Tussentijdse evaluatie van de wettelijke bedenktijd voor het bestuur van beursvennootschappen

Mieke Olaerts, Tom Vos, Bastiaan Kemp, Constantijn Van Aertsen en Rob Bauer

Universiteit Maastricht

4 december 2024

Voorwoord

Dit onderzoek betreffende de tussentijdse evaluatie van de Wet bedenktijd werd uitgevoerd door onderzoekers van de Universiteit Maastricht in opdracht van het Wetenschappelijk Onderzoeks- en Datacentrum. Annex 1 bevat een overzicht van de onderzoekers met een korte bio.

De onderzoekers willen graag de leden van de begeleidingscommissie bedanken voor hun deskundig advies over het gevoerde onderzoek:

- prof. dr. G.J. Veerman (voorzitter)
- mr. E.C. van Ginkel (Wetenschappelijk Onderzoeks- en Datacentrum)
- mr. drs. N. Hagemans (Ministerie van Justitie en Veiligheid - Directie Wetgeving en Juridische zaken)
- mr. B.H.S. Smits (Ministerie van Financiën)
- prof. dr. J.B. Wezeman (Rijksuniversiteit Groningen)
- mr. dr. T. Salemink (Radboud Universiteit)

De onderzoekers willen daarnaast ook de volgende onderzoeksassistenten bedanken, die hebben geholpen bij het verzamelen van de data: Robert van Abswoude, Lisette Ruiter, Milena Drăghici, Flavio de Carolis, Marcellino Mesiha en Wessel Spaninks.

Ten slotte wensen de onderzoekers de volgende personen te bedanken voor het delen van hun data: Lennart Crain, Renée Alberts, Thomas Biermeyer en Marcus Meyer-Erdmann.

© 2024; Universiteit Maastricht. Auteursrechten voorbehouden. Niets uit dit rapport mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotokopie, microfilm, digitale verwerking of anderszins, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van het Wetenschappelijk Onderzoeks- en Datacentrum.

Leesvervangende samenvatting

1. Achtergrond en onderzoeksvragen

Dit onderzoek betreft de tussentijdse evaluatie van de Wet bedenktijd. Deze wet trad op 1 mei 2021 in werking en geeft het bestuur van Nederlandse beursvennootschappen de mogelijkheid om, met goedkeuring van de raad van commissarissen, een bedenktijd in te roepen van maximaal 250 dagen wanneer aandeelhouders de benoeming, schorsing of het ontslag (of een statutenwijziging van bepalingen inzake benoeming, schorsing, ontslag) agenderen van bestuurders en/of commissarissen, of wanneer een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht (art. 2:114b BW). De wet is van toepassing op alle Nederlandse vennootschappen waarvan de aandelen in Nederland of aan een buitenlandse beurs zijn genoteerd. Het inroepen van een bedenktijd heeft blijkens de memorie van toelichting als doel betere besluitvorming mogelijk te maken, waarbij rekening wordt gehouden met de belangen van verschillende *stakeholders*. Daarbij wordt verwacht dat niet alleen het inroepen van de bedenktijd een dergelijk effect heeft, maar dat de enkele mogelijkheid de bedenktijd in te roepen (al) voldoende kan zijn om voor *stakeholders* een beter resultaat te bereiken (de zogenaamde preventieve werking).

Aanleiding voor dit onderzoek is de toezegging van de (toenmalige) Minister voor Rechtsbescherming om de bedenktijd na drie jaar tussentijds te evalueren. In deze tussentijdse evaluatie staan de volgende onderzoeksvragen centraal:

i. Wat is het beoogde doel van de Wet bedenktijd, en op welke wijze dient dat doel te worden bereikt met welke waarborgen?
ii. Hoe vaak, op welke wijze en waarom is de wet toegepast en is er samenloop met andere beschermingsconstructies geweest?
iii. Gaat er een preventieve werking van de wet uit? Zo ja, hoe, zo nee, waarom niet?
iv. In hoeverre kan de (preventieve) werking van de Wet bedenktijd worden gerelateerd aan het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat?

