immers alleen besluiten nemen ten aanzien van aangelegenheden waartoe zij bevoegd is. Indien de aandeelhouders in de agenda voor de door hen – na machtiging door de voorzieningenrechter – bijeen te roepen vergadering onderwerpen ter stemming willen plaatsen voor aangelegenheden waartoe zij (de aandeelhoudersvergadering) niet bevoegd is, dan zou dit kunnen leiden tot het oordeel van de voorzieningenrechter dat geen sprake is van een redelijk belang voor het bijeenroepen van de betrokken vergadering.

Anders dan Timmerman menen wij dat de *eerste horde* vrij gemakkelijk te nemen zou moeten zijn. Wij delen de opvatting van Wolf¹⁵ dat het agenderingsrecht en het verzoek tot bijeenroepen van een algemene vergadering, zo nodig met machtiging van de voorzieningenrechter, behoren tot de kernbevoegdheden van aandeelhouders en dat dit reden geeft om de aanwezigheid van een redelijk belang te veronderstellen. In dat licht vinden wij het merkwaardig dat de voorzieningenrechter in Elliott c.s./AkzoNobel een uitgebreide belangenafweging heeft toegepast.¹⁶ Wolf veronderstelt dat de voorzieningenrechter in een poging om tot eenduidige rechtspraak te komen het toetsingskader van de Ondernemingskamer bij een eerdere procedure tussen Elliott en AkzoNobel heeft gevolgd.¹⁷ Wij denken evenwel dat dit genuanceerder ligt en dat de voorzieningenrechter niet heeft willen afwijken van de feitelijke belangenafweging van de Ondernemingskamer in de AkzoNobel-beschikking.¹⁸

Wolf geeft ons inziens terecht aan dat de voorzieningenrechter onvoldoende rekening houdt met het feit dat het beoordelingskader van een art. 2:110/111 BW-procedure van een andere aard is dan het beoordelingskader van een enquêteprocedure.¹⁹ Het gaat er in een machtigingsprocedure om of verzoekers summierlijk hebben doen blijken of aan de voorwaarden van art. 2:110 BW is voldaan en dat zij een redelijk belang hebben bij het houden van de vergadering. Als dat zo is, dan moet de voorzieningenrechter het verzoek toewijzen. In een enquêteprocedure wijst de Ondernemingskamer het verzoek tot een voorlopige voorziening om het bestuur te bevelen een buitengewone algemene vergadering uit te schrijven daarentegen slechts toe wanneer blijkt van gegronde redenen om aan juist beleid

15 R.A. Wolf, Overnameperikelen: Elliott International, L.P. c.s., Akzo Nobel en PPG Industries. Een analyse, TvOB 2017, afl. 5, p. 175.

16 Rb. Amsterdam 10 augustus 2017, JOR 2017/260 (AkzoNobel). Ons kantoor – Loyens & Loeff N.V. – was betrokken bij deze procedures. Dit is voor ons een reden om niet dieper in te gaan op deze uitspraak.

17 Wolf 2017, p. 175-176.

18 Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, JOR 2017/261 (AkzoNobel). Voorts speelt mogelijk een rol dat AkzoNobel zelf (twee dagen voor de procedure) een buitengewone algemene vergadering had uitgeschreven – weliswaar met een andere agenda, maar met een zeer korte oproepingstermijn (47 dagen), zodat er geen mogelijkheid meer was om gebruik te maken van het agenderingsrecht. Daarvoor geldt immers dat het agenderingsverzoek voor de zestigste dag voor de vergadering moet zijn ingediend.

19 Wolf 2017, p. 175.

W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten

of een juiste gang van zaken te twijfelen. Indien de Ondernemingskamer vooralsnog geen onderzoek gelast, moet tevens worden aangetoond dat voor deze voorziening voldoende zwaarwegende redenen zijn. Gegeven dit toetsingskader dient de Ondernemingskamer – anders dan de voorzieningenrechter – terughoudendheid te betrachten.

Bij aandeelhoudersvergaderingen die op initiatief van het bestuur of de raad van commissarissen bijeen worden geroepen, bepaalt zoals eerder opgemerkt het bestuur of de raad van commissarissen in eerste instantie de agenda. Ook ten aanzien van deze bevoegdheid bevat de wet een correctiemogelijkheid: het agenderingsrecht ex art. 2:114a BW. Dit agenderingsrecht houdt in dat aandeelhouders en/of certificaathouders die ten minste 3% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen het recht hebben om een onderwerp op de agenda van de algemene vergadering te laten plaatsen, indien de vennootschap hun gemotiveerde verzoek niet later dan zestig dagen voor de vergadering heeft ontvangen.

In het Boskalis/Fugro-arrest²⁰ kwam de vraag aan de orde of art. 2:114a BW de plicht meebrengt voor het bestuur van een beursgenoteerde vennootschap om een door de betrokken aandeelhouders aangedragen agendapunt dat betrekking heeft op de strategie van de vennootschap (in casu afschaffing van een beschermingsconstructie op dochterniveau) ter stemming op de agenda van de algemene vergadering te plaatsen. De Hoge Raad overwoog:

‘Een verzoek op grond van art. 2:114a BW kan slechts in uitzonderlijke gevallen worden geweigerd. Een grondslag voor zo’n weigering kan gelegen zijn in art. 2:8 lid 2 BW of art. 3:13 lid 1 BW.’

Dit brengt mee dat ook de *tweede horde* die door Timmerman wordt genoemd, vrij gemakkelijk kan worden genomen. Slechts indien plaatsing van het onderwerp naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is (art. 2:8 lid 2 BW) of misbruik van recht oplevert (art. 3:13 lid 1 BW), wordt deze horde een struikelblok.

De *derde en laatste horde* (plaatsing van een onderwerp ter bespreking of stemming op de agenda) levert meer problemen op. De Hoge Raad overweegt dat nu

‘het bepalen van het beleid en de strategie van een vennootschap en de met haar verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur van de vennootschap en het bestuur niet verplicht is de algemene vergadering daaromtrent te consulteren, (...) de in art. 2:114a BW bedoelde aandeelhouders en certificaathouders de vennootschap niet ertoe kunnen verplichten een onderwerp dat een aangelegenheid is van het bestuur ter stemming op te nemen in de agenda van de algemene vergadering. Daarbij doet niet terzake dat die stemming geen rechtsgevolg heeft en wordt betiteld als een informele stemming, een aanbeveling, een motie of een peiling.’

20 HR 20 april 2018, JOR 2018/142 (Boskalis/Fugro).

Volgens de Hoge Raad dwingt het in de Richtlijn 2007/36/EG (Aandeelhoudersrichtlijn) bepaalde niet tot een andere conclusie:

‘Uit (...) art. 6 Aandeelhoudersrichtlijn kan worden afgeleid dat is beoogd rechten voor aandeelhouders te versterken die bijdragen aan het effectief uitoefenen van stemrechten door aandeelhouders. Niet blijkt dat is beoogd aandeelhouders stemrechten toe te kennen of de bevoegdheidsverdeling tussen de verschillende organen van de vennootschap nader te regelen.’

Uit het bovenstaande blijkt dat de mogelijkheden van aandeelhouders en certificaathouders om *vooraf* in te grijpen in de door het bestuur uitgezette strategie beperkt zijn. Zij kunnen, mits zij voldoen aan de in art. 2:114a BW gestelde vereisten, één of meer onderwerpen op de agenda van de door het bestuur of de raad van commissarissen bijeen te roepen algemene vergaderingen laten zetten. Indien deze onderwerpen het te voeren beleid en de strategie van de vennootschap betreffen, dan hebben zij slechts het recht deze *ter bespreking* op de agenda te laten zetten.²¹ Zodra het onderwerp een eventueel ontslag van een bestuurder of commissaris naar aanleiding van het gevoerde beleid betreft, hebben de aandeelhouders in beginsel het recht dit onderwerp ter stemming op de agenda te zetten. Een interessante vraag – tegen de achtergrond van art. 2:134 lid 1 BW: ‘iedere bestuurder kan te allen tijden worden geschorst en ontslagen door degene die bevoegd is tot benoeming’ – is hoelang aandeelhouders moeten wachten voordat zij bestuurders en/of commissarissen ter verantwoording mogen roepen ten aanzien van de strategie en het gevoerde beleid, en het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen mogen/kunnen agenderen. Wij achten deze vraag ook van belang in het licht van de procedures die zich hebben voorgedaan bij de Ondernemingskamer en de voorzieningenrechter tussen Elliott c.s. en AkzoNobel. De aandeelhouders hebben – indien zij aan de in art. 2:110 en 2:112 BW gestelde vereisten voldoen – recht op een machtiging om een buitengewone algemene vergadering bijeen te roepen en daarbij het ontslag van (één of meer) bestuurders of commissarissen op de agenda te zetten. In dat geval kunnen alle *drie* door Timmerman genoemde *horden* gemakkelijk worden genomen. Omdat dit – net als gebruikmaking van het agenderingsrecht bij een door het bestuur of de raad van commissarissen bijeengeroepen vergadering – de uitoefening van een kernbevoegdheid betreft, zou de voorzieningenrechter het vereiste redelijk belang dienen te veronderstellen. Uitoefening van deze kernbevoegdheden wordt in de praktijk door Nederlandse beursvennootschappen – zeker bij een mogelijke vijandige overname – als bijzonder bedreigend gezien. Daarom zijn in de loop van de vorige eeuw diverse beschermingsconstructies ontworpen waarmee besturen en raden van commissarissen zich kunnen verdedigen tegen hun onwelgevallige voorstellen van aandeelhouders.

