



Adv. escollege toetsing regeldruk

Retouradres Postbus 16228 2500 BE Den Haag

Aan de minister voor Rechtsbescherming  
De heer drs. S. Dekker  
Postbus 20301  
2500 EH DEN HAAG

Datum  
31 januari 2019

Onderwerp  
Bedenktijd voor beurs-  
vennootschappen

Uw kenmerk  
-

Ons kenmerk  
MvH/RvZ/AvE/HS/  
ATR0497/2019-U011

Bijlage(n)

Geachte heer Dekker,

Op 10 december 2018 is aan ATR voor advies aangeboden het voorontwerp Wijziging van Boek 2 BW in verband met het invoeren van een bedenktijd door het bestuur van een naamloze vennootschap. Op 7 december 2018 is van dit voorstel de internetconsultatie gestart, waarvan de reactie-termijn eindigt op 7 februari 2019.

### Aanleiding en context

Het wetsvoorstel ziet op de mogelijkheid tot het invoeren van een bedenktijd voor beursvennootschappen. Nederlandse beursvennootschappen kenmerken zich door het zogenaamde Rijnlandse model, waarin langetermijnwaardcreatie centraal staat en belangen van betrokkenen (stakeholders) bij de onderneming worden meegewogen. Bij bemoeienis van bepaalde, op korte termijn gerichte aandeelhouders met het beleid van een onderneming kan een zorgvuldige afweging van de effecten op de onderneming en op de stakeholders, onder druk komen te staan. De bedoeling van het wetsvoorstel is om het bestuur van een beursvennootschap tijd en rust te gunnen voor de inventarisatie en weging van belangen van de onderneming en haar stakeholders.<sup>1</sup>

Het bestuur krijgt de mogelijkheid om een bedenktijd in te roepen bij een dreigend ontslag als gevolg van het niet ingaan op ideeën van aandeelhouders met betrekking tot de strategie of bij een dreigende overname. De raad van commissarissen (RvC) moet met het invoeren van de bedenktijd instemmen. Het invoeren van de bedenktijd heeft tot gevolg dat de bevoegdheid van de algemene vergadering tot schorsing of ontslag van een bestuurder of commissaris gedurende maximaal 250 dagen is opgeschort. Het wetsvoorstel vloeit voort uit het regeerakkoord.

<sup>1</sup> Stakeholders zijn, naast aandeelhouders, de werknemers, crediteuren (waaronder banken en leveranciers), afnemers en klanten.

## Toetsingskader

ATR beoordeelt de gevolgen voor de regeldruk aan de hand van het volgende toetsingskader:

1. Nuloptie (nut en noodzaak): is er een taak voor de overheid en is wetgeving het meest aangewezen instrument?
2. Zijn er minder belastende alternatieven mogelijk?
3. Is gekozen voor een uitvoeringswijze die werkbaar is voor de doelgroepen die de wetgeving moeten naleven?
4. Zijn de gevolgen voor de regeldruk volledig en juist in beeld gebracht?

### 1. Nut en noodzaak

Het wetsvoorstel geeft een bevoegdheid voor beursvennootschappen om een bedenktijd in te roepen. De toelichting beschrijft als reden hiervoor dat in de loop der jaren de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders is veranderd. Er is, aldus de toelichting, opnieuw aanleiding om de consequenties van de druk die aandeelhouders op het bestuur kunnen uitoefenen, te bezien. Aandeelhouders, zoals buitenlandse beleggers, zijn actiever geworden. Het is om deze reden, aldus de toelichting, nodig dat er een ordentelijk proces kan worden doorlopen waarbij langetermijnwaardecreatie voorop kan staan. Als er in een dergelijke situatie geen zorgvuldig proces wordt doorlopen, kan dat volgens de toelichting onder andere leiden tot een te sterke nadruk op korte termijn winst (wat ten koste kan gaan van de marktpositie van de vennootschap), een grotere financiële instabiliteit van ondernemingen en een onevenredige aantasting van de belangen van verschillende stakeholders. Het college heeft begrip voor de beschreven aanleiding van het voorstel en stelt vast dat dit afdoende in de toelichting is opgenomen. Het college heeft echter wel twijfels bij de vraag of het wettelijk regelen van een bedenktijd het meest geëigende instrument is om aan de beschreven problemen tegemoet te komen.

Volgens de toelichting bij het wetsvoorstel zijn er naar schatting per jaar circa vijf gevallen waarin aandeelhouders een verzoek tot schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen doen, of waarin een vijandig bod wordt uitgebracht. Niet in al deze gevallen zal er behoefte zijn om de bedenktijd in te roepen. Het voorstel ziet daarmee op een zeer beperkt aantal vennootschappen.