Deze onderzoeksvragen komen achtereenvolgens aan bod in de hoofdstukken 2, 3, 4 en 5 van het rapport. Om de onderzoeksvragen te beantwoorden werden literatuurstudies uitgevoerd, een enquête en interviews afgenomen, en data verzameld over de eventuele toepassing van de bedenktijd door Nederlandse beursvennootschappen (met binnenlands of buitenlandse notering), overnamebiedingen (inclusief *non-financial covenants*), beschermingsconstructies, aandeelhoudersactivisme, nieuwe noteringen van Nederlandse vennootschappen op Euronext markten, grensoverschrijdende zetelverplaatsingen en de reactie van aandelenmarkten op de invoering van de bedenktijd. Hoofdstuk 6 bevat de conclusies.

Het onderzoek betreft een tussentijdse evaluatie naar het functioneren en de effecten van de bedenktijd. Met het oog op de onderzoeksopdracht worden in het rapport geen voorstellen gedaan tot handhaving, herziening dan wel afschaffing van de Wet bedenktijd.

2. Doelen van de bedenktijd

Uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat het doel van de bedenktijd is om het bestuur van beursvennootschappen meer tijd en rust te gunnen voor het inventariseren en wegen van de belangen van de onderneming en de verschillende stakeholders, om op die manier een zorgvuldige beleidsbepaling mogelijk te maken, en daarmee het Rijnlandse

ondernemingsmodel dat Nederlandse vennootschappen kenmerkt, te waarborgen. Wanneer de bedenktijd wordt ingeroepen, wordt de besluitvorming over de benoeming, schorsing of het ontslag dan wel een daartoe strekkende statutenwijziging voor maximaal 250 dagen opgeschort. Het bestuur dient tijdens deze periode de aandeelhouders en de ondernemingsraad te raadplegen en de tijd te nemen om alle informatie te verzamelen die nodig is voor een zorgvuldige beleidsbepaling. De bedenktijd voorziet in een aantal waarborgen om oneigenlijk gebruik tegen te gaan: i. de bedenktijd kan enkel worden ingeroepen indien het (aangekondigde) bod of het door de aandeelhouders voorgestelde agendapunt wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming; ii. het bestuursbesluit om de bedenktijd in te roepen moet worden goedgekeurd door de raad van commissarissen, voorzover die aanwezig is; en iii. de aandeelhouders kunnen de Ondernemingskamer verzoeken de bedenktijd te beëindigen.

Zowel in de reacties op de consultatie van het conceptwetsvoorstel als in de literatuur en de enquête en interviews lopen de meningen sterk uiteen over de vraag of de beoogde doelen met de Wet bedenktijd kunnen worden bereikt. In de reacties op de consultatie blijken vooral (vertegenwoordigers van) beursvennootschappen voorstander van de invoering van de bedenktijd, terwijl vanuit de kant van de investeerders vooral kritiek komt. De voorstanders van de bedenktijd verwachten dat de bedenktijd nuttig kan zijn tegen aandeelhouders die door middel van een benoeming van bestuurders of commissarissen trachten de strategie te bepalen. De bedenktijd wordt gezien als een van de instrumenten die het bestuur kan inzetten om de langetermijnstrategie te beschermen en om het bestuur en de raad van commissarissen rust te gunnen. Kritiek is er onder meer op het naast elkaar bestaan van de bedenktijd en de responstijd. Ook wordt getwijfeld aan de toegevoegde waarde van de bedenktijd naast de reeds bestaande beschermingsconstructies en de bestaande mogelijkheden om agendapunten van aandeelhouders te weren, bijvoorbeeld omdat het verzoek in strijd is met de redelijkheid en billijkheid of de bevoegdheid van de algemene vergadering overschrijdt. Voorts wordt getwijfeld aan de effectiviteit van de bedenktijd tegen vijandige overnamebiedingen, omdat de bedenktijd een vijandig bod niet kan tegenhouden of opschorten en eindigt bij gestanddoening van het bod. Daarnaast worden vragen gesteld bij de verenigbaarheid van de bedenktijd met het Europees recht (meer bepaald de vrijheid van vestiging, het vrij verkeer van kapitaal en de aandeelhoudersrichtlijn die het agenderingsrecht deels harmoniseert) en bij de invloed van de bedenktijd op het investerings- en vestigingsklimaat. Uit de enquête en de interviews die werden afgenomen bij vertegenwoordigers van beursvennootschappen, externe adviseurs en vertegenwoordigers van investeerders blijkt het verschil in visie tussen investeerders en beursvennootschappen nog steeds aanwezig. Geconcludeerd kan worden dat de meningen sterk uiteenlopen ten aanzien van de vraag of met de bedenktijd de beoogde doelen kunnen worden bereikt.

