

No.W16.18.0094/II/Vo

's-Gravenhage, 29 juni 2018

Bij brief van 12 april 2018 heeft de Minister voor Rechtsbescherming, mede namens de Minister van Economische Zaken en Klimaat en de Minister van Financiën op de voet van artikel 21a, eerste lid, van de Wet op de Raad van State aan de Afdeling advisering van de Raad van State gevraagd haar van voorlichting te dienen over de Europeesrechtelijke aspecten van de bedenktijd beursvennootschappen.

Het verzoek om voorlichting betreft enkele vragen van Europeesrechtelijke aard die zijn gerezen bij de uitwerking van het voornemen uit het regeerakkoord, waarin is aangekondigd dat een beursgenoteerde onderneming die op de algemene vergadering te maken krijgt met voorstellen voor een fundamentele strategiewijziging, een bedenktijd kan inroepen van maximaal 250 dagen, mits deze het kapitaalverkeer niet raakt. De bedoeling hiervan is het bestuur van een beursgenoteerde naamloze vennootschap meer tijd en rust te gunnen voor de inventarisatie en weging van belangen van de onderneming en haar stakeholders.

De volgende vragen zijn aan de Afdeling voorgelegd:

“Hoe verhoudt het inroepen van een bedenktijd zich tot de richtlijn betreffende het openbaar overnamebod?

Hoe verhoudt de beoogde duur van de bedenktijd zich tot de richtlijn betreffende het openbaar overnamebod?

Hoe verhouden de beoogde duur en vormgeving van de bedenktijd zich met het vrije verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging?”.

In aanvulling op deze vragen wordt in de bijlage bij het verzoek gewezen op de richtlijn aandeelhoudersrechten.

De Afdeling komt in deze voorlichting tot de conclusie dat een wettelijke bedenktijd, zoals geschetst in de bijlage bij het verzoek om voorlichting, niet in strijd is met de richtlijn aandeelhoudersrechten en niet raakt aan het overnameproces zoals dat in de richtlijn openbaar overnamebod is geregeld. Dat neemt niet weg dat een bedenktijd het vrije verkeer van kapitaal en vestiging kan belemmeren. Hiervoor kan evenwel een rechtvaardiging worden aangevoerd. Een bedenktijd bewerkstelligt dat het bestuur de gelegenheid krijgt om het besluitvormingsproces binnen de algemene vergadering te temporiseren om zo te bewerkstelligen dat de kwaliteit van de besluitvorming wordt bevorderd opdat met alle betrokken stakeholderbelangen rekening wordt gehouden en wordt voorkomen dat onverhoeds ingrijpende koerswijzigingen worden doorgevoerd. Mede met het oog op de Europeesrechtelijke vereisten van noodzaak en proportionaliteit, is het van belang dat wordt voorzien in adequate (wettelijke) waarborgen om te verzekeren dat een bedenktijd alleen wordt ingeroepen wanneer dat strikt nodig is en niet langer duurt dan vereist is voor het bereiken van zorgvuldige besluitvorming. Daarbij is ook van belang de verhouding tot andere beschermingsconstructies te bezien.

Hierna schetst de Afdeling eerst de contouren van een wettelijke regeling inzake een bedenktijd, zoals zij deze afleidt uit de bijlage bij het verzoek om voorlichting, en gaat zij nader in op de achterliggende problematiek. Vervolgens gaat zij in op de verhouding van de bedenktijd tot de richtlijn aandeelhoudersrechten (Richtlijn 2007/36/EG), de richtlijn openbaar overnamebod (Richtlijn 2004/25/EG) en het vrij verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging. Tenslotte beantwoordt zij de gestelde vragen.

1. Contouren regeling bedenktijd

Volgens de bijlage bij het verzoek om voorlichting kan het bestuur van een beursgenoteerde naamloze vennootschap de bedenktijd inroepen in het geval dat aandeelhouders een voorstel doen tot schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen, en bij het aankondigen of uitbrengen van een vijandig overnamebod. Daarbij geldt de voorwaarde dat het verzoek tot agendering of het bod wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Het besluit tot inroeping van een bedenktijd behoeft goedkeuring van de raad van commissarissen (rvc).

De bedenktijd begint te lopen vanaf de dag na de indiening van het verzoek tot agendering van het ontslag of schorsing, dan wel (uiterlijk) de dag nadat het openbare bod is uitgebracht. Zij geldt voor ten hoogste 250 dagen. Bij een overnamebod eindigt de bedenktijd de dag na de gestanddoening van het bod. Het gevolg van de bedenktijd is, dat de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders (ava) tot benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen is opgeschort, tenzij een voorstel daartoe door de vennootschap zelf wordt geagendeerd.

Tegen het inroepen van de bedenktijd kan worden opgekomen bij de Ondernemingskamer. De Ondernemingskamer wijst het verzoek af wanneer het bestuur in het licht van de omstandigheden op het moment van het inroepen van de bedenktijd in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het verzoek tot agendering dan wel het bod wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.

Tijdens de bedenktijd vergaart het bestuur alle informatie die nodig is voor een zorgvuldige beleidsbepaling en raadpleegt het bestuur in ieder geval de belangrijkste aandeelhouders, de rvc en de ondernemingsraad. Uiterlijk op de laatste dag van de bedenktijd brengt het bestuur verslag uit en agendeert het dit verslag voor de eerstvolgende ava.