21 Zie HR 20 april 2018, JOR 2018/142 (Boskalis/Fugro).

3 In Nederland gebruikelijke beschermingsconstructies

Nederland kent drie veelvoorkomende beschermingsconstructies. Van de Nederlandse beursvennootschappen die aan de AEX en AMX zijn genoteerd, heeft meer dan de helft gebruik gemaakt van de mogelijkheid om preferente aandelen uit te geven aan een onafhankelijke stichting.²² In de meest gangbare structuur is aan de stichting een *call optie* toegekend, wat kwalificeert als het recht tot het nemen van preferente aandelen in het kapitaal van de betreffende beursvennootschap.²³ Met de uitgifte van preferente aandelen wordt beoogd om de stichting – zonder tussenkomst van het bestuur, de raad van commissarissen of (opnieuw) de algemene vergadering – (een in de praktijk) beslissende zeggenschap te laten verkrijgen in de algemene vergadering.²⁴ Ongeveer 10% van de AEX- en AMX-beursvennootschappen maakt gebruik van certificering van aandelen krachtens art. 2:118a BW.²⁵ In een dergelijk geval houden beleggers beursgenoteerde certificaten in plaats van beursgenoteerde aandelen in het kapitaal van de betreffende beursvennootschap. Juridisch gezien is de certificaathouder ‘slechts’ gerechtigd tot de economische waarde van de aandelen, welke aandelen zijn geplaatst bij en worden gehouden door een stichting administratiekantoor. De stichting is aandeelhouder en derhalve gerechtigd tot de zeggenschapsrechten. De stichting kan de certificaathouders een volmacht verlenen waarmee de certificaathouders met uitsluiting van de volmachtverlener het stemrecht op de aandelen kunnen uitoefenen.²⁶ Deze constructie wordt door de wetgever bij beursgenoteerde certificaten tot uitgangspositie genomen.²⁷ Art. 2:118a lid 2 BW beschrijft namelijk een limitatief aantal gevallen waarin een (gegeven) volmacht kan worden beperkt, uitgesloten of herroepen. Het betreft slechts de (oorlogs)situaties waarin (sub a) een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht, (sub b) één of meer certificaathouders tezamen meer dan 25% van het kapitaal verschaffen, of (sub c) het uitoefenen van het stemrecht door een certificaathouder in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.²⁸ Tot slot de prioriteits-

22 Zie Abma 2017, par. 4.

23 Zie S.B. Garcia Nelen, Het normatief richtsnoer voor bescherming van een beursvennootschap door een onafhankelijke stichting, *Ondernemingsrecht* 2018/12, par. 2.

24 Kamp opperde in zijn brief van 20 mei 2017 dat door invoering van een nieuwe regeling de uitgifte van preferente aandelen zou kunnen vereenvoudigen. De uitgifte zou dan plaatsvinden op voorstel van de raad van commissarissen, waarbij de algemene vergadering dat voorstel slechts kan verwerpen met twee derde van de uitgebrachte stemmen. In het regeerakkoord is echter gekozen voor en een wettelijke bedenktijd en niet voor de bovengenoemde nieuwe regeling voor uitgifte van preferente aandelen. Deze ‘vernieuwde’ beschermingsoptie valt daarom buiten het bestek van deze bijdrage.

25 Zie Abma 2017, par. 4.

26 Krachtens art. 2:118a BW gebeurt dit in de in de volmacht specifiek aangewezen algemene vergadering.

27 Opmerkelijk is dat de Corporate Governance Code voorschrijft dat certificering van aandelen niet wordt gebruikt als beschermingsmaatregel. In de literatuur wordt hier wat ons betreft zeer terecht over opgemerkt dat dit principe uit de Corporate Governance Code rechtens onjuist is, nu er een expliciete wettelijke grondslag bestaat voor bescherming door middel van certificering.

28 Krachtens art. 2:118 lid 3 BW bestaat deze mogelijkheid niet, indien het bestuur van de stichting niet onafhankelijk is.

aandelen. Deze worden niet als zodanig genoemd in de wet, maar voor beursvennootschappen kan de aanvaardbaarheid daarvan wel worden afgeleid uit art. 2:92 BW.²⁹ Uit het derde lid van art. 2:92 BW blijkt namelijk dat statuten kunnen bepalen dat aan aandelen van een bepaalde soort bijzondere rechten als in de statuten omschreven inzake de zeggenschap in de (beurs)vennootschap kunnen worden verbonden. Zo kan aan de houders van prioriteitsaandelen statutair de emissiebevoegdheid worden toegekend (voor maximaal vijf jaar). Daarnaast zou aan deze groep van aandeelhouders op grond van art. 2:133 BW de bevoegdheid kunnen worden toegekend om een bindende voordracht te doen bij de benoeming van bestuurders of commissarissen.³⁰

In de wet is zeer beperkt aandacht besteed aan het onderwerp beschermingsconstructies en de legitimatie daarvan.³¹ Meer duidelijkheid over de toelaatbaarheid van Nederlandse beschermingsconstructies wordt verschaft in de jurisprudentie. In de veelbesproken RNA-beschikking uit 2003 laat de Hoge Raad zich uit over de vraag aan welke voorwaarden een beschermingsconstructie moet voldoen om (in een concreet geval) gerechtvaardigd te zijn.³² Daarbij moet worden vermeld dat het in de RNA-zaak specifiek ging om uitgifte van gewone aandelen ter bescherming van de vennootschap (door een gebrek aan andere getroffen beschermingsmaatregelen). In de literatuur wordt echter aangenomen dat de door de Hoge Raad vastgestelde norm zowel op beschermde alsook op onbeschermde beursvennootschappen van toepassing is.³³ Vanaf 2003 zijn er in de jurisprudentie enkele

- 29 J. de Koning Gans & W.J. Oostwouder, *Herwaardenen van certificering als beschermingsconstructie*, O&F (18) 2010, afl. 4, par 4.
- 30 De meest bekende beursvennootschap die gebruik maakt van deze beschermingsconstructie is het veelbesproken AkzoNobel. De Stichting AkzoNobel houdt prioriteitsaandelen op basis waarvan zij is gerechtigd tot het bindend voordragen van de bestuurders en de commissarissen van AkzoNobel.
- 31 Bij certificering krachtens art. 2:118a BW, dat regelt in welke situaties een (gegeven) volmacht kan worden beperkt, en in art. 5:71 lid 1 sub e Wft, dat als vereiste voor vrijstelling van een verplicht openbaar bod stelt dat de rechtspersoon waaraan door de beursgenoteerde vennootschap aandelen worden uitgegeven, een van de doelvennootschap onafhankelijke rechtspersoon is die met medewerking van de vennootschap certificaten van aandelen heeft uitgegeven. Bij uitgifte van preferente aandelen krachtens art. 5:71 lid 1 sub c Wft, dat als vereiste voor vrijstelling van een verplicht openbaar bod stelt dat de betrokken preferente aandelen zijn uitgegeven aan een van de doelvennootschap onafhankelijke rechtspersoon die ten doel heeft het behartigen van de belangen van de doelvennootschap en de met haar verbonden onderneming en die de aandelen na aankondiging van een openbaar bod voor de duur van maximaal twee jaar gaat houden ter bescherming van de doelvennootschap.
- 32 HR 18 april 2003, JOR 2003/110 (RNA/Westfield). Overigens was er voor de RNA-beschikking al door de Ondernemingskamer bevestigd dat het de doelvennootschap (in beginsel) vrijstaat beleid te voeren dat erop is gericht zich te beschermen tegen overnames. O.a. Hof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, JOR 1999/87 (Gucci I), r.o. 3.2. Later zijn bepaalde aspecten van deze vragen teruggekomen of verder verrijkt in: 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).
- 33 M.P. Nieuwe Weme, Bas de beschermheer, in: N.E.D. Faber, C.J.H. Jansen & N.S.G.J. Vermunt (red.), *Fiduciaire verhoudingen (Serie Onderneming en Recht, deel 41)*, Deventer: Kluwer 2007, p. 160, R.A.F. Timmermans, *Ontwikkelingen rondom de stichting continuïteit, Ondernemingsrecht 2018/13*, par. 5 en Garcia Nelen 2018.