3. Toepassing van de bedenktijd in de praktijk en samenloop met andere beschermingsconstructies

Met een grote mate van zekerheid kan uit het onderzoek worden geconcludeerd dat de bedenktijd in de onderzochte periode niet formeel is ingeroepen. Om de toepassing van de bedenktijd vast te stellen, werden persberichten en notulen van algemene vergaderingen op de websites van Nederlandse beursvennootschappen na de inwerkingtreding van de bedenktijd op de toepassing van de bedenktijd doorzocht. Daarbij werd geen geval gevonden waarin de bedenktijd is toegepast. Daarnaast zijn de overnamebiedingen en activistische campagnes met betrekking tot Nederlandse beursvennootschappen na de inwerkingtreding van de bedenktijd in kaart gebracht en is via persberichten nagegaan of daarbij melding werd gemaakt van het

feit dat de bedenktijd is ingeroepen. Dit leverde evenmin resultaten op. Ook op basis van de interviews en de enquête werd geen concreet geval gevonden waarin de bedenktijd is ingeroepen. Omdat er geen gevallen zijn gevonden waarin de bedenktijd is toegepast, waren er ook geen gevallen van samenloop van de bedenktijd met andere beschermingsconstructies.

Een mogelijke verklaring voor het niet toepassen van de bedenktijd is dat er zeer weinig gevallen waren van vijandige overnames en agenderings- of convocatieverzoeken met betrekking tot de benoeming, schorsing of het ontslag van bestuurders of commissarissen. Een andere verklaring zou kunnen zijn dat er andere beschermingsconstructies voorhanden waren. Om die reden is ook een inventarisatie gemaakt van andere beschermingsconstructies bij Nederlandse beursvennootschappen. Opvallend is dat Nederlandse beursvennootschappen over het algemeen goed beschermd zijn. Slechts één vennootschap heeft in het geheel geen beschermingsconstructies. Alle andere vennootschappen hebben minstens één beschermingsconstructie, en hebben in algemene zin meerdere opties om zichzelf te beschermen tegen een activistische aandeelhouder of vijandig bod. Het bovenstaande leidt tot de conclusie dat de bedenktijd vooral moet worden gezien als één van de instrumenten in de gereedschapskist van de beursvennootschap. Deze conclusie komt ook terug in de interviews en enquête. De vertegenwoordigers van beursvennootschappen geven met een grote meerderheid aan dat de bedenktijd een meerwaarde heeft ten opzichte van andere beschermingsconstructies, terwijl investeerders en externe adviseurs doorgaans wat sceptischer zijn over de meerwaarde van de bedenktijd.

4. Preventieve werking van de bedenktijd

Verwacht wordt dat de enkele mogelijkheid tot het inroepen van de bedenktijd, (al) voldoende kan zijn om voor *stakeholders* een beter resultaat te bereiken (de zogenaamde preventieve werking van de bedenktijd). Als de wet inderdaad een preventieve werking heeft, dan zou dit er bijvoorbeeld voor kunnen zorgen dat aandeelhoudersactivisten en potentiële bieders worden afgeschrikt, in die zin dat dat zij beslissen om een vijandige bieding of activistische campagne niet door te zetten tegen de wil van het bestuur, of tegen andere voorwaarden, omdat men weet dat het bestuur gebruik kan maken van de wettelijke bedenktijd, zonder dat het bestuur daadwerkelijk de bedenktijd hoeft in te roepen. Om de mogelijke preventieve werking te inventariseren werd onderzoek gedaan naar aandeelhoudersactivisme, overnamebiedingen en *non-financial covenants* (i.e. verplichtingen ten aanzien van *stakeholders* in overnamebiedingen) voor en na de invoering van de bedenktijd.