2. Achtergrond

Het Nederlandse vennootschapsrecht is mede gegrondvest op een aantal Europese richtlijnen. Binnen die kaders bestaat in Nederland een stelsel met als uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij

de vennootschap betrokken stakeholders (stakeholdersmodel).¹ Het gaat daarbij om groepen en individuen die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door worden beïnvloed, zoals werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, afnemers en andere belanghebbenden. Het Nederlandse uitgangspunt van een stakeholdersmodel is neergelegd en uitgewerkt in de Gedragscode Corporate Governance (GCG), een instrument van zelfregulering, dat een verankering in de wet kent.² Het betreft vooral gedragsregels die zich richten tot bestuurders, commissarissen, aandeelhouders en andere belanghebbenden bij de vennootschap, volgens het principe “pas deze regels toe of leg uit waarom je dat niet doet”. De principes, neergelegd in de GCG, spelen ook een rol bij de vraag of voldaan is aan het vereiste, neergelegd in artikel 2:8, lid 1, BW, dat de stakeholders en degenen die krachtens de wet bij de vennootschap zijn betrokken (zoals bestuurders, commissarissen en aandeelhouders) zich als zodanig jegens elkander gedragen naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd.³ Dit brengt ook mee dat een tussen hen geldende regel buiten toepassing blijft indien dit in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is.⁴

In het Nederlandse corporate governancemodel is het bestuur bevoegd om de strategie van de onderneming te bepalen; die is daarbij niet gehouden de afa te betrekken.⁵ Het stakeholdersmodel brengt mee dat het bestuur zorgvuldigheid dient te betrachten met de belangen van alle betrokken bij de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.⁶

Beschermingsconstructies⁷ hebben in het stakeholdersmodel een belangrijke functie om het bestuur in staat te stellen om bij voorstellen die ingrijpende gevolgen hebben voor de strategie of bij een vijandig bod, een zorgvuldige besluitvorming binnen de vennootschap te waarborgen met het oog op de kwaliteit van de besluitvorming. Zo wordt met alle betrokken stakeholderbelangen rekening gehouden en wordt voorkomen dat onverhoeds ingrijpende koerswijzigingen worden doorgevoerd. Beschermingsconstructies dienen een tijdelijk karakter te hebben. Ongewenste aandeelhouders kunnen niet blijvend monddood worden gemaakt om vijandige overnames de facto onmogelijk te maken.

¹ Dit kan worden onderscheiden van het zogenoemde shareholdersmodel, dat bijvoorbeeld in de Angelsaksische praktijk gebruikelijk is, waar het creëren van aandeelhouderswaarde belangrijk is.

² Artikel 2:391, vijfde lid, BW, en het Besluit inhoud bestuursverslag. Zie ook HR 21 februari 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF1486.

³ HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972.

⁴ Artikel 2:8, lid 2, BW.

⁵ HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976.

⁶ HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797.

⁷ Zie o.a. De Brauw, Overnames van beursvennootschappen, 2017, paragraaf 12.4.5. In de praktijk gaat het daarbij bijvoorbeeld om statutaire bepalingen die uitgifte van preferente aandelen aan een bevriende stichting mogelijk maken, of om certificering van aandelen.

De toename van internationale investeringen heeft een weerslag op de verhoudingen binnen Nederlandse vennootschappen. Globalisering heeft in de afgelopen periode nationaal en wereldwijd tot een grote toename van buitenlandse investeringen geleid.⁸ Nederland is in dit verband een grote partij. De buitenlandse investeringen in Nederland hadden in 2016 een omvang van meer dan € 770 mrd, terwijl Nederland elders voor ruim € 1300 mrd investeerde. Globalisering biedt Nederlandse ondernemingen kansen elders, maar brengt tegelijkertijd risico's met zich als Nederlandse bedrijven ongewenst worden overgenomen.

Toenemende buitenlandse investeringen brengen mee dat bij Nederlandse vennootschappen steeds meer partijen betrokken raken die niet zonder meer vertrouwd zijn met het Nederlandse stakeholdersmodel. Zo ligt in sommige rechtsculturen meer de nadruk op het creëren van aandeelhouderswaarde. Dit kan leiden tot botsende visies over de koers die een vennootschap volgens het bestuur en de aandeelhouders dient te varen en over de verschillende rollen van het bestuur en van de aandeelhouders.

Bedacht moet worden dat de verschillende mogelijkheden tot het inzetten van beschermingsconstructies, ook als die slechts tijdelijk effect hebben, gevolgen kunnen hebben voor het investerings- en beleggingsklimaat in Nederland. Voor de bedenktijd geldt dat, mede in samenhang met andere (bestaande) mogelijkheden, een balans zal moeten worden gevonden tussen het belang van een goede werking van het stakeholdersmodel en de belangen van aandeelhouders, en het investerings- en beleggingsklimaat.

3. Europeesrechtelijk kader

Van belang zijn, zoals ook het voorlichtingsverzoek en de bijlage vermelden, de volgende Europeesrechtelijke instrumenten en verdragsbepalingen:

- Richtlijn 2007/36/EG betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen (richtlijn aandeelhoudersrechten)⁹;
- Richtlijn 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod (richtlijn openbaar overnamebod)¹⁰; en
- de vrijheid van vestiging en het vrije verkeer van kapitaal zoals geregeld in de artikelen 52 en 63 van het VWEU.