Om zich tegen vijandige overnamebiedingen en ongewenste invloed van aandeelhouders te weren, hebben vennootschappen volgens de toelichting nu al verschillende instrumenten tot hun beschikking. De toelichting noemt achtereenvolgens de volgende instrumenten: de eerste is het voeren van een gedegen strategie, gericht op langetermijnwaardecreatie. Een tweede mogelijkheid is het hebben van een of meer kernaandeelhouders met een zodanig belang dat hier een beschermende werking van uit gaat. En daarnaast hebben Nederlandse beursvennootschappen, bij afwezigheid van kernaandeelhouders, veelal de beschikking over statutaire beschermingsmaatregelen. De meest voorkomende vormen daarvan zijn het uitgeven van preferente aandelen, prioriteitsaandelen en certificering van aandelen.

Ondanks deze bestaande instrumenten kan volgens de toelichting het bestuur in de praktijk onder druk komen te staan, waardoor voldoende tijd en rust voor een goede belangenafweging ontbreekt. Het is in geval van een vijandige overnamepoging immers van belang dat een onderneming een goede dialoog met stakeholders voert, zeker als er een zoektocht naar alternatieven wordt ingezet. De druk kan nog eens versterkt gelden indien er zowel een dreiging van een vijandige overname is als dat (enkele) aandeelhouders zich activistisch opstellen.

Regels voor een ondernemingsbestuur staan niet alleen in de wet maar ook in de Corporate Governance Code. De Code bevat een principe en een aantal best practice bepalingen inzake de strategie. Door de wettelijke verankering van de Code moeten beursvennootschappen mededelen hoe zij de Code naleven op basis van het 'pas toe of leg uit'-principe. Met betrekking tot de verhouding tussen bestuur en aandeelhouders inzake de strategie bevat de Code de zogenoemde *responstijd*. Deze regelt dat een aandeelhouder het bestuur een redelijke termijn van maximaal 180 dagen moet geven om te reageren op een voornemen tot een verzoek tot agendering van een onderwerp dat kan leiden tot een strategiewijziging. Het bestuur moet de responstijd gebruiken voor nader beraad en constructief overleg, in ieder geval met de desbetreffende aandeelhouder, en kan tegelijkertijd de alternatieven verkennen.

De meeste Nederlandse beursvennootschappen zijn beschermd via een van het bestuur onafhankelijke stichting die opties houdt op beschermingspreferente aandelen. De stichting kan deze optie inzetten indien de vennootschap wordt bedreigd (vergelijk de stichting in geval van America Móvil bij KPN). Andere vennootschappen (bijvoorbeeld AkzoNobel) hebben bijzondere zeggenschapsrechten toegekend aan een stichting die prioriteitsaandelen houdt.

Volgens de toelichting bij het wetsvoorstel onderscheidt de bedenktijd zich van beschermingspreferente aandelen doordat de laatste uitsluitend worden ingezet in geval van een (dreigend) vijandig bod. De bedenktijd is uitsluitend gericht op de bevoegdheid van de algemene vergadering tot schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen. De bedenktijd onderscheidt zich van de responstijd in de Code doordat de responstijd de agendering van een voorstel verhindert, terwijl de bedenktijd de agendering onverlet laat. Het voorstel kan dus op de Algemene vergadering Aandeelhouders (AvA) besproken worden, maar de AvA kan er geen besluit over nemen. Volgens het college is het effect van beide maatregelen daarmee hetzelfde, namelijk dat er geen besluitvorming kan plaatsvinden.

Het college stelt vast dat door bovengenoemde beschrijving van de diverse mogelijke instrumenten de toelichting voldoende aangeeft wat die andere mogelijkheden zijn en wanneer ze toegepast kunnen worden. Het toont echter niet aan dat de bestaande instrumenten niet werken, en wat de toegevoegde waarde van de bedenktijd is ten opzichte van die bestaande beschermingsmaatregelen om het doel van de wet dichterbij te brengen. De afgelopen jaren hebben immers laten zien dat bedrijven in staat zijn om met de huidige maatregelen de druk van actieve aandeelhouders succesvol te weerstaan. Er is dus niet aangetoond wat er mis gaat als de bedenktijd niet wordt ingevoerd. Met name het verschil in effect van de bedenktijd ten opzichte van de responstijd is niet duidelijk.