Uit de empirische data kan niet worden afgeleid of van de bedenktijd een preventieve werking uitgaat op overnamebiedingen. Er blijkt geen duidelijke neerwaartse trend te zijn in het aantal overnamebiedingen na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd, integendeel, er zijn juist meer overnamebiedingen, al zijn de aantallen te klein om als trendbreuk aan te merken. Het is ook belangrijk om te kijken naar het aantal vijandige en initieel ongevraagde, maar later vriendelijke overnamebiedingen. De preventieve werking zou immers vooral vijandige biedingen moeten ontmoedigen en ervoor kunnen zorgen dat initieel ongevraagde biedingen sneller vriendelijk worden. Uit de data blijkt echter dat er ook na de invoering van de bedenktijd nog een vergelijkbaar aantal vijandige en initieel ongevraagde, maar later vriendelijke biedingen is als voor de bedenktijd. Voorts is van belang dat de vijandige en initieel ongevraagde, maar later vriendelijke biedingen slechts een zeer klein deel uitmaken van de Nederlandse overnamebiedingen. Vanwege dit kleine aantal kunnen hieraan geen conclusies worden verbonden. Succesvolle vijandige biedingen komen bovendien nagenoeg niet voor in Nederland. Het lage aantal vijandige biedingen kan een van de mogelijke verklaringen zijn

waarom de bedenktijd sinds de invoering niet is toegepast. Bij dit alles dient in acht te worden genomen dat het aantal overnamebiedingen ook beïnvloed wordt door andere factoren, zoals de economische conjunctuur, de rentevoeten, etc.

Voor wat betreft het aantal *non-financial covenants* per overnamebieding wordt de laatste jaren een stijging waargenomen. Gemiddeld is het aantal categorieën waarvoor een *non-financial covenant* wordt opgenomen in het biedingsbericht toegenomen na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd op 1 mei 2021. Die toename lijkt echter al te zijn ingezet voor de invoering van de bedenktijd. Daarom kan uit de verzamelde data niet worden afgeleid dat de toename in het aantal *non-financial covenants* het gevolg is van de inwerkingtreding van de wet. Een mogelijke verklaring voor de toename kan ook gelegen zijn in andere factoren, zoals de toegenomen aandacht in de maatschappij voor de bescherming van stakeholders en voor discussies rond duurzaamheid.

In de drie jaar voor de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd is ook het aantal activistische campagnes gelijkaardig als in de drie jaar na de inwerkingtreding. Hierdoor, en ook omdat het totaal aantal activistische campagnes beperkt is, kan niet worden geconcludeerd dat de bedenktijd een preventieve werking heeft ten opzichte van activistische campagnes. Ook voor wat betreft het aantal succesvolle activistische campagnes is het verschil voor en na de inwerkingtreding van de bedenktijd te klein om te kunnen concluderen dat de bedenktijd succesvol aandeelhoudersactivisme moeilijker maakt. Ten slotte is opvallend dat de meeste activistische campagnes niet gaan over de benoeming, schorsing of het ontslag van bestuurders of commissarissen, en dat in de overgrote meerderheid van de activistische campagnes geen gebruik wordt gemaakt van formele aandeelhoudersrechten.

5. De bedenktijd en het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat

Uit de literatuur blijkt dat de lijst van factoren die een mogelijke invloed hebben op het investerings- en vestigingsklimaat ruim is. Het ondernemingsrecht behoort tot een van die factoren. Uit de internationale en Nederlandse literatuur kan niet worden geconcludeerd dat het bestaan van beschermingsconstructies een positief dan wel negatief effect heeft op het investerings- en vestigingsklimaat.