In de hiernavolgende punten 4, 5 en 6 worden deze Europeesrechtelijke instrumenten en verdragsbepalingen besproken in relatie tot de bedenktijd. Daarbij wordt rekening gehouden met de twee situaties die in de omschrijving van de

⁸ Zie Camps, Scherp zijn bij vervagende grenzen, ESB 18 januari 2018, blz. 6.

⁹ Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen (Richtlijn aandeelhoudersrechten), PB 2007, L 184/17. Deze richtlijn is laatstelijk gewijzigd door richtlijn 2017/828/EU, PB 2017, L 132/1, en bevat nieuwe voorschriften om de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders te bevorderen. De lidstaten moeten verzekeren dat de gewijzigde richtlijn uiterlijk 10 juni 2019 is geïmplementeerd.

¹⁰ Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (Richtlijn openbaar overnamebod), PB 2004, L142/12.

contouren van de bedenktijd worden onderscheiden, namelijk de situatie waarin door aandeelhouders voorstellen worden gedaan tot ontslag of schorsing van bestuurders of commissarissen en de situatie waarin sprake is van een vijandig overnamebod. Deze situaties kunnen zich los van elkaar, maar ook in combinatie voordoen.

4. Richtlijn aandeelhoudersrechten en de verhouding tot de bedenktijd

a. *Doelstellingen en relevante bepalingen van de richtlijn*

De richtlijn aandeelhoudersrechten is tot stand gebracht om de rechten van aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen te versterken en belemmeringen in verband met grensoverschrijdend stemmen aan te pakken.¹¹ Aandeelhouders van een beursgenoteerde vennootschap die zelf geen ingezetene zijn van de lidstaat waar de vennootschap haar statutaire zetel heeft, zouden hun rechten met betrekking tot de ava even gemakkelijk moeten kunnen uitoefenen als aandeelhouders die wel ingezetene zijn van die lidstaat. Effectieve zeggenschap van aandeelhouders moet volgens de richtlijn vergemakkelijkt en aangemoedigd worden, omdat een goede 'corporate governance' dat vereist.

De richtlijn bevat een aantal verplichtingen waaraan de lidstaten moeten voldoen om het aandeelhouders gemakkelijker te maken rechten uit te oefenen met betrekking tot de ava. Het gaat om minimumharmonisatie, zoals blijkt uit artikel 3. De lidstaten mogen verdere verplichtingen opleggen aan vennootschappen. De lidstaten moeten, onder andere, verzekeren dat bepaalde informatie aan de aandeelhouders over, en voorafgaand aan, de ava kenbaar wordt gemaakt, waaronder over de procedures rondom de wijze waarop aan de vergadering kan worden deelgenomen en gestemd (artikel 5). Ook moeten de lidstaten ervoor zorgen dat aandeelhouders het recht hebben punten op de agenda van de ava te plaatsen en ontwerpresoluties over geagendeerde punten in te dienen (artikel 6).¹² Dit zogenoemde agenderingsrecht is met name van belang voor de bepaling van de ruimte die de richtlijn laat voor het introduceren van een bedenktijd.

Het recht om agendapunten aan te dragen biedt aandeelhouders de mogelijkheid om hun opvattingen over de activiteiten en de koers van de vennootschap naar voren te brengen.¹³ Agendapunten moeten, gelet op artikel 6 van de richtlijn, wel gemotiveerd worden en de uitoefening van het agenderingsrecht kan beperkt worden tot de jaarlijkse ava. Verder mag een drempel worden opgeworpen om van het agenderingsrecht gebruik te maken door een minimumdeelneming in de vennootschap te vereisen van ten hoogste vijf procent.¹⁴ De lidstaten dienen één termijn (aantal dagen) vast te stellen tot wanneer aandeelhouders voorafgaand aan

¹¹ Vgl. de overwegingen 1 tot en met 5 van de Richtlijn aandeelhoudersrechten.

¹² Artikel 6, eerste lid, van de richtlijn.

¹³ Artikel 9 van de richtlijn bepaalt overigens ook dat aandeelhouders het recht hebben om vragen te stellen met betrekking tot de punten op de agenda van de ava. De vennootschap moet daar antwoord op geven.

¹⁴ Artikel 6, tweede lid, van de richtlijn.

de ava van het agenderingsrecht gebruik kunnen maken.¹⁵ De richtlijn biedt, gelet op de voorgaande beperkingen, verschillende mogelijkheden om de besluitvorming over de koers van de onderneming en de samenstelling van bestuur en rvc in goede banen te leiden.

b. *Huidige vormgeving van het agenderingsrecht in Nederland*

De richtlijnbeeping over het agenderingsrecht is in Nederland geïmplementeerd in artikel 2:114a BW.¹⁶ In het Nederlandse vennootschapsrecht is gekozen voor een termijn van maximaal 60 dagen waarop aandeelhouders punten op de agenda van de ava kunnen plaatsen en voor een vereiste van een minimumdeelneming in het aandeelhouderskapitaal van 3 procent. Verder is relevant dat in de GCG een regeling is opgenomen die het bestuur van een vennootschap in geval van ingrijpende agendavoorstellen de mogelijkheid biedt om een "responstijd" in te roepen van maximaal 180 dagen.¹⁷ Het doel ervan is de kwaliteit van de besluitvorming te bevorderen door deze te temporiseren. Zo kan met alle betrokken stakeholderbelangen rekening worden gehouden en kan worden voorkomen dat onverhoeds ingrijpende koerswijzigingen worden doorgevoerd. De responstijd heeft op zichzelf geen wettelijke status, maar uit een uitspraak van de Ondernemingskamer blijkt dat betrokken partijen zich bij de toepassing van het agenderingsrecht door redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8 BW) moeten laten leiden, waarbij de principes van de GCG een belangrijk aanknopingspunt zijn.¹⁸