nuances op de norm aangebracht. Echter, het grootste gedeelte van de RNA-norm is door de Ondernemingskamer in 2007 (de Stork-beschikking)³⁴ en 2011 (de ASMI-beschikking)³⁵ en in 2013 door de Rechtbank Amsterdam (de Yukos-uitspraak)³⁶ overeind gehouden. Garcia Nelen vat de RNA-norm³⁷ wat ons betreft juist samen: de norm houdt in dat een beschermingsmaatregel gerechtvaardigd kan zijn als deze maatregel noodzakelijk is met het oog op de continuïteit van de vennootschap en de belangen van degenen die daarbij betrokken zijn, waarbij als maatstaf geldt of de maatregel in de gegeven omstandigheden bij een redelijke afweging van de in het geding zijnde belangen (nog) valt binnen de marges van een adequate en proportionele reactie op het dreigende gevaar van een ongewenste overname van de zeggenschap, vooropgesteld dat het bestuur daarbij een zekere beoordelingsvrijheid toekomt.³⁸

Diverse Nederlandse beursvennootschappen (Mylan, KPN en Fugro) hebben zich de afgelopen jaren met succes door middel van beschermingsconstructies tegen ongewenste overnamepogingen en acties van activistische aandeelhouders verdedigd. Aan het eind van de vorige eeuw en het begin van deze eeuw heeft echter ook een belangrijk aantal beursvennootschappen beschermingsconstructies afgeschaft. Hoe gevaarlijk dat kan zijn, blijkt uit de overname in 2007 van ABN AMRO door het bankentrio Banco Santander, Fortis en Royal Bank of Scotland. Indien de Nederlandse overheid in 2008 niet had ingegrepen, dan zou deze overname tot de ondergang van (het overgebleven deel van) ABN AMRO en Fortis Nederland hebben geleid.

4 De responstijd

Gezien de maatschappelijke beroering die de overname van de onbeschermden ABN AMRO-bank en de daaropvolgende deconfiture van Fortis opleverden, is het niet verwonderlijk³⁹ dat bij de eerstvolgende aanpassing van de Corporate Governance Code (in 2009) de responstijd werd ingevoerd.

De responstijd hield (in de Code uit 2009) en houdt (in de Code uit 2016) de bevoegdheid van het bestuur in om een redelijke termijn te hanteren teneinde te reageren op een agenderingsverzoek (door één of meer aandeelhouders die daar-

34 Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42 (Stork).

35 HR 9 juli 2010, JOR 2010/228 (ASMI).

36 Rb. Amsterdam 29 mei 2013, ECLI:NL:RBAMS:2013:CA1411 (Yukos).

37 HR 18 april 2003, JOR 2003/110 (RNA/Westfield), r.o. 3.7.

38 Garcia Nelen 2018, par 6. Zie meer uitgebreid C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen. Beschouwingen over de vennootschappelijke, financieeltoezichtrechtelijke, contractuele en praktische aspecten van beursovernames* (Uitgave vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 143), Deventer: Wolters Kluwer 2017/12.4.5.8.1.1.

39 J.M. de Jongh, *Tussen universitas en societas. De beursvennootschap in historisch perspectief* (diss. Rotterdam), 2014, p. 455 e.v. en A.A. Bootsma, A. Gruntfest, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, *Bescherming bij Nederlandse beursvennootschappen*, 2015, p. 17-19 leggen het verband tussen de wens van beursvennootschappen om zich beter te beschermen tegen activistische aandeelhouders en de maatschappelijke discussie na de overname van ABN AMRO.

toe op grond van art. 2:114a BW bevoegd zijn) van een onderwerp dat tot een wijziging van de strategie van de vennootschap zou leiden, waaronder begrepen het ontslag van één of meer bestuurders (zie best practice-bepalingen 4.1.6 en 4.1.7 van de Code uit 2016). De responstijd is ook van toepassing op een verzoek tot het bijeenroepen van de algemene vergadering.⁴⁰ De responstijd mag niet langer duren dan 180 dagen vanaf het moment dat het bestuur van het voornemen tot agendering of het verzoek tot bijeenroeping op de hoogte wordt gesteld, tot de dag dat de algemene vergadering, waarop het verzoek betrekking heeft, wordt gehouden en mag slechts één keer per algemene vergadering en per onderwerp worden ingeroepen. De responstijd moet door het bestuur worden gebruikt voor constructief overleg met de betreffende aandeelhouder(s). De raad van commissarissen moet hierop toezicht houden. Voorts kan de responstijd niet door het bestuur worden ingeroepen indien het voornemen tot agendering het gevolg is van een geslaagd openbaar overnamebod, waardoor de desbetreffende aandeelhouder 75% of meer van de aandelen in het geplaatste kapitaal van de vennootschap heeft verworven.⁴¹ Nowak en Kroeze hebben voordat er enige jurisprudentie gepubliceerd was over de responstijd betoogd dat de responstijd in strijd is met het agenderingsrecht ex art. 2:114a BW.⁴²

In de CryoSave-zaak werd – voor zover bekend – voor het eerst een beroep gedaan op de responstijd.⁴³ De Ondernemingskamer⁴⁴ oordeelde in deze zaak dat niet valt in te zien

‘dat toepassing van *best practice* bepalingen II.1.9 en IV.4.4 van de Corporate Governance Code [het invoeren van de responstijd uit de Code 2009; WO & RS] in strijd zou zijn met de bepalingen van Boek 2 BW omtrent het vergaderen en agenderingsrecht of met de statuten van CryoSave. De genoemde bepalingen hebben immers geenszins het effect dat een aandeelhouder van zijn wettelijke en vergaderrechten wordt afgehouden; zij voorzien slechts in een uitwerking van het (ook in art. 2:8 BW tot uitdrukking gebrachte) principe dat een aandeelhouder zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en zijn medeaandeelhouders gedraagt naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid, waaronder de bereidheid om een dialoog met de vennootschap aan te gaan indien hij het voornemen heeft in de algemene vergadering van aandeel-

40 De responstijd was in de Code 2009 niet opgenomen voor zo'n verzoek, maar was daar volgens de Monitoring Commissie wel op van toepassing. Zie hiervoor haar Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code. Zie hierover H.A. van Hulst & M.R.W. Boer, CryoSave – de responstijd in de praktijk, V&O 2013, afl. 12, p. 220.

41 Zie voor het voorgaande over de responstijd in de Code 2009: H.A. van Hulst & A.C. Vossen, De aangepaste corporate governance code, V&O 2009, afl. 2, p. 32.

42 R.G.J. Nowak, Het rapport van de Commissie Frijns over de actualisering van de corporate governance code, Ondernemingsrecht 2008, p. 431 en M. Kroeze, Kroniek van het vennootschapsrecht, NJB 2008, p. 2156.

43 Zie M.W. Josephus Jitta in zijn noot onder Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, JOR 2013/272.

44 Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, JOR 2013/272.

W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten

houders de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap.’

Op deze uitspraak is in de literatuur kritisch gereageerd. Josephus Jitta⁴⁵ bepleit een zwaardere toets voor het invoeren van de responstijd. Abma⁴⁶ meent dat voor het invoeren van de responstijd slechts plaats is als het gedrag van de betrokken aandeelhouder ‘zeer schadelijk’ is omdat het ‘gedrag buiten het domein van de AvA’ betreft. Van Hulst en Boer⁴⁷ menen dat:

‘Het wettelijke agenderingsrecht prevaleert, tenzij hiervan in de concrete omstandigheden op grond van de redelijkheid en billijkheid dient te worden afgeweken, hetgeen het geval is als de aandeelhouder misbruik zou maken van zijn agenderingsrecht. Dit laatste is de zogenoemde “derogerende werking” van de redelijkheid en billijkheid, zoals weergegeven in art. 2:8 lid 2 BW.’