Om de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat te onderzoeken werd het aantal nieuwe noteringen van Nederlandse vennootschappen op de Euronext markten voor en na de invoering van de bedenktijd in kaart gebracht. Hieruit blijkt dat er een sterke daling is van het aantal nieuwe noteringen in 2022 en 2023. Uit die cijfers kan echter weinig worden afgeleid voor wat betreft de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat, aangezien het aantal nieuwe noteringen ook voorafgaande aan de inwerkingtreding van de bedenktijd al klein was, en er in 2022 en 2023 ook een daling plaatsvond in het aantal nieuwe noteringen door niet-Nederlandse vennootschappen aan Euronext markten. Andere factoren dan de bedenktijd, zoals de globale economische ontwikkelingen, spelen waarschijnlijk een belangrijkere rol in deze trend.

Daarnaast is het aantal zetelverplaatsingen van beursvennootschappen van en naar Nederland in de jaren voor en na de inwerkingtreding van de wet onderzocht. Hieruit blijkt dat sinds de inwerkingtreding van de bedenktijd vier beursvennootschappen uit Nederland zijn vertrokken, terwijl dit tussen 2018 en de inwerkingtreding van de bedenktijd zes beursvennootschappen waren. Na de inwerkingtreding van de bedenktijd hebben twee beursvennootschappen hun statutaire zetel verplaatst naar Nederland, tussen 2018 en de inwerkingtreding van de

bedenktijd was dit slechts één beursvennootschap. Deze getallen zijn te klein om een trend te kunnen identificeren, zodat op basis van dit onderzoek weinig kan worden geconcludeerd over de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat. In geen van deze transacties werd de bedenktijd opgegeven als reden voor de grensoverschrijdende transactie.

Om de impact van de bedenktijd op het investeringsklimaat te meten, werd tot slot een zogenoemde *'event study'* uitgevoerd om na te gaan of de invoering van de bedenktijd van invloed is geweest op de beurskoers van Nederlandse beursvennootschappen. Op sommige stappen in het wetgevende proces reageerde de beurskoers positief, terwijl de reactie op andere stappen negatief of neutraal was. Er was dan ook geen consistente en betekenisvolle positieve of negatieve reactie van de markt op de invoering van de bedenktijd. De impact van de invoering van de bedenktijd op het investeringsklimaat kan dan ook als neutraal worden beschreven.

De bevindingen op basis van de voorgaande empirisch onderzoeken komen overeen met de antwoorden in de interviews en de enquête. Volgens de overgrote meerderheid van de respondenten is de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat neutraal. Over de impact van de bedenktijd op het investeringsklimaat zijn de meningen meer verdeeld. Hierbij zien vooral investeerders een negatieve reactie, al wordt tegelijkertijd toegegeven dat er wellicht geen merkbare impact is geweest op de beurskoers of op investeringen door buitenlandse investeerders.

6. Conclusies

De meningen over de haalbaarheid van de met de bedenktijd beoogde doelen waren en blijven sterk verdeeld. Met een grote mate van zekerheid kan worden vastgesteld dat de bedenktijd in de onderzochte periode niet formeel is ingeroepen. Uit het onderzoek blijkt ook dat het aantal vijandige overnamebiedingen en activistische campagnes waarin aandeelhoudersrechten worden gebruikt om de samenstelling van het bestuur of de raad van commissarissen te beïnvloed beperkt is. Samen met de vaststelling dat Nederlandse beursvennootschappen in de meeste gevallen over andere beschermingsconstructies naast de bedenktijd beschikken, kan dit verklaren waarom de bedenktijd niet is ingeroepen. In het onderzoek is ook geen bewijs gevonden van het al dan niet bestaan van een preventieve werking van de bedenktijd. In de onderzochte periode is wel het gebruik van *non-financial convenants* toegenomen, maar dit is niet noodzakelijk gerelateerd aan de bedenktijd. Gezien de kleine aantallen in de empirische onderzoeken en de korte termijn die verstreken is sinds de invoering van de Wet bedenktijd, blijft het de vraag of de bedenktijd een invloed heeft gehad op het investerings- en vestigingsklimaat.