## **1.1 Het college adviseert om de meerwaarde van de bedenktijd aan te tonen door beter te onderbouwen waarom de bestaande instrumenten niet voldoen om hetzelfde effect te bereiken.**

De toelichting bij het wetsvoorstel beschrijft verder dat investeerders en aandeelhouders er op wijzen dat de bedenktijd ertoe kan leiden dat er druk wordt gezet op bedrijven om zich niet in Nederland te vestigen, of dat er minder in Nederland geïnvesteerd wordt. Bestuurders zouden zich onschendbaar kunnen voelen en daarmee niet het uiterste uit zichzelf en de vennootschap halen. Daarnaast kan het wetsvoorstel leiden tot meer risico op marktmisbruik. Zo kan over een lange periode bij meerdere (externe) partijen voorwetenschap aanwezig zijn. Het voornemen om de bedenktijd in te roepen kan men als voorwetenschap kwalificeren; indien er tijdens de bedenktijd met stakeholders wordt gesproken, kan men de inhoud van die gesprekken ook kwalificeren als

voorwetenschap. De toelichting gaat niet in op de manier waarop deze risico's zijn gewogen, of gezocht is naar manieren om deze risico's te verminderen.

**1.2 Het college adviseert om nader te onderbouwen of en zo ja op welke wijze gezocht is naar manieren om de beschreven risico's te verminderen.**

**2. Minder belastende alternatieven**

Op 20 mei 2017 heeft de minister van Economische Zaken een brief naar de Kamer gestuurd, waarin vier varianten werden geschetst om het bestuur van een onderneming tijd en ruimte te bieden om een overname of wezenlijke aanpassing van de strategie, voorgesteld door aandeelhouders, te beoordelen op de effecten voor alle stakeholders.<sup>2</sup> De toelichting bij het wetsvoorstel geeft aan dat het kabinet de keuze heeft gemaakt om een van deze varianten – de bedenktijd - uit te werken. In de opvatting van het Kabinet is de bedenktijd het te prefereren instrument omdat het de enige variant is die het doel effectief kan bereiken ook in geval van een voorstel van aandeelhouders voor een strategiewijziging. De toelichting geeft niet aan welke andere varianten er in 2017 in beeld waren, en hoe deze varianten vervolgens gewogen zijn.

**2.1 Het college adviseert om in de toelichting de onderlinge weging die heeft plaatsgevonden van de vier varianten uit de Kamerbrief op te nemen.**

De voorgestelde termijn van 250 dagen is langer dan de responstijd in de Code van 180 dagen. Volgens de toelichting is dit om het bestuur voldoende tijd en rust te geven voor een zorgvuldige beleidsbepaling. De toelichting geeft geen duidelijkheid over de vraag waar deze gekozen termijn op is gebaseerd. Ook in het regeerakkoord is de termijn van 250 dagen niet onderbouwd. Niet duidelijk is waarom een termijn van 180 dagen, gelijk aan de responstijd, niet voldoende zou zijn. Het is wenselijk dat de toelichting nader onderbouwt waarop de gekozen termijn van 250 dagen is gebaseerd.

**3. Werkbaarheid**

In twee situaties kan met dit voorstel een beursvennootschap een bedenktijd invoeren. In de eerste plaats is dat het geval als een of meer aandeelhouders (met een belang van 3 procent of meer in het kapitaal van de vennootschap) het bestuur verzoekt om een voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag van een bestuurder of commissaris op de agenda van de AvA te plaatsen. Dan wel een voorstel doet tot wijziging van de statutaire bepalingen die betrekking hebben op benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen. De gedachte is dat aan een dergelijk verzoek is voorafgegaan dat het bestuur niet is ingegaan op een wens van deze aandeelhouder(s) tot wijziging van de strategie van de vennootschap. In de tweede plaats wordt voorgesteld dat de vennootschap een bedenktijd kan invoeren in geval van een vijandig bod. Bij een vijandig bod is er per definitie sprake van een conflict over de strategie tussen het bestuur van de doelvennootschap en de bieder.

Het invoeren van de bedenktijd door de vennootschap vindt plaats door een met redenen omkleed besluit van het bestuur. Indien de vennootschap een RvC heeft, is de goedkeuring van de RvC

---

<sup>2</sup> De andere varianten waren: verhoging minimumgestanddoeningspercentage; vereenvoudiging uitgifte beschermingspreferente aandelen; aanpassing Besluit openbare biedingen Wft.

nodig. De bedenktijd geldt voor ten hoogste 250 dagen. Het bestuur kan wel besluiten de bedenktijd eerder te beëindigen. Voor het beëindigingsbesluit is eveneens de goedkeuring van de RvC vereist. De gedachte hierbij is dat de inbreng van de RvC zorgvuldigheid bevordert en dat het beëindigen van de bedenktijd ook een besluit is dat gevolgen heeft voor de RvC.

Tijdens de bedenktijd staat een beoogde zorgvuldige dialoog met (direct) belanghebbenden centraal, waaronder in ieder geval aandeelhouders met een agenderingsrecht en werknemers via de ondernemingsraad. De vennootschap doet verslag van het gevoerde beleid en de gang van zaken sinds het inroepen van de bedenktijd. Uiterlijk de dag waarop de bedenktijd afloopt maakt de vennootschap het verslag openbaar. Daarmee legt het bestuur verantwoording af aan de algemene vergadering. Het verslag wordt de eerstvolgende vergadering na de bedenktijd als bespreekpunt op de agenda geplaatst.