Wij zijn het met bovengenoemde schrijvers eens dat bij het invoeren van de responstijd een zwaardere toets dient te worden aangelegd dan de Ondernemingskamer heeft gedaan in *CryoSave*.

Het agenderingsrecht en het bijeenroepingsrecht betreffen kernbevoegdheden van aandeelhouders. Deze bevoegdheden zijn neergelegd in dwingende wetsbepalingen (respectievelijk art. 2:114a en 2:110/111 BW) en kunnen alleen opzij worden gezet indien de uitoefening van de betrokken bevoegdheid naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is (art. 2:8 lid 2 BW) en/of misbruik van recht oplevert (art. 3:13 BW). Ondanks de brede consensus in de literatuur over een zwaardere toets voor het invoeren van de responstijd dan die de Ondernemingskamer heeft gehanteerd, is de responstijd – na het schrappen van een aanscherping daarvan in de consultatieversie – opnieuw opgenomen in de *Corporate Governance Code 2016*. In het hiervoor behandelde *Boskalis/Fugro*-arrest heeft de Hoge Raad duidelijk stelling genomen ten aanzien van de vraag of het agenderingsrecht door het bestuur opzij kan worden gezet (en zo ja, onder welke voorwaarden), door te overwegen dat een verzoek op grond van art. 2:114a BW slechts in uitzonderlijke gevallen kan worden geweigerd: ‘Een grondslag voor zo’n weigering kan gelegen zijn in art. 2:8 lid 2 BW of art. 3:13 lid 1 BW.’ Ons inziens kan deze overweging mutatis mutandis worden ingeroepen voor het hanteren van de responstijd bij een verzoek om een buitengewone vergadering bijeen te roepen ex art. 2:110/111 BW. Het *Boskalis/Fugro*-arrest ging weliswaar over agendering en niet over de responstijd, maar de responstijd kan nu juist door het

45 Zie M.W. Josephus Jitta in zijn noot onder Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, JOR 2013/272.

46 R. Abma, *Rechtskarakter responstijd*, *Ondernemingsrecht* 2013, p. 6. H.J. de Kluiver heeft hierop gereageerd in zijn *Reactie op commentaar bij uitspraak CryoSave Group/Salveo Holding*, *Ondernemingsrecht* 2013/127, maar is daarbij niet ingegaan op de argumenten van de overige schrijvers.

47 Van Hulst & Boer 2013, p. 222.

bestuur worden ingeroepen met als doel agendering van een hem ongewenst agendapunt te vertragen.

Het is aannemelijk dat bij beursgenoteerde vennootschappen die niet meer voorzien zijn van beschermingsconstructies de vrees bestaat dat een beroep op de responstijd niet in alle gevallen wordt gehonoreerd. Indien een beroep op de responstijd al wordt gehonoreerd, dan zou dit – wat ons betreft – gezien het bovengenoemde arrest alleen kunnen geschieden op grond van art. 2:8 lid 2 of 3:13 lid 1 BW.⁴⁸ Om te voorkomen dat deze vennootschappen betrekkelijk⁴⁹ weerloos zijn bij vijandige overnames en/of voorstellen van activistische aandeelhouders, heeft de Nederlandse regering zich gebogen over mogelijke wettelijke beschermingsregels.

5 De wettelijke bedenktijd

‘Overnames door buitenlandse bedrijven zijn onderdeel van het economisch proces. Ze bieden kansen voor ons bedrijfsleven, maar kunnen ook risico’s opleveren voor de Nederlandse economie, zeker als deze een vijandig karakter hebben.’⁵⁰

Dat waren de woorden van voormalig minister Henk Kamp toen hij op 20 mei 2017 aan de Tweede Kamer zijn zorgen uitte over de toename in overnameactiviteiten in zowel Nederland als de rest van Europa. In het geval van een aangekondigd overnamebod of andere situaties waarbij de continuïteit, onafhankelijkheid, identiteit of ontplooiing van (beurs)vennootschappen op het spel staat, wordt het wenselijk geacht dat het bestuur voldoende tijd heeft om een zorgvuldige reactie voor te bereiden, waarbij het oog heeft voor de belangen van alle betrokken stakeholders.⁵¹ Ook minister Henk Kamp achtte het van groot belang dat het bestuur van een beursvennootschap voldoende tijd heeft om de consequenties voor alle

48 Dit geldt in ieder geval ten aanzien van art. 2:114a BW (agenderingsrecht) en dit zou ons inziens mutatis mutandis ook moeten gelden ten aanzien van art. 2:110/111 BW (rechterlijke machtiging tot bijeenroeping van een algemene vergadering).

49 Geheel weerloos is een beursvennootschap als zij geen beroep kan doen op een beschermingsconstructie niet. Zoals uit de Stork-beschikking (Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42) blijkt, kan een enquêteverzoek ertoe leiden dat de Ondernemingskamer een voorziening treft waarbij de betrokken aandeelhouders verboden wordt om te stemmen voor het opzeggen van het vertrouwen in de raad van commissarissen als bedoeld in art. 2:161a BW. Ditzelfde geldt ons inziens voor het stemmen voor het ontslag van individuele bestuurders (‘te allen tijde’, art. 2:134 BW) en/of commissarissen (art. 2:144 BW). Daarbij moet wel worden opgemerkt dat ook bovengenoemde artikelen dwingend recht bevatten en slechts in zeer sprekende gevallen (zie art. 2:8 lid 2 BW) door de redelijkheid en billijkheid opzij kunnen worden gezet.

50 Brief van de minister van Economische Zaken aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal van 20 mei 2017 (Kamerbrief overnames van bedrijven).

51 Jan Hommen (o.a. ex-CEO ING), Jeroen van der Veer (o.a. ex-CEO Shell) en Peter Wakkie (o.a. ex-bestuurslid Ahold) werd in april 2017 (op verzoek van de commissarissen van de 25 AEX-vennootschappen) verzocht om een plan uit te werken en aan de politiek voor te leggen voor een bedenktijd van één jaar bij vijandige overnames.

stakeholders te bezien, en om zo nodig zijn eigen strategie te wijzigen. Een weloverwogen besluit is in het belang van de betreffende beursvennootschap en bevordert de langetermijnwaardecreatie. Het wegen van deze belangen door het bestuur bij zijn besluitvorming past binnen de Rijnlandse Corporate Governance-traditie.⁵² Daarnaast had de voormalig minister nog een argument voor invoering van een wettelijke beschermingsconstructie: niet-Europese investeerders profiteren in Europa van het recht op gelijke behandeling, terwijl Europese investeerders, actief buiten Europa, aanlopen tegen een (vaak meer) gesloten systeem. De minister wil reciprociteit, een gelijk speelveld voor alle investeerders.⁵³ In de Tweede Kamer werden vier opties gepresenteerd die op dat moment nog moesten worden beoordeeld op de verwachte effectiviteit (waaronder begrepen de gevolgen voor het vestigings- en investeringsklimaat), de duur van de maatregel en de breedte van de werking.⁵⁴ Slechts één variant haalde het regeerakkoord van Rutte III. Met de toepasselijke titel 'Vertrouwen in de toekomst' belooft het kabinet-Rutte III maatregelen te nemen voor de verschuiving van invloed van bepaalde activistische aandeelhouders die vooral gericht zijn op de korte termijn, naar aandeelhouders en andere stakeholders die belang hebben bij waardecreatie op lange termijn. Een beursvennootschap die op de algemene vergadering te maken krijgt met voorstellen voor een fundamentele strategiewijziging kan een bedenktijd van maximaal 250 dagen inroepen, mits deze het kapitaalverkeer niet raakt. In deze periode dient verantwoording te worden afgelegd aan de aandeelhouders over het gevoerde beleid en dienen alle stakeholders die betrokken zijn bij de beursvennootschap geraadpleegd te worden.⁵⁵ Wij vragen ons af hoe hiermee een vijandig overnamebod kan worden tegengehouden. Immers, alleen de aandeelhouders beslissen of zij wel of niet op het bod ingaan (niet het bestuur).⁵⁶

Op het eerste gezicht lijkt de wettelijke bedenktijd op de responstijd. Het belangrijkste verschil is echter dat de bedenktijd wettelijk wordt verankerd, daar waar de responstijd op een 'pas toe of leg uit'-principe is opgenomen in de Corporate Governance Code. De voorgestelde duur van de wettelijke bedenktijd bedraagt