Inhoudsopgave

Voorwoord **2**
Leesvervangende samenvatting **3**
Inhoudsopgave **8**
Hoofdstuk 1 Inleiding **12**
1.1 Aanleiding voor en doelstellingen van het onderzoek 12
1.2 Maatschappelijke relevantie van het onderzoek 12
1.3 Onderzoeksvragen en opzet van het onderzoek 13
1.4 Methode 13
1.4.1 Methode voor de enquête en interviews 13
1.4.2 Methode voor deel I: Evaluatie van de Wet bedenktijd 14
1.4.3 Methode voor deel II: de bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat 15
1.5 Definities 16
1.6 Tussentijdse karakter van de evaluatie en beperkingen van het onderzoek 17
1.7 Plan van behandeling 18
Deel I Evaluatie van de Wet bedenktijd **20**
Hoofdstuk 2 Beoogde doelen en werking van de Wet bedenktijd **20**
2.1 Inleiding 20
2.2 De rol van de aandeelhouders en het bestuur in de Nederlandse context 20
2.2.1 Vennootschapsmodel en orgaanstructuur 20
2.2.2 Bevoegdheidsverdeling 21
2.2.3 Convocatie- en agenderingsrecht 23
2.2.4 Afwijzingsgronden en inperking van het agenderingsrecht 23
2.2.5 Beschermingsconstructies 26
2.3 Aanleiding voor het invoeren van de Wet bedenktijd 26
2.4 Beoogde doelen 28
2.5 Werking van de wettelijke bedenktijd 31
2.5.1 Inroepen van de bedenktijd 31
2.5.2 Gevolgen van het inroepen van de bedenktijd en duur 33
2.5.3 Waarborgen tegen oneigenlijk gebruik 36
2.5.4 Bedenktijd en onbeschermd karakter 38
2.5.5 Bedenktijd en responstijd 39
2.6 Kunnen de doelen van de bedenktijd worden bereikt volgens de reacties op de consultatie en de visies in de literatuur? 41
2.6.1 Rol van het bestuur en het bieden van rust 43

2.6.2 Wezenlijk in strijd met het vennootschappelijk belang....44
2.6.3 Gebrek aan effectiviteit bij vijandige overnames....45
2.6.4 Waarborgen, het beoordelingscriterium voor de Ondernemingskamer en de stapeling van beschermingsconstructies....48
2.6.5 Verhouding van de bedenktijd ten opzichte van andere beschermingsconstructies 51
2.6.6 Samenloop bedenktijd en andere weigeringsgronden....54
2.6.7 Bedenktijd en onbeschermd karakter....54
2.6.8 Investerings- en vestigingsklimaat en toepassingsbereik in de internationale context....55
2.6.9 Verenigbaarheid met Europees recht....56
2.6.10 Duur van de bedenktijd en rol van stakeholders....59
2.7 Kunnen de doelen van de bedenktijd worden bereikt volgens de respons op de enquête en interviews?....59
2.7.1 Bereikt de bedenktijd het doel?....60
2.7.2 Zijn de waarborgen voldoende?....61
2.7.3 Zijn er neveneffecten door de invoering van de bedenktijd?....62
2.7.4 Is de duur van de bedenktijd gepast?....63
2.7.5 Moet de bedenktijd worden gehandhaafd?....63
2.7.6 Moet de bedenktijd worden aangepast?....64
2.8 Conclusie....64
Hoofdstuk 3 Toepassing van de bedenktijd in de praktijk en samenloop met andere beschermingsconstructies....67
3.1 Inleiding....67
3.2 Toepassing van de bedenktijd in de praktijk....67
3.2.1 Geen gebruik van de bedenktijd door Nederlandse beursvennootschappen....67
3.2.2 Geen gebruik van de bedenktijd in overnamebiedingen....68
3.2.3 Geen gebruik van de bedenktijd in activistische campagnes....69
3.2.4 Geen gebruik van de bedenktijd volgens de respondenten van de enquête en de interviews....70
3.2.5 Geen gebruik van clausules die op de bedenktijd anticiperen....71
3.2.6 Verklaringen voor het gebrek aan gebruik van de bedenktijd....72
3.3 Gebruik van andere beschermingsconstructies....73
3.3.1 Inleiding....73
3.3.2 Resultaten empirisch onderzoek....77
3.3.3 Samenloop van de bedenktijd met andere beschermingsconstructies?....81
3.4 Interviews en enquête over de meerwaarde van de bedenktijd....84
3.5 Conclusie....86
Hoofdstuk 4 De preventieve werking van de bedenktijd....88