c. *Verhouding van de bedenktijd tot de richtlijn aandeelhoudersrechten*

De Afdeling merkt vooraleerst op dat de bedenktijd, bedoeld in het voorlichtingsverzoek, een zelfde functie heeft als de hiervoor besproken responstijd, en dat de introductie van de wettelijke bedenktijd codificatie van dit principe uit de GCG inhoudt, in enigszins afwijkende vorm. Het verschil met de bedenktijd is dat de responstijd uit de GCG is gekoppeld aan het doen van een ingrijpend agendavoorstel. De bedenktijd laat het recht tot agendering en de mogelijkheid om geagendeerde onderwerpen te bespreken daarentegen op zichzelf onverlet. Het geeft het bestuur slechts de mogelijkheid de besluitvorming over deze onderwerpen op te schorten. Verder blijkt uit de geschetste contouren in de bijlage bij het voorlichtingsverzoek dat het voornemen is om bij de bedenktijd een aantal aanvullende voorschriften te stellen om een evenwichtige toepassing van de bedenktijd te verzekeren. Zo zal het bestuur een bedenktijd alleen mogen inroepen na goedkeuring door de rvc en kunnen rechtsmiddelen worden ingeroepen tot beëindiging daarvan.¹⁹

De Afdeling merkt op dat de richtlijn aandeelhoudersrechten weliswaar voorschriften bevat over het agenderingsrecht en de termijn die daarbij in acht

¹⁵ Artikel 6, derde lid, van de richtlijn.

¹⁶ Kamerstukken II 2008/09, 31 746, nrs. 2 en 3.

¹⁷ Best Practice Principe 4.1.6 en 4.1.7.

¹⁸ Beschikking van de Ondernemingskamer van 6 september 2013, Cryo-Save, ECLI:NL:GHAMS:2013:2836.

¹⁹ Hiernaast geldt als verschil dat de responstijd maximaal 180 dagen mag duren, en de bedenktijd 250 dagen.

dient te worden genomen. Zij bevat echter geen voorschriften over de termijn waarbinnen het bestuur van de vennootschap dient te reageren op geagendeerde punten. Ook maakt de huidige richtlijn niet duidelijk over welke onderwerpen de aandeelhouders via de *ava* zeggenschap over de vennootschap moeten kunnen uitoefenen.²⁰ In overweging 7 van de richtlijn is over het agenderingsrecht in algemene zin opgenomen dat aandeelhouders *in beginsel* de gelegenheid moeten krijgen om punten op de agenda van de *ava* te plaatsen en ontwerp-resoluties over agendapunten in te dienen en dat 'zonder dat wordt geraakt aan de diverse tijdschema's en modaliteiten die thans in de Gemeenschap worden gebruikt', er twee grondregels gelden. Het gaat dan - kort gezegd - om een slechts beperkte drempel van een minimumdeelneming in de vennootschap en om het zorgdragen van een tijdige ontvangst van de definitieve agenda van de *ava*. De verdere vormgeving wordt aldus, binnen de begrenzings van de richtlijn, aan de lidstaten overgelaten.

De Afdeling concludeert, gelet op het voorgaande, dat het agenderingsrecht, zoals vormgegeven in de richtlijn, niet in de weg staat aan de introductie van een bedenktijd als bedoeld in het verzoek.

Het introduceren van een lange en onzekere periode voor het nemen van besluiten kan echter wel de vraag opwerpen of aandeelhouders hun rechten nog op effectieve wijze kunnen uitoefenen, dat wil zeggen of de doelstellingen en de goede werking van de richtlijn op deze wijze worden doorkruist.²¹ Dat laat onverlet dat maatregelen kunnen worden genomen om de kwaliteit van de besluitvorming te bevorderen zodat met alle betrokken stakeholderbelangen rekening kan worden gehouden en kan worden voorkomen dat onverhoeds ingrijpende koerswijzigingen worden doorgevoerd. Dit is mede in het belang van de aandeelhouders, in het bijzonder ook de andere aandeelhouders dan de aandeelhouder(s) die een agenderingsvoorstel voor ingrijpende koerswijziging hebben gedaan: zij moeten zich ook op die voorstellen kunnen voorbereiden.²² Dat brengt mee dat een bedenktijd het nuttig effect aan de richtlijn niet ontnemt, zolang deze dienstbaar is aan de kwaliteit van de besluitvorming en niet uitsluitend wordt gebruikt om aandeelhouders uit andere lidstaten te belemmeren hun aandeelhoudersrechten uit te oefenen. Daartoe is het nodig om te voorzien in voldoende (wettelijke) waarborgen.²³

²⁰ Richtlijn 2017/828/EU brengt hierin echter verandering, omdat in artikel 9bis is bepaald dat aandeelhouders het recht hebben om op de *ava* over het bezoldigingsbeleid te stemmen en die stemming bindend ofwel adviserend dient te zijn voor het bestuur.

²¹ Het doel van de richtlijn is het wegnemen van belemmeringen voor aandeelhouders in grensoverschrijdende situaties (zie bijvoorbeeld overweging 3 van de richtlijn). Het uitoefenen van hun aandeelhoudersrechten mag voor hen niet moeilijker zijn dan voor binnenlandse aandeelhouders (overweging 5 van de richtlijn).