- 52 Brief van de minister van Economische Zaken aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal van 20 mei 2017 (Kamerbrief overnames van bedrijven).
- 53 Hier wordt expliciet verwezen naar landen zoals China en de Verenigde Staten. Zie de brief van de minister van Economische Zaken aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal van 20 mei 2017 (Kamerbrief overnames van bedrijven).
- 54 Het betrof de volgende vier opties: (1) de wettelijke bedenktijd, (2) de verhoging van het minimumgestanddoeningspercentage, (3) een vereenvoudiging van uitgifte beschermingspreferente aandelen en (4) de introductie van een minimumbedenktijd in het Besluit openbare biedingen Wft.
- 55 Regeerakkoord 2017-2021, VVD, CDA, D66 en ChristenUnie, Vertrouwen in de toekomst, p. 34.
- 56 In dit kader verdient het opmerking dat na gestanddoening van een vijandig bod het bestuur van de vennootschap zijn medewerking dient te verlenen aan de vervolgstappen (*squeeze-out* van minderheidsaandeelhouders en *delisting*). Op het moment dat medewerking van het bestuur van de beursvennootschap wordt verzocht, zou het bestuur gebruik kunnen maken van de wettelijke bedenktijd. Voor een (vijandige) bieder zal het inroepen van de wettelijke bedenktijd na gestanddoening van het openbaar bod als zeer onaantrekkelijk worden ervaren. Immers, hij is groot aandeelhouder geworden van een beursvennootschap, maar kan niet direct zijn wensen 'doordrukken' omdat het bestuur zijn medewerking niet verleent.

250 dagen, daar waar dat bij de responstijd 180 dagen is.⁵⁷ Bij het invoeren van de bedenktijd worden alle stakeholders geraadpleegd, terwijl bij de responstijd enkel hoeft te worden overlegd met de betreffende aandeelhouder(s).⁵⁸ Daarnaast wordt bij de wettelijke bedenktijd verwacht dat verantwoording gedurende het proces wordt afgelegd, in tegenstelling tot bij de responstijd. Bij de responstijd geschiedt de verantwoording achteraf.⁵⁹ Tot slot beschrijft het regeerakkoord dat de wettelijke bedenktijd niet kan worden ingezet in combinatie met beschermingsconstructies van de beursvennootschappen zelf.⁶⁰ De tekst van het regeerakkoord is op dit onderdeel onduidelijk. Wordt hiermee bedoeld dat een beursvennootschap geen beroep kan doen op de bedenktijd indien de beursvennootschap reeds beschikt over andere beschermingsconstructies, óf wordt bedoeld dat de beursvennootschap geen gebruik mag maken van andere beschermingsconstructies op het moment dat zij gebruik maakt van de bedenktijd? Wij zijn van mening dat in ieder geval niet is bedoeld om deze bescherming uitsluitend toe te kennen aan beursvennootschappen die anders 'onbeschermd' zouden zijn. Ware dit wel zo, dan zou dit meebrengen dat 'goed' gedrag wordt bestraft, daar waar 'slecht' gedrag wordt beloond. Mocht onze aanname juist zijn, dan is de redenering van het kabinet nog steeds moeilijk te volgen omdat het recht tot uitoefening van de verschillende beschermingsconstructies is toegekend aan verschillende stakeholders (en niet aan het bestuur van de beursvennootschap). Zo is het bijvoorbeeld bij de uitgifte van preferente aandelen aan een onafhankelijke stichting het bestuur van de betreffende stichting die een eigen belangenafweging maakt alvorens het gebruik maakt van de *call optie*. Naast deze onduidelijkheid over de regeling bestaat er in de literatuur ook veel kritiek op de invoering van een wettelijke bedenktijd. Boven op de onverenigbaarheid met Europese regelgeving – waarover hieronder meer – wordt in de literatuur terecht beargumenteerd dat de bedenktijd achteraf niet zozeer preventief werkt, maar veeleer in de eerste fase van het overnameproces de druk op bestuurders en commissarissen vergroot om in overleg te treden met een potentiële bidder die zijn overnameplannen publiekelijk bekend heeft gemaakt en als voorwaarde heeft gesteld dat de doelvennootschap meewerkt aan het bod.⁶¹ Daarnaast is de toegevoegde waarde van een wettelijke bedenktijd boven op de responstijd wat ons betreft beperkt en leiden de verschillen tussen beide constructies slechts tot verwarring. Tevens hebben, op een enkele uitzondering na, alle beursvennootschappen die aan de AEX en AMX zijn genoteerd, de beschikking over hun 'eigen' (al dan niet contractuele) beschermingsconstructie én staat voor elke beursvennootschap de weg naar de Ondernemingsrecht 6 februari 2018, p. 86.

57 De Nederlandse Corporate Governance Code 2016, bepaling 4.1.7.

58 De Nederlandse Corporate Governance Code 2016, bepaling 4.1.7.

59 De Nederlandse Corporate Governance Code 2016, bepaling 4.1.7.

60 Regeerakkoord 2017-2021, VVD, CDA, D66 en ChristenUnie, Vertrouwen in de toekomst, p. 34. Er wordt hier zelfs expliciet verwezen naar de uitgifte van preferente aandelen of prioriteitsaandelen.

61 L.F. Groothuis, Hijgerig of een kwestie van lange adem? Beschouwingen bij het Plan Hommen, Ondernemingsrecht 6 februari 2018, p. 86.

W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten

mingskamer open.⁶² De effectiviteit van deze bestaande constructies is recent bewezen in bijvoorbeeld KPN, Mylan en Fugro. Ter uitvoering van de aangekondigde maatregelen in het regeerakkoord van Rutte III wordt op dit moment gewerkt aan een voorontwerp van het wetsvoorstel. Het kabinet heeft besloten om, voorafgaand aan verdere uitwerking van het wetsvoorstel, voorlichting aan de Afdeling advisering van de Raad van State te vragen rondom de Europeesrechtelijke aspecten van de wettelijke bedenktijd.⁶³

De huidige minister van Economische Zaken en Klimaat – Eric Wiebes – verwacht dat na de zomer van 2018 een wetsvoorstel wordt toegestuurd aan de Tweede Kamer.⁶⁴ Hoewel het slechts een kwestie van tijd lijkt alvorens de wettelijke bedenktijd wordt ingevoerd, wordt in de literatuur⁶⁵ en de pers⁶⁶ wat ons betreft terecht gesteld dat de wetgever zich dit werk beter kan besparen, gezien de mogelijkheid dat deze in strijd is met Europees recht en/of praktisch gezien onwenselijk is.

6 De toelaatbaarheid van de wettelijke bedenktijd onder het Europees recht

De wettelijke bedenktijd van maximaal 250 dagen doorkruist de 60-dagentermijn waarbinnen een agenderingsverzoek voor een algemene vergadering moet worden ingediend. De facto zullen er na invoering van de wettelijke bedenktijd twee termijnen voor het indienen van een agenderingsverzoek bestaan. Art. 6 lid 3 van de Aandeelhoudersrichtlijn⁶⁷ bepaalt het volgende:

‘Elke lidstaat stelt, onder verwijzing naar een bepaald aantal dagen voorafgaand aan de algemene vergadering of de oproeping, *één specifieke termijn* vast [cursivering WO & RS] tot waarop aandeelhouders het in lid 1, onder a), bedoelde recht [het recht om punten op de agenda te plaatsen; WO & RS] kunnen uitoefenen.’

Ook Groothuis⁶⁸ merkt op dat een wettelijke verankering van ‘bedenktijd achteraf’ op gespannen voet lijkt te staan met art. 6 lid 3 van de Richtlijn 2007/36/EG, dat lidstaten uitdrukkelijk verplicht één specifieke termijn te stellen. Opvallend is naar aanleiding van de aanbeveling van de commissie-Frijns om de res-

62 Bij de Ondernemingskamer zouden onmiddellijke voorzieningen kunnen worden verzocht zoals het schorsen van stemrecht.

63 Kamerstukken II 2017/18, 29826, 97.

64 Kamerstukken II 2017/18, 29826, 97 en Kamerstukken II 2017/18, 29826, 104.

65 Groothuis 2018, p. 85-86; H. Koster, Na AkzoNobel: meer bescherming vereist voor beursvennootschappen?, O&F (26) 2018, afl. 1, p. 34-39; J.W. Winter, Column. In de delta van het Rijnland, ESB 2017/4751, p. 334.

66 A. de Mol van Otterloo, *Opinie*. Gooi het bedenktijdvoorstel in de prullenbak, NRC 18 mei 2018.

67 Deze bepaling stond al in de Richtlijn 2007/36/EG en is niet aangepast of geschrapt door de herziene Richtlijn EU 2017/828.