4.1 Inleiding 88
4.2 Analyse van overnamebiedingen 88
4.3 Analyse van *non-financial covenants* 92
4.4 Resultaten van de enquête en interviews voor overnamebiedingen 95
4.5 Analyse van activistische campagnes 97
4.6 Resultaten van de enquête en interviews voor aandeelhoudersactivisme 102
4.7 Conclusie 104
Deel II De Wet bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat 106
Hoofdstuk 5 Het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat 106
5.1 Inleiding 106
5.2 Het investerings- en vestigingsklimaat in het algemeen 107
5.3 Factoren die van invloed zijn op het investerings- en vestigingsklimaat 109
5.3.1 Corporate governance en het ondernemingsrecht 111
5.3.2 Financiële en fiscale omstandigheden 111
5.3.3 Arbeidsmarkt 112
5.3.4 Wet- en regelgeving en de effectiviteit van het juridisch stelsel 112
5.3.5 Intensiteit van milieuwet- en regelgeving 113
5.3.6 Infrastructuur 114
5.4 De bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat 114
5.4.1 Internationale literatuur over beschermingsconstructies en het investerings- en vestigingsklimaat 114
5.4.2 Nederlandse literatuur over beschermingsconstructies en het investerings- en vestigingsklimaat 117
5.4.3 Nederlandse literatuur over de bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat 118
5.5 Analyse van nieuwe noteringen door Nederlandse vennootschappen 119
5.6 Analyse van genoteerde vennootschappen die verhuizen van of naar Nederland 122
5.7 *Event study* naar de impact op de beurskoers 124
5.7.1 Methode 124
5.7.2 Resultaten 126
5.8 Resultaten van de enquête en interviews over het investerings- en vestigingsklimaat 128
5.9 Conclusie 131
Hoofdstuk 6 Conclusies 133
6.1 Inleiding 133
6.2 Beoogde doelen van de bedenktijd 133
6.2.1 Doel van de bedenktijd 133
6.2.2 Werking van de bedenktijd 134

6.2.3 Haalbaarheid van de doelen volgens de reacties op de consultaties en de literatuur 134
6.2.4 Haalbaarheid van de doelen volgens de antwoorden op de enquête en interviews 135
6.3 Toepassing van de bedenktijd in de praktijk 135
6.3.1 Geen toepassing van de bedenktijd 136
6.3.2 Gebruik van andere beschermingsconstructies 136
6.3.3 Meerwaarde van de bedenktijd volgens enquête en interviews 137
6.4 Preventieve werking van de bedenktijd 137
6.4.1 Preventief effect met betrekking tot overnamebiedingen 138
6.4.2 Preventief effect met betrekking tot aandeelhoudersactivisme 139
6.5 Bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat 140
6.6 Afsluitend 142
Overzicht van de annex 144
Annex 1. Onderzoekers 145
Annex 2. Vragen van de enquête (Nederlands) 147
Annex 3. Vragen van de enquête (Engels) 152
Annex 4. Methode voor het verspreiden van de enquête en de verzoeken tot interview 157
Annex 5. Vragen voor interviews 159
Annex 6. Methode voor opstellen van lijst van Nederlandse beursvennootschappen 163
Annex 7. Lijst van Nederlandse beursvennootschappen 165
Annex 8. Overzicht van beschermingsconstructies 171
Annex 9. Methode voor analyse van andere beschermingsconstructies 179
Annex 10. Methode voor opstellen van lijst van (voorgenomen) overnamebiedingen 181
Annex 11. Lijst van (voorgenomen) overnamebiedingen 185
Annex 12. Methode voor analyse van *non-financial covenants* 189
Annex 13. Methode voor opstellen van lijst van activistische campagnes 197
Annex 14. Lijst van activistische campagnes 199
Annex 15. Methode voor opstellen van lijst van grensoverschrijdende transacties 205
Annex 16. Lijst van grensoverschrijdende transacties 207
Annex 17. Resultaten van de *event study* 208
Annex 18. Lijst van tabellen 209
Annex 19. Lijst van figuren 210
Annex 20. Bibliografie 211