²² Overweging 6 van de richtlijn.

²³ Zie in dit verband nader punt 6 hierna.

5. Richtlijn openbaar overnamebod en de verhouding tot de bedenktijd

a. *Doelstellingen en relevante bepalingen van de richtlijn*

De richtlijn openbaar overnamebod bevat regels over de procedure rondom het uitvaardigen van een openbaar overnamebod. Het beoogt bij het openbaar overnamebod de belangen van zowel de houders van effecten als die van derden te beschermen, om gelijke voorwaarden daarvoor binnen de Unie te creëren, en om duidelijkheid en transparantie te creëren over de juridische kwesties die daarbij geregeld moeten worden.²⁴ De richtlijn stelt, onder meer, verplichtingen over de informatie die moet worden geboden door de bieder en het bestuur van de vennootschap waarop het bod betrekking heeft (doelvennootschap) wanneer een bod is gedaan en stelt verplichtingen aan de termijn voor de aanvaarding van het bod. Naast procedurele verplichtingen worden in mindere mate de materiële voorwaarden rondom het openbaar overnamebod geharmoniseerd door de richtlijn, zoals hierna verder wordt toegelicht. De richtlijn geeft minimumvereisten waarbij de lidstaten aanvullende voorwaarden en strengere voorschriften kunnen vaststellen.²⁵

De richtlijn bevat in artikel 3 eerst een reeks algemene beginselen rondom het openbaar overnamebod. Deze beginselen lijken gericht op het vinden van een evenwicht tussen enerzijds het belang van aandeelhouders om vrij over het bod te kunnen beslissen en anderzijds de belangen van de doelvennootschap en alle bij de doelvennootschap betrokken stakeholders. Relevante algemene beginselen voor het overnamebod zijn dat de houders van effecten van de doelvennootschap over voldoende tijd en inlichtingen dienen te beschikken om met kennis van zaken over het bod te kunnen beslissen (artikel 3, eerste lid, onder b). Ook relevant is het beginsel dat het bestuur van de doelvennootschap dient te handelen in het belang van de vennootschap als geheel en het de houders van effecten niet de mogelijkheid mag ontzeggen om over de merites van het bod te beslissen (artikel 3, eerste lid, onder c).

De lidstaten dienen er volgens de richtlijn voor zorg te dragen dat de algemene beginselen van artikel 3 worden toegepast bij het openbaar overnamebod. Enkele van deze algemene beginselen zijn in de richtlijn nader geconcretiseerd in materiële verplichtingen die aandeelhouders dan wel bestuurders moeten naleven. Tegelijkertijd biedt de richtlijn verschillende uitzonderingsmogelijkheden op die verplichtingen.²⁶ Zo bevat de richtlijn een verbod voor het bestuur van de doelvennootschap om acties te ondernemen die een openbaar overnamebod kunnen dwarsbomen (artikel 9, tweede lid), maar de lidstaten wordt vervolgens de mogelijkheid geboden om vennootschappen er niet toe te dwingen dit verbod toe

²⁴ Overwegingen 1 en 2 van de richtlijn openbaar overnamebod.

²⁵ Artikel 3, tweede lid, van de richtlijn.

²⁶ In artikel 4, vijfde lid, onder ii, van de richtlijn is in meer algemene zin opgenomen dat de lidstaten mogen voorzien in afwijkingen van deze beginselen. Zulke afwijkingen moeten in nationale voorschriften worden opgenomen om rekening te houden met de omstandigheden die op nationaal niveau worden vastgesteld. Het HvJ heeft bovendien verduidelijkt dat het bij artikel 3 van de richtlijn ook 'slechts om richtsnoeren voor de toepassing van deze richtlijn door de lidstaten' gaat. Zie HvJ EG 15 oktober 2009, C-101/08, *Audiolux e.a.*, punt 51.

te passen (artikel 12). Nederland heeft van deze mogelijkheid gebruik gemaakt bij de implementatie van de richtlijn.²⁷ Daarom bestaan in Nederland beschermingsconstructies zoals de mogelijkheid van uitgifte van prioriteitsaandelen en preferente aandelen aan een bevriende stichting, die plaatsvindt na het doen van een openbaar bod.

Voor de bedenktijd is verder artikel 7 van de richtlijn relevant dat een verplichting bevat voor de lidstaten om een termijn vast te stellen voor de aanvaarding van een openbaar overnamebod. De termijn dient tussen de twee en tien weken te liggen. Lidstaten mogen de termijn verlengen met inachtneming van het beginsel dat de doelvennootschap niet langer dan redelijk in haar werkzaamheden wordt gehinderd door een bod op haar effecten. Ook mogen de lidstaten voorschriften vaststellen om in 'specifieke gevallen' de termijn voor de aanvaarding van het bod te wijzigen. Verder bevat de richtlijn de verplichting voor het bestuur van de doelvennootschap om een advies op te stellen aan de houders van haar effecten over de gevolgen van de uitoefening van het bod voor de belangen van de vennootschap, waaronder de werkgelegenheid, de arbeidsvoorwaarden en de vestigingsplaatsen van de vennootschap (artikel 9, vijfde lid).