68 Groothuis 2018, p. 86.

ponstijd uit de Code in de wet te verankeren, dat regeringsvertegenwoordigers diverse malen⁶⁹ hebben aangegeven dat dit niet mogelijk is op basis van het argument dat door de wetgever⁷⁰ slechts één termijn gesteld mag worden. In de Kamerstukken met betrekking tot de implementatie van de Aandeelhoudersrichtlijn in 2004 was de toenmalig minister zelfs van mening dat het handhaven van het begrip ‘zwaarwichtig belang’, op grond waarvan een agendapunt door het bestuur kan worden geweigerd, in strijd was met de Aandeelhoudersrichtlijn.⁷¹ Ons is niet duidelijk met welke redenering het huidige kabinet kan rechtvaardigen dat invoering van een wettelijke bedenktijd nu niet strijdig is met art. 6 lid 3 Aandeelhoudersrichtlijn.

Timmerman⁷² ziet kennelijk wel een mogelijkheid om dit te rechtvaardigen en geeft het volgende ‘beperkte idee’ in overweging:

‘De Nederlandse wetgever geeft aan het bestuur en de commissarissen de bevoegdheid om met het oog op de behartiging van het vennootschappelijk belang en afhankelijk van de omstandigheden van het geval een bijzondere, nadere termijn te bepalen voor het houden van een stemming over een aan gelegenheid waartoe de aandeelhoudersvergadering bevoegd is. Zo’n bijzondere termijn voor het houden van een stemming kan onder omstandigheden gerechtvaardigd zijn, omdat bij een stemming over een besluit iets definitiefs gebeurt. Dat vergt overleg, bezinning door alle betrokkenen en een goede voorbereiding, zeker in een belangrijke institutie als een beursvennootschap. Ik meen dat zo’n bijzondere termijn niet in strijd is met art. 6 van de Aandeelhoudersrichtlijn en alleen in bijzondere omstandigheden geldt. Ik wijs erop dat blijkens overweging 7 van de Aandeelhoudersrichtlijn de agenderingsrechten in beginsel gelden. Uitzonderingen in bijzondere omstandigheden zijn dus mogelijk.’

Dit prikkelende idee van Timmerman geeft aanleiding tot bestudering van overweging 7 van de Aandeelhoudersrichtlijn. Hierin staat het volgende:

‘Aandeelhouders moeten in beginsel de gelegenheid krijgen om punten op de agenda van de algemene vergadering te plaatsen en ontwerp-resoluties over agendapunten in te dienen. Zonder dat wordt geraakt aan de diverse tijdschema’s en modaliteiten die thans in de Gemeenschap worden gebruikt, moeten ten aanzien van de uitoefening van deze rechten twee grondregels gelden, namelijk dat een eventuele drempel voor de uitoefening van deze

69 Kamerstukken II 2008/09, 31083, 29, p. 12 en Kamerstukken II 2008/09, 32014, 8, p. 26 en 27.

70 De van art. 2:114a BW afwijkende termijn van maximaal 180 dagen in de Corporate Governance Code kan dogmatisch worden gerechtvaardigd door de stelling dat dit niet een door de wetgever vastgestelde termijn is maar een termijn die door de Corporate Governance Commissie wordt gegrond op de derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid.

71 Kamerstukken II 2008/09, 31746, 7, p. 5.

72 L. Timmerman, De rol van het vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen, *TvOB* 2018, afl. 1, p. 16-18.

W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten

rechten niet hoger mag zijn dan 5% van het aandelenkapitaal van de vennootschap en dat alle aandeelhouders in alle gevallen de definitieve versie van de agenda op een zodanig tijdstip moeten ontvangen dat zij het debat en de stemming over ieder punt op de agenda kunnen voorbereiden.’

Wij lezen de passage zo dat de woorden ‘in beginsel’ slechts slaan op de mogelijkheid om voor de uitoefening van het agenderingsrecht een drempel van maximaal 5% van het aandelenkapitaal te eisen en te waarborgen dat de agenderingstermijn lang genoeg is om te garanderen dat alle aandeelhouders de agenda tijdig ontvangen. Immers, indien de Europese wetgever hier een ander voorbehoud had willen maken, dan had hij dit in de tekst van de bepaling van de Richtlijn opgenomen. Wij wijzen erop dat de woorden ‘in beginsel’ niet terugkomen in de tekst van art. 6 Aandeelhoudersrichtlijn. Lid 3 van dit artikel vereist klip-en-klaar dat elke lidstaat ‘één specifieke termijn’ vaststelt waarbinnen aandeelhouders het agenderingsrecht kunnen uitoefenen!

Niet alleen de Aandeelhoudersrichtlijn vormt een belemmering voor de invoering van de wettelijke bedenktijd, maar ook bepaalde andere regels van Europees recht. Op basis van art. 63 lid 1 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU)⁷³ zijn maatregelen die een belemmerend effect hebben op het kapitaalverkeer verboden, tenzij (zie art. 65 VWEU) de betreffende maatregel is gerechtvaardigd op grond van de openbare orde of openbare veiligheid.

Hoewel art. 4 lid 2 EU-verdrag bepaalt dat de nationale veiligheid ‘de uitsluitende verantwoordelijkheid van elke lidstaat blijft’, heeft het Hof van Justitie⁷⁴ in diverse arresten het volgende overwogen:

‘Niettemin staat vast dat de eisen van openbare veiligheid, met name omdat het een afwijking van het grondbeginsel van het vrije verkeer van kapitaal betreft, strikt moet worden opgevat, zodat de inhoud ervan niet zonder controle door de instellingen van de Unie eenzijdig door de onderscheiden lidstaten kan worden bepaald. Bijgevolg kan de openbare veiligheid slechts worden aangevoerd in geval van een werkelijke en een voldoende ernstige bedreiging die een fundamenteel belang van de samenleving aantast.’

Bulten, De Jong, Breukink en Jettinghoff trekken hieruit terecht de conclusie dat (bij de uitleg van art. 63 VWEU) uitgegaan moet worden van een strikte interpretatie van nationale veiligheid en openbare orde.⁷⁵ Voor een beroep op deze uit-

73 Art. 63 lid 1 VWEU (geconsolideerde versie).

74 Zie HvJ EU 10 november 2011, C-212/09, ECLI:EU:C:2011:717, Ondernemingsrecht 2012/110 m.nt. Schutte-Veenstra (Commissie/Portugal), par. 83 en de daar vermelde eerdere uitspraken van het HvJ EU.

75 C.D.J. Bulten, B.J. de Jong, E.J. Breukink & A. Jettinghoff, Vitale vennootschappen in veilige handen (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 142), Deventer: Wolters Kluwer 2017, par. 5.3.3, p. 175.

zondering op de vrijheid van kapitaalverkeer is een ‘werkelijke en voldoende ernstige bedreiging nodig die een fundamenteel belang van de samenleving aantast’.

Bestaat er nu in Nederland een dergelijke dreiging? Het is belangrijk hierbij een onderscheid te maken tussen de bescherming van vennootschappen die van belang zijn voor de nationale veiligheid en de bescherming van ‘gewone’ beursvennootschappen zoals AkzoNobel en Unilever.⁷⁶ Bij de categorie ‘gewone’ beursvennootschappen kan moeilijk worden volgehouden dat de openbare veiligheid in het geding is. De mogelijke overname van één of meer grote beursvennootschappen bedreigt deze veiligheid niet. Verreweg de meeste Nederlandse beursvennootschappen hoeven niet bang te zijn voor een vijandige overname. Vletter-van Dort en Keijzer⁷⁷ geven terecht aan dat als de strategie breed wordt gesteund door grootaandeelhouders (of wanneer AkzoNobel voldoende winstgevend zou zijn geweest), de meerderheid van de aandeelhouders niet snel geneigd zal zijn een vijandig bod te steunen. Zij betogen voorts dat als aandeelhouders dan toch verleid worden door een aantrekkelijk bod, het Nederlandse ondernemingsrecht beursvennootschappen de mogelijkheid biedt om een variëteit aan beschermingsmaatregelen in te zetten. Dat deze beschermingsconstructies effectief zijn, blijkt uit de recente mislukte overnamepogingen bij KPN, Mylan en Fugro.