Met de bovenbeschreven werkwijze is de maatregel gericht en beperkt van opzet. Het college acht deze werkbaar.

Een vennootschap heeft de mogelijkheid om statutair uit te sluiten dat ze de wettelijke bedenktijd kan inroepen. Daarmee kan een vennootschap er bewust voor kiezen om af te zien van de mogelijkheid van het inroepen van de bedenktijd. Daarnaast kan volgens de toelichting alleen al de ruimte die de bedenktijd voor de vennootschap creëert, in de praktijk betekenen dat de bedenktijd niet wordt ingeroepen of niet volledig wordt gebruikt. Alleen al de mogelijkheid dat de bedenktijd wordt ingeroepen kan volgens de toelichting immers voldoende zijn om een per saldo beter resultaat voor de stakeholders te bereiken.

Volgens het college ligt het voor de hand, gezien de verwachting van het departement dat het inroepen van de bedenktijd zich slechts in een zeer beperkt aantal situaties zal gaan voordoen, om in het wetsvoorstel een evaluatiebepaling op te nemen. In die evaluatie kan dan de vermeende preventieve werking van het instrument meegenomen worden.

### **3.1 Het college adviseert om in het wetsvoorstel een evaluatiebepaling op te nemen.**

## **4. Gevolgen regeldruk**

De toelichting bij het wetsvoorstel bevat een paragraaf over de regeldruk. In deze paragraaf is de regeldruk als volgt beschreven. In Nederland zijn circa 150 beursvennootschappen, waarvan circa 100 aan Euronext Amsterdam genoteerd. Naar schatting zijn er per jaar circa vijf gevallen waarin aandeelhouders een verzoek tot schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen doen of waarin een vijandig bod wordt uitgebracht. Aangezien het niet gaat om een wettelijke verplichting, zijn er op dit punt geen regeldrukkosten. Wel zijn er kosten om kennis te nemen van de wettelijke regeling. Daarbij gaat het alleen om de kosten van vennootschappen die daadwerkelijk gebruik maken van de bedenktijd, niet van alle vennootschappen. In die vijf gevallen wordt geschat dat de kosten van de vennootschap om kennis te nemen van de regeling door de bedrijfsjurist x 10 uren x 77 euro x 5 in totaal 385 euro bedragen. Voor de betrokken aandeelhouders in die vijf gevallen wordt een soortgelijk bedrag geschat. Dat maakt de totale kennisnamekosten tot 770 euro.

Indien de bedenktijd wordt ingeroepen, dient het bestuur de betrokken stakeholders te raadplegen. Dit zijn in ieder geval de aandeelhouders die drie procent of meer van de aandelen houden, de RvC, indien aanwezig, en de ondernemingsraad. Naar verwachting gaat het om circa 10 uur aan overleg x twee personen (een bestuurder en de secretaris/bedrijfsjurist) x 77 euro x 5 is 7.700 euro.

De vennootschap legt tevens verantwoording af in een verslag. Voor het opstellen van het verslag en het bespreken daarvan op de AvA wordt gerekend op 800 euro x 5 is 4.000 euro. Daarmee komen de totale geschatte kosten voor de regedruk op 12.470 euro.

Het college constateert in bovenstaande berekening van de kennisnamekosten een omissie. Een bedrijfsjurist x 10 uren x 77 euro x 5 is in totaal geen 335 maar 3850 euro. De totale kennisnamekosten komen dan op 7.700 euro, en de totale geschatte kosten voor de regedruk op 19.400 euro. Voor het overige zijn de gevolgen voor de regedruk goed in beeld zijn gebracht.

**4.1 Het college adviseert om in de toelichting de bedragen voor de kennisname- en totale kosten aan te passen.**

**Dictum**

Het college concludeert dat het voorstel niet aantoont waarom de bestaande maatregelen niet werken, en wat dus de meerwaarde is van de bedenktijd ten opzichte van de reeds bestaande instrumenten. Er is niet aangetoond waarom met de bestaande instrumenten niet hetzelfde effect kan worden bereikt. Dit dient nader toegelicht te worden. Daarnaast dient ook een weging van de beschreven risico's en van de andere mogelijke varianten in de toelichting opgenomen te worden. Gelet op bovengenoemde bevindingen is het eindoordeel van het college ten aanzien van de consultatieversie van dit voorstel:

**Het voorstel niet indienen / vaststellen tenzij met de adviespunten rekening wordt gehouden.**

In de verwachting u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd,

Hoogachtend,

Voorzitter

Secretaris