b. *Verhouding van de bedenktijd tot de richtlijn*

Het gevolg van het invoeren van een bedenktijd bij een vijandig overnamebod is, zoals blijkt uit de bijlage bij het voorlichtingsverzoek, dat de besluitvorming in de ava inzake ontslag of schorsing van bestuursleden of commissarissen, wordt opgeschort. Er wordt daarmee tijd geboden voor de inventarisatie en de weging van belangen van de onderneming en haar stakeholders bij overnames. De bedenktijd brengt geen verandering in het proces van het openbare bod als zodanig. Volgens de bijlage bij het verzoek om voorlichting wordt de termijn voor aanvaarding van het openbaar overnamebod zelf niet opgeschort. De bedenktijd ziet, zoals gezegd, slechts op de besluitvorming door de ava over het ontslag of schorsing van bestuurders of commissarissen. Dit betreft twee afzonderlijke processen. De invloed van de bedenktijd op het proces van het overnamebod zal indirect wel van belang kunnen zijn. Zo kunnen aandeelhouders tijdens de procedure van het openbaar bod niet tegelijkertijd in de ava besluitvorming over het ontslag of de schorsing van bestuurders of commissarissen forceren.

Ook laat de bedenktijd de verplichting uit de richtlijn onverlet dat het bestuur een advies opstelt aan de houders van effecten over de gevolgen van de aanvaarding van het bod voor de belangen van de vennootschap, waaronder de werkgelegenheid, de arbeidsvoorwaarden en de vestigingsplaatsen van de vennootschap. De bedenktijd staat er op zich niet aan in de weg dat dit advies in de ava punt van bespreking kan zijn. Over het advies van het bestuur over het overnamebod vindt echter geen besluitvorming plaats in de ava. Dat ligt ook niet in de rede, het is immers een advies van het bestuur aan de aandeelhouders.

²⁷ Kamerstukken II, 2005/06, 30 419, nrs. 2 en 3.

Het voorgaande leidt volgens de Afdeling tot de conclusie dat de voorschriften van de richtlijn als zodanig niet in de weg staan aan een bedenktijd, nu de bedenktijd uitsluitend de besluitvorming binnen de (doel)vennootschap inzake ontslag of schorsing van bestuurders of commissarissen betreft en niet direct raakt aan het proces van het openbaar bod. Er zal wel samenloop kunnen zijn tussen de twee procedures. Een openbaar bod kan aandeelhouders immers aanleiding geven tot de wens de besluitvorming binnen de vennootschap te willen beïnvloeden.

6. Vrij verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging

De conclusies dat de vorengenoemde richtlijnen niet in de weg staan aan de invoering van een bedenktijd als bedoeld in het verzoek om voorlichting, laten de toetsing aan de verdragsbepalingen inzake het vrije verkeer van kapitaal en vestiging onverlet. Voor het vrije kapitaalverkeer geldt dat dit zich uitstrekt tot het kapitaal- en betalingsverkeer tussen de lidstaten onderling en tussen lidstaten en derde landen. Het vrije verkeer van vestiging is van toepassing wanneer de verwerving van aandelen in een vennootschap een zodanige invloed op de besluiten van de vennootschap geeft dat de betrokkenen de activiteiten van de vennootschap kunnen bepalen.²⁸ Het vrije verkeer van vestiging is, anders dan het vrije verkeer van kapitaal, beperkt tot de verhoudingen binnen de EU. In geval een partij uit een derde land een dominante invloed kan krijgen, zal een beroep kunnen worden gedaan op de regels inzake het vrije verkeer van kapitaal.

Belemmering

Door de wettelijke mogelijkheid te bieden van een bedenktijd, kan het investeren in een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap minder aantrekkelijk worden gemaakt. Daarmee wordt aan het vrije verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging geraakt.²⁹ Uit de rechtspraak van het Hof van Justitie van de EU blijkt dat al snel sprake is van een belemmering van het vrije verkeer van kapitaal. Het verbod in artikel 63 van het VWEU ziet op alle beperkingen van het vrije verkeer van kapitaal, ook als ze zonder onderscheid van toepassing zijn op nationale investeerders en investeerders uit andere lidstaten. Het verbod strekt zich uit tot maatregelen die het verwerven van aandelen van de betrokken vennootschappen minder aantrekkelijk maken en investeerders uit andere lidstaten er daadwerkelijk of potentieel van kunnen weerhouden in die ondernemingen te investeren.³⁰ De invoering van een bedenktijd beperkt de mogelijkheid om daadwerkelijk deel te gaan uitmaken van het bestuur van een vennootschap of de zeggenschap te verkrijgen over een vennootschap, zodat dit investeerders uit andere lidstaten kan ontmoedigen investeringen te doen.³¹ Dit kan op eenzelfde wijze betekenen dat

²⁸ HvJ EU 8 november 2012, C-244/11, Commissie/Griekenland, ECLI:EU:C:2012:694, punten 21 en 22.

²⁹ HvJ EG 4 juni 2002, C-367/98, Commissie/Portugal, ECLI:EU:C:2002:326, punt 26. HvJ EG 28 september 2006, gevoegde zaken C-282/04 en C-283/04, Commissie/Nederland, ECLI:EU:C:2006:608, punt 27.

³⁰ HvJ EG 4 juni 2002, C-367/98, Commissie/Portugal, ECLI:EU:C:2002:326, punten 43 t/m 45.

³¹ HvJ EG 23 oktober 2007, C-112/05, Commissie/Duitsland, ECLI:EU:C:2007:623, punt 54.

investeerders worden ontmoedigd om zich te gaan vestigen in Nederland, waarmee de vrijheid van vestiging wordt beperkt.