Maar zelfs al zou de Nederlandse regering met succes kunnen betogen dat mogelijke vijandige overnames van gewone Nederlandse beursvennootschappen de bovenomschreven bedreiging van de openbare veiligheid opleveren, dan staat daarmee nog niet vast dat de wettelijke bedenktijd gebruikt mag worden om deze bedreiging tegen te gaan. In de jurisprudentie van het Hof van Justitie⁷⁸ is nog een ander toetsingskader voor nationale-inbreukmaatregelen ontwikkeld. Het gaat daarbij om de proportionaliteit, kenbaarheid en de mogelijkheid tot een rechterlijke toets.⁷⁹ We hebben vastgesteld dat de mogelijke invoering van de wettelijke bedenktijd samenhangt met de gedachte dat het bestuur van een beursvennootschap voldoende tijd moet worden gegund om een juiste belangenafweging te kunnen maken en de consequenties voor alle stakeholders te kunnen overzien, waarbij het eventueel (zo nodig) zijn eigen strategie kan wijzigen. De rechtvaardigingsgrond ten aanzien van de ‘openbare orde of openbare veiligheid’ lijkt in het specifieke geval van de wettelijke bedenktijd te ontbreken. Daarnaast is ons inziens geen sprake van proportionaliteit van de getroffen maatregel.⁸⁰ Nog daar gelaten dat het bestuur van de beursvennootschap de responstijd tot zijn beschikking heeft, zijn er ook effectievere (en wat ons betreft door de overheid minder

76 H.M. Vletter-van Dort & T. Keijzer, *De veilige toekomst van de Nederlandse beursvennootschap*, *Ondernemingsrecht* 2017/73, p. 433.

77 Vletter-van Dort & Keijzer 2017, p. 434.

78 Zie hiervoor onder meer HvJ EU 13 juli 2000, C-423/98, ECLI:EU:C:2000:401, par. 21-22.

79 C.D.J. Bulten, B.J. de Jong & E.J. Breukink, *De wet voorkoming ongewenste zeggenschap telecom*, *Ondernemingsrecht* 2018/17, par. 5.2, p. 104.

80 Bij de proportionaliteit van een maatregel gaat het onder andere om de vraag of de maatregel niet verder gaat dan strikt noodzakelijk (om de doelstelling te bereiken) en of er geen andere, minder ingrijpende maatregelen mogelijk zijn ter verwezenlijking van het nagestreefde doel. Zie Bulten, De Jong en Breukink 2018.

ingrijpende) maatregelen beschikbaar, namelijk de eerder besproken effectieve beschermingsmaatregelen.⁸¹ Indien dergelijke maatregelen niet ter beschikking staan van de beursvennootschap (of een onafhankelijke stichting), dan is/was dit een bewuste keuze van de betreffende beursvennootschap (en haar aandeelhouders). Deze (strategische) keuze⁸² moet ook in geval van een (vijandige) overname worden gerespecteerd. Een mogelijke invoering van de wettelijke bedenktijd kan potentiële beleggers doen besluiten om niet te investeren in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, en juist deze maatstaf gebruikt het Hof van Justitie om vast te stellen of een maatregel in strijd is met het vrij verkeer van kapitaal:

‘Nationale maatregelen die het verwerven van aandelen van de betrokken ondernemingen kunnen blokkeren of beperken, of beleggers uit andere lidstaten ervan kunnen weerhouden in die ondernemingen te investeren, moeten ook worden aangemerkt als “beperkingen” in de zin van art. 63 VWEU.’⁸³

Naast de in art. 65 VWEU genoemde uitzonderingen⁸⁴ op de vrijheid van kapitaalverkeer is het mogelijk dat er nationale wetsbepalingen zijn die op grond van ‘dwingende redenen van algemeen belang’ voor kunnen gaan op de bepalingen van vrij verkeer.

Uit de *Cassis de Dijon*-uitspraak van het Hof van Justitie⁸⁵ en overige mede daarop gebaseerde rechtspraak van dit Hof vloeit voort dat een hieruit voortvloeiende beperking van het kapitaalverkeer niet op discriminerende wijze mag worden toegepast en niet verder mag gaan dan nodig ter verwezenlijking van een doelstelling van algemeen belang (de *rule of reason*).⁸⁶ Op 4 juni 2002 bepaalde het Hof van Justitie⁸⁷ dat overwegingen van economische aard geen geldige recht-

81 Zie ook G. Kemperink, *Nederlandse kroonjuwelen en buitenlandse bidders*, NJB 2017/1512.

82 Lange tijd was de opvatting gemeengoed dat beschermingsmaatregelen een waardedrukkend effect hebben, de zogenoemde ‘Dutch discount’. Wat hier ook van zij, het ontbreken van één of meer beschermingsmaatregelen kan een aandeelhouder doen besluiten om juist te investeren in de betreffende beursvennootschap. Het kan door het bestuur ook als een *investment opportunity* worden gepresenteerd, waardoor zij bijvoorbeeld bij de beursgang (of na afschaffing van haar beschermingsconstructies) als meer ‘aantrekkelijk’ wordt gezien.

83 HvJ EU 21 oktober 2010, C-81/09 (*Idryma Typou*), par. 55. Zie ook Winter 2017.

84 Naast de nationale veiligheid en openbare orde worden in dit artikel (1) belastingmaatregelen die een gerechtvaardigd onderscheid maken ‘tussen belastingplichtigen die niet in dezelfde situatie verkeren met betrekking tot hun vestigingsplaats of de plaats waar hun kapitaal is belegd’, genoemd en (2) maatregelen om overtredingen van de nationale wetten en voorschriften tegen te gaan, met name op fiscaal gebied en met betrekking tot het bedrijfseconomisch toezicht op financiële instellingen, of (3) maatregelen om te voorzien in procedures voor de kennisgeving van kapitaalbewegingen ter informatie van de overheid of voor statistische doeleinden. Omdat wij ervan uitgaan dat de wettelijke bedenktijd hier niet onder de 1, 2 en 3 genoemde uitzonderingen zal vallen, behandelen wij deze uitzonderingen niet in deze bijdrage.

85 HvJ EG 20 februari 1979, zaak 120/78.

86 K. Lenaerts & P. Van Nuffel, *Europees recht*, Antwerpen/Cambridge: Intersentia 2011, par. 269, p. 206 en de daar genoemde rechtspraak.

87 C-367/98 (*Commissie/Portugal*).

vaardigingsgrond opleveren. Dit betekent dat bij toetsing of de wettelijke bedenktijd onder deze uitzondering valt aannemelijk zal moeten worden gemaakt dat deze maatregel niet op basis van (hoofdzakelijk) economische motieven is genomen. Als deze horde al genomen wordt, dan moet vervolgens aangetoond worden dat deze maatregel aan het proportionaliteits-/evenredigheidsvereiste voldoet. Hierboven hebben wij al aangegeven waarom wij van mening zijn dat deze maatregel niet aan dit vereiste voldoet.

Een soortgelijke problematiek als ten aanzien van het VWEU doet zich voor in het kader van art. 1 Eerste Protocol van het Europees Verdrag voor de Rechten van de Mens (EVRM).⁸⁸ Dit artikel luidt als volgt:

‘Iedere natuurlijke of rechtspersoon heeft recht op ongestoord genot van zijn eigendom. Aan niemand zal zijn eigendom worden ontnomen behalve in het algemeen belang en onder de voorwaarden voorzien in de wet en de algemene beginselen van internationaal recht. De voorgaande bepalingen tasten echter op geen enkele wijze het recht aan, dat de staat heeft om die wetten toe te passen, die hij noodzakelijk oordeelt om het gebruik van eigendom te reguleren in overeenstemming met het algemeen belang of om de betaling van belastingen of andere heffingen of boeten te verzekeren.’

Het Europese Hof voor de Rechten van de Mens (EHRM) bevestigde in zijn uitspraak van 7 november 2002 dat aandelen en aan aandelen verbonden rechten onder het eigendomsbegrip van het Eerste Protocol (EP) vallen.⁸⁹ Vossestein⁹⁰ merkt op dat het EHRM in deze zaak (in r.o. 61 en 62) ook aanvaardt dat een aandeelhouder ontvankelijk kan zijn in zijn verzoek ter zake van schending van art. 1 EP (mede) vanwege een verlies aan zeggenschap. Voorts legde het EHRM (in r.o. 71) het begrip ontneming van de eigendom uit art. 1 lid 1, tweede zin, EP in deze uitspraak ruim uit. Hieronder vallen niet alleen formele onteigeningen, maar ook *de facto*-onteigeningen, zoals gedwongen omzetting of verwatering. Daarbij overwoog het EHRM dat de economische waarde van de aandelen voldoende was verminderd om ontneming van eigendom aan te nemen.