Indien wordt aangenomen dat sprake is van een belemmering van het vrije verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging, moet worden beoordeeld of voor die belemmering een rechtvaardiging bestaat en of de maatregel van de bedenktijd geschikt is om de verwezenlijking van het nagestreefde doel te verzekeren en niet verder gaat dan nodig is voor het bereiken van dat doel.

Rechtvaardiging

Maatregelen die het vrije verkeer belemmeren kunnen worden gerechtvaardigd om redenen die worden genoemd in de verdragsbepalingen of als dwingende vereisten van algemeen belang zoals die door het Hof van Justitie in de rechtspraak zijn geaccepteerd.³² Het Hof van Justitie heeft verschillende publieke belangen aangemerkt als dwingende redenen van algemeen belang, maar daaronder worden zuiver economische belangen niet begrepen.³³ Het is daarom van belang te concretiseren wat precies de doelstellingen van de bedenktijd zijn en daarmee welke belangen aldus worden nagestreefd.³⁴

Uit de omschrijving van de contouren van de bedenktijd blijkt dat het doel van de introductie van de bedenktijd is het creëren van een periode voor het bestuur om tot een inhoudelijk gefundeerde reactie op de voorgestelde strategiewijziging of het overnamebod te komen, ongehinderd door tussentijdse voorstellen tot ontslag of schorsing van bestuurders of commissarissen. Hierbij gaat het om het evenwicht tussen het uitgangspunt dat het bestuur de belangen van de vennootschap en die van de andere betrokken stakeholders bij de vennootschap op de lange termijn dient te waarborgen enerzijds, en de belangen en rechten van de aandeelhouders, verenigd in de ava, anderzijds. Vanuit het stakeholdersmodel heeft het bestuur een bredere verantwoordelijkheid dan de opdrachten van de ava uit te voeren.

Een bedenktijd past in deze benadering, omdat deze de kwaliteit van de besluitvorming bevordert. Dan kan met alle betrokken stakeholderbelangen rekening worden gehouden en worden voorkomen dat onverhoeds ingrijpende koerswijzigingen worden doorgevoerd. Dit uitgangspunt is naar het oordeel van de

³² Voor de verdragsrechtelijke rechtvaardigingsgronden, zie de artikelen 51, 52 en 65 van het VWEU. Dwingende vereisten van algemeen belang zijn door het Hof erkend in HvJ EG 20 februari 1979, C-120/78, *Cassis de Dijon*, ECLI:EU:C:1979:42 en voor het vrij verkeer van kapitaal o.a. HvJ EG 4 juni 2002, C-367/98, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2002:326.

³³ HvJ EU 22 oktober 2013, gevoegde zaken C-105/12 en C-107/12, *Essent e.a.*, ECLI:EU:C:2013:677, punt 51.

³⁴ Zie ook HvJ EG 14 maart 2000, C-54/99, *Église de scientologie*, ECLI:EU:C:2000:124, punt 21, waarin het HvJ over het vereiste van een voorafgaande vergunning voor een directe buitenlandse investering die de openbare orde of de openbare veiligheid in gevaar kan brengen oordeelde dat zo'n vereiste zonder verdere precisering een 'dergelijke vaagheid' betrof dat daarmee onvoldoende rechtszekerheid werd geboden en in strijd kwam met het kapitaalverkeer.

Afdeling een legitiem belang ter rechtvaardiging van een beperking van het vrije verkeer van kapitaal.³⁵

Noodzaak en proportionaliteit

Indien wordt aangenomen dat sprake is van een gerechtvaardigde belemmering van het vrije verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging, moet worden beoordeeld of de maatregel van de bedenktijd noodzakelijk en geschikt is om de verwezenlijking van het nagestreefde doel te verzekeren

De proportionaliteitstoets houdt vervolgens in dat het vrije verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging niet meer mogen worden belemmerd dan nodig is voor het te bereiken (gerechtvaardigde) doel.³⁶ De uitoefening van aandeelhoudersrechten mag met andere woorden niet méér worden beperkt dan nodig is. Hierbij gaat het om een afweging van de gerechtvaardigde aandeelhoudersbelangen tegenover het gerechtvaardigde belang van het bestuur om te zorgen voor een zorgvuldige besluitvorming over ingrijpende beslissingen die raken aan de koers van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.

Deze afwegingen in het kader van de bedenktijd zijn volgens de Afdeling niet wezenlijk anders dan die welke in het kader van andere in het vennootschapsrecht bestaande beschermingsconstructies dienen te worden gemaakt en die aan de inrichting en de toepassing van het stakeholdersmodel ten grondslag liggen. Voor de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies en het vinden van een balans bij de toepassing ervan, is het zogenoemde RNA-arrest van de Hoge Raad uit 2003 richtinggevend.³⁷ Hierin is door de Hoge Raad enerzijds aanvaard dat het bestuur van een vennootschap onder omstandigheden in redelijkheid kan oordelen dat het nemen van beschermingsmaatregelen noodzakelijk is om, in afwachting van nader overleg met alle betrokkenen, de status quo te handhaven. Daarmee wordt voorkomen dat er zonder voldoende overleg ingrijpende wijzigingen worden aangebracht in het bestuur en beleid die niet in het belang zouden zijn van de onderneming en de stakeholders daarbij. Anderzijds moet uitgangspunt zijn dat het voor onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen ongerechtvaardigd zal zijn.³⁸

Dit arrest illustreert hoe in het vennootschapsrecht in de praktijk op basis van de wet, en onder omstandigheden de GCG, een evenwicht tussen de verschillende betrokken belangen wordt gezocht. Het beginsel van de redelijkheid en billijkheid, zoals dat ook tot uitdrukking komt in artikel 2:8 BW, speelt daarbij in de praktijk een belangrijke rol.

In dit licht bezien is het van belang dat de modaliteiten van een wettelijke bedenktijd zo worden vormgegeven dat een adequate balans wordt gevonden tussen de verschillende betrokken belangen. Het zal daarbij gaan om een

³⁵ De richtlijn openbaar overnamebod noemt dit in artikel 3, eerste lid, onderdelen b en c, ook als algemene beginselen die in acht moeten worden genomen.

³⁶ HvJ EG 1 oktober 2009, C-567/07, Woonstichting Sint Servatius, ECLI:EU:C:2009:593, punt 25.

³⁷ HR 18 april 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF2161.

³⁸ Zie ook Van Schilfgaarde, Van de BV en de NV, 2017, blz. 265.

combinatie van wettelijke randvoorwaarden en de toepassing van het beginsel van redelijkheid en billijkheid.³⁹

Tegen deze achtergrond beziet de Afdeling de wijze waarop de bedenktijd blijkens de bijlage bij het verzoek om voorlichting wordt vormgegeven. Deze vormgeving met de elementen van goedkeuring van de rvc, rechtsgang bij de Ondernemingskamer, raadpleging stakeholders, verslaglegging en bespreking in ava en anti-cumulatie met andere (tijdelijke) beschermingsregelingen, moeten een zorgvuldige en doelmatige inzet van het instrument verzekeren. Wat betreft de termijn van de bedenktijd lijkt het voorstel ermee te volstaan dat de bedenktijd maximaal 250 dagen kan duren en dat deze in het geval van een overnamebod eindigt op de dag na de gestanddoening van het bod.⁴⁰ In de gekozen opzet moet de omstandigheid dat de bedenktijd "maximaal" 250 dagen kan duren, mede in het licht van het beginsel van redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8 BW), bewerkstelligen dat bij het inroepen van de bedenktijd, alsmede bij het bepalen van de duur ervan, telkens een belangenafweging plaatsvindt.

Wat betreft de cumulatie met andere beschermingsmaatregelen, zoals de uitgifte van preferente aandelen, wordt het, vanwege het feit dat bescherming zich in vele schakeringen kan voordoen, overgelaten aan de rechter om het gebruik van de bedenktijd te verrekenen met het gebruik van andere beschermingsmaatregelen. Beoordeeld zal dan moeten worden of het in redelijkheid noodzakelijk is de verschillende beschermingsmaatregelen te laten cumuleren.

7. Conclusie

Een wettelijke bedenktijd, zoals geschetst in de bijlage bij het verzoek om voorlichting, komt naar het oordeel van de Afdeling ten eerste niet in strijd met de tekst van de richtlijn aandeelhoudersrechten. Die richtlijn bevat weliswaar regels inzake de termijn voor de agendering voor de ava door aandeelhouders, maar niet inzake het nemen van besluiten door de ava.

Hoewel de bedenktijd volgens de geschetste contouren ook ingeroepen kan worden bij een openbaar bod, raakt de bedenktijd als zodanig niet aan het overnameproces zoals dat in de richtlijn openbaar overnamebod is geregeld. Er is dan ook geen strijd met de tekst van die richtlijn te ontwaren.

Dat neemt niet weg, dat een bedenktijd het vrije verkeer van kapitaal en vestiging kan belemmeren. Hiervoor kan evenwel een rechtvaardiging worden aangevoerd: een bedenktijd past in het stakeholdersmodel, zoals dat in het Nederlandse vennootschapsrecht in de praktijk wordt gehanteerd. Een bedenktijd bewerkstelligt dat het bestuur de gelegenheid krijgt om het besluitvormingsproces binnen de ava te temporiseren om zo te bereiken dat de kwaliteit van de besluitvorming wordt bevorderd opdat met alle betrokken stakeholderbelangen rekening wordt gehouden

³⁹ Artikel 2:8 BW.

⁴⁰ Indien het inroepen van de bedenktijd bij een overnamebod is gelegen in het creëren van rust binnen de doelvennootschap om een gedegen standpunt over het bod te kunnen bepalen, is begrijpelijk dat de bedenktijd dient te eindigen uiterlijk na de gestanddoening van het bod.

en voorkomen wordt dat onverhoeds ingrijpende koerswijzigingen worden doorgevoerd. Een wettelijke regeling inzake een bedenktijd heeft dan ook geen wezenlijk andere functie dan de huidige, in de GCG neergelegde responstijd. Mede met het oog op de Europeesrechtelijke vereisten van noodzaak en proportionaliteit, is het volgens de Afdeling van belang dat wordt voorzien in waarborgen om te verzekeren dat een bedenktijd alleen wordt ingeroepen wanneer dat strikt nodig is en niet langer duurt dan vereist is voor het bereiken van zorgvuldige besluitvorming. Daarbij is ook van belang de verhouding tot andere beschermingsconstructies te bezien.

De vice-president van de Raad van State,

(get.) Donner



Minister voor Rechtsbescherming
(Ministerie Justitie en Veiligheid)
Directie Wetgeving en Juridische Zaken

Afdeling Ondersteuning N13.303

FMHaaglanden
- 2 JULI 2018
Ontvangen

Zending met ontvangstbevestiging
Raad van State

Nº 07273

Zaakno: W16.18.0094/III/Vo
2-7-2018