Naar aanleiding van bovenstaande uitspraak is het pleitbaar dat de wettelijke bedenktijd resulteert in ontneming van eigendom. De zeggenschap die verbonden is aan de aandelen in een beursgenoteerde vennootschap die voordien niet beschermd was – en daarmee economische waarde vertegenwoordigt –, zal immers ernstig verminderen. Het door het bestuur inroepen van een wettelijke bedenktijd werkt naar zijn aard tijdelijk, maar kan om die reden wel een definitief effect hebben. Het missen van de zeggenschap om bestuurders die niet willen meewerken aan een openbaar bod te ontslaan, wordt – zeker als dit leidt tot het

88 Art. 1 EP EVRM.

89 Zie EHRM 7 november 2002, JOR 2003/112 m.nt. Vossestein (Olczak/Polen), r.o. 60 en de in deze noot genoemde uitspraken van het EHRM uit respectievelijk 27 september 2001 (Sovrasvto/Oekraïne) en 12 oktober 1982 (Bramelid en Malmstrom/Zweden).

90 In zijn noot onder deze uitspraak in JOR 2003/112.

W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten

missen van een overnamepremie – door de betrokken aandeelhouders hoogstwaarschijnlijk als een ontneming van eigendom ervaren. De wettelijke bedenktijd zet – tijdelijk – belangrijke zeggenschapsrechten van (de algemene vergadering van) aandeelhouders opzij en kwalificeert ons inziens in ieder geval als een regulering van eigendom. Zowel een ontneming als een regulering van eigendom levert een inbreuk op het recht op ongestoord genot van eigendom op.

Volgens het EHRM is een inbreuk ‘slechts’ gerechtvaardigd wanneer zij legaal, legitiem en proportioneel is ten aanzien van de bescherming van het algemeen belang zoals de nationale veiligheid of de openbare orde.⁹¹ De toets van een nationale maatregel door het EHRM valt derhalve uiteen in drie delen: legaliteit, legitiemiteit en *fair balance* (proportionaliteit/evenredigheid).⁹²

Om aan de legaliteitstest te voldoen moet de inbreuk op het eigendomsrecht een voldoende deugdelijke wettelijke basis hebben. Daarbij geldt jurisprudentie ook als wettelijke basis.⁹³ Hoewel hierbij nog een aantal nadere vereisten geldt,⁹⁴ is het voor de Nederlandse wetgever niet moeilijk om aan deze norm te voldoen. Bij de legitiemiteitstest gaat het erom of de inbreuk op het eigendomsrecht noodzakelijk is ter bescherming van een algemeen belang. De betrokken lidstaat heeft daarbij een ruime beoordelingsmarge. Uit de jurisprudentie van het EHRM blijkt dat een inbreuk van het eigendomsrecht slechts dan faalt voor deze test wanneer het oordeel van de lidstaat zonder redelijke grond is.⁹⁵ Ook deze test zal weinig problemen opleveren voor de Nederlandse wetgever. Maar hoe zit dat met de proportionaliteitstest? Bulten c.s. leiden uit de uitspraak van 15 november 2005 van het EHRM inzake J.A. Pye (Oxford) Ltd tegen Verenigd Koninkrijk, r.o. 46,⁹⁶ af dat getoetst wordt:

- i ‘of de inbreuk niet zal resulteren in een buitensporige last voor de betrokkene;
- ii of er een redelijke mate van evenredigheid is tussen de gebruikte middelen en het nagestreefde doel;
- iii of en zo ja, in welke mate de betrokkene aanspraak kan maken op een vergoeding voor de inbreuk op zijn eigendomsrecht.’

Ook hierbij hebben de lidstaten een ruime beoordelingsmarge.

Bulten c.s.⁹⁷ merken op dat er geen sprake is van een *fair balance* (evenredigheid) wanneer de eigendom van een betrokkene wordt ontnomen zonder dat hij daar-

91 EHRM 23 september 1982, nr. 7151 en nr. 7152.75, ECLI:NL:XX:1982:AC7724, NJ 1988/290 m.nt. Alkema (Sporrong & Lönnroth/Zweden), r.o. 69.

92 Zie Bulten, De Jong & Breukink 2018, par. 5.2.

93 Bulten, De Jong, Breukink & Jettinghoff 2017, p. 181.

94 Zie hiervoor Bulten, De Jong, Breukink & Jettinghoff 2017.

95 Zie hiervoor Bulten, De Jong, Breukink & Jettinghoff 2017 en de daar in noot 59 vermelde jurisprudentie.

96 RvdW 2006/73.

97 Bulten, De Jong, Breukink & Jettinghoff 2017, p. 182.

voor (naar redelijkheid) wordt gecompenseerd. Zij stellen zelfs dat bij ontneming in de regel compensatie naar werkelijke waarde van het goed altijd nodig is. Dit betekent dat investeerders die getroffen worden door de wettelijke bedenktijd en kunnen aantonen dat dit een tijdelijke ontneming⁹⁸ is van een deel van hun eigendom – namelijk belangrijke zeggenschapsrechten en dus economische waarde – in beginsel recht zouden hebben op compensatie.

Ten slotte rijst de vraag of de conceptverordening voor screening van buitenlandse overnames en investeringen, die op 13 september 2017 door de Europese Commissie werd gepubliceerd,⁹⁹ ruimte schept voor een wettelijke bedenktijd. Daarover kunnen wij kort zijn. De conceptverordening beperkt zich tot directe investeringen door investeerders van buiten de EU die een bedreiging kunnen vormen voor de nationale veiligheid en openbare orde van een lidstaat. Hoewel laatstgenoemde begrippen in deze verordening worden opgerekt (hieronder valt ook bescherming van hoogwaardige technologie),¹⁰⁰ biedt deze verordening geen basis, maar ook geen belemmering voor invoering van een wettelijke bedenktijd die geldt voor alle beursvennootschappen van een lidstaat.

7 Conclusie

Op basis van bovenstaande achten wij het zeer waarschijnlijk dat de voorgenomen wettelijke bedenktijd strijdig zal zijn met art. 6 lid 3 Aandeelhoudersrichtlijn en art. 63 VWEU alsmede – bij het ontbreken van compensatie voor de getroffen aandeelhouders – met art. 1 EP EVRM. De conceptverordening screening van buitenlandse overnames en investeringen maakt dit niet anders.

Bij een juiste toepassing van art. 2:114a BW (agenderingsrecht) en art. 2:110/111 BW (rechterlijke machtiging tot bijeenroeping van een algemene vergadering) bieden deze artikelen aandeelhouders de mogelijkheid om bestuurders en commissarissen ter verantwoording te roepen ten aanzien van het door hen gevoerde beleid en de uitgevoerde strategie en eventueel hun ontslag te agenderen. Wij achten het begrijpelijk dat beursvennootschappen zich hiertegen – mits proportioneel – willen beschermen. Op zichzelf zijn wij daarom niet tegen beschermingsconstructies. Bestaande beschermingsconstructies blijken in de praktijk (KPN, Mylan en Fugro) ook goed te werken.

Investeerders die beleggen in Nederlandse beursvennootschappen (kunnen) weten welke vennootschappen zichzelf voorzien hebben van een beschermingsconstructie en hoeven bij deze vennootschappen niet verbaasd te zijn dat deze in

98 Vossestein merkt in zijn noot in JOR 2003/112 op dat bij een regulering van hun eigendom het ontbreken van compensatiemaatregelen 'slechts' een belangrijke factor is die bij de beoordeling van proportionaliteit meeweegt, terwijl bij ontneming van eigendom het verstrekken van schadevergoeding onontbeerlijk is voor de proportionaliteit van het overheidshandelen.

99 COM(2017)487 final.

100 Zie B.J. de Jong, C.D.J. Bulten & E.J. Breukink, *De conceptverordening voor screening van buitenlandse overnames en investeringen*, *Ondernemingsrecht* 2018/18, p. 108-116.

W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten

‘oorlogstijd’ worden ingezet. De belangen van de aandeelhouders worden bij deze vennootschappen voldoende beschermd door de in deze bijdrage omschreven ‘RNA-norm’.

Wij achten de invoering van een wettelijke bedenktijd niet wenselijk. De kwade kans bestaat dat het additioneel invoeren van een wettelijke beschermingsmaatregel door de overheid buitenlandse investeerders zal afschrikken. Voorts hebben wij hierboven geconcludeerd dat de voorgenomen wettelijke bedenktijd – als deze al wordt ingevoerd – aan alle beursvennootschappen ter beschikking zal staan. Dit levert een zekere overkill op, nu de meeste beursvennootschappen zich reeds adequaat hebben beschermd met bestaande middelen.