Hoofdstuk 1 Inleiding

1.1 Aanleiding voor en doelstellingen van het onderzoek

Op 1 mei 2021 trad de Wet bedenktijd in werking. De wet biedt het bestuur van Nederlandse beursvennootschappen de mogelijkheid om, met goedkeuring van de raad van commissarissen, een bedenktijd in te roepen van maximaal 250 dagen wanneer aandeelhouders de benoeming, schorsing of het ontslag (of een statutenwijziging in de bepalingen strekkende tot benoeming, schorsing, ontslag) agenderen van bestuurders of commissarissen of wanneer een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht (art. 2:114b BW). De bedenktijd heeft als doel het bestuur van ondernemingen tijd en rust te gunnen om de verschillende betrokken belangen van de vennootschap en haar *stakeholders* af te wegen en op die manier tot een zorgvuldige beleidsbepaling te komen. Daarmee wordt beoogd het Rijnlandse model, waarin langetermijnwaardecreatie voor alle *stakeholders* voorop staat, verder te borgen tegen eventuele kortetermijngerichte bemoeienissen van aandeelhouders.

Dit rapport bevat een tussentijdse evaluatie van de wettelijke bedenktijd, uitgevoerd in opdracht van het Wetenschappelijk Onderzoeks- en Datacentrum op verzoek van Directie Wetgeving en Juridische Zaken van het ministerie van Justitie en Veiligheid. Aanleiding voor het onderzoek is de toezegging van de (toenmalige) Minister voor Rechtsbescherming tijdens het totstandkomingsproces van de wet om de wettelijke bedenktijd tussentijds te evalueren.[1] Het doel van het onderzoek is drieledig. In de eerste plaats wordt de werking van de wettelijke bedenktijd en de toepassing ervan in de praktijk onderzocht. In de tweede plaats wordt onderzocht of van de bedenktijd de destijds beoogde preventieve werking uitgaat. Ten derde is het doel om na te gaan in hoeverre de wet van invloed is op het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat.

Dit rapport bevat niet de eigen mening van de onderzoekers. Het doel van het onderzoek is enkel het tussentijds evalueren van de bedenktijd, niet het doen van wijzigingsvoorstellen of het beslechten van discussies in de literatuur. Het rapport bevat daarom enkel een beschrijving van de bestaande literatuur en van de resultaten van de uitgevoerde empirische studies.

1.2 Maatschappelijke relevantie van het onderzoek

De maatschappelijke relevantie van het onderzoek is gelegen in het in kaart brengen van de gevolgen van de bedenktijd voor een aantal belangrijke actoren. In de eerste plaats is het van belang te evalueren of de Wet bedenktijd slaagt in haar oorspronkelijke opzet, namelijk het creëren van rust tijdens een vijandige overname en het tegengaan van acties van aandeelhouders gericht op de korte termijn. Een relevante vraag in dit verband is of van de wet een preventieve werking uitgaat. Die preventieve werking kan bijvoorbeeld bestaan uit het feit dat aandeelhouders minder snel geneigd zijn om activistische campagnes te starten die mogelijk gericht zijn op de korte termijn, wetende dat de vennootschap de bedenktijd kan inroepen. Een mogelijke preventieve werking kan ook gelegen zijn in het feit dat potentiële overnemers, teneinde het inroepen van de wettelijke bedenktijd te voorkomen, reeds zelf aangeven hoe hun plannen kunnen bijdragen aan de langetermijnwaardecreatie voor de vennootschap en de betrokken *stakeholders*. Daarnaast is de vraag relevant of de wettelijke bedenktijd aandeelhouders niet te veel hindert in de uitoefening van hun aandeelhoudersrechten

[1] *Kamerstukken I* 2020/21, 35367, C, p. 7.

en daarmee een negatief effect heeft op het Nederlandse investeringsklimaat. Ten slotte is het met het oog op het Nederlandse vestigingsklimaat van belang om na te gaan of er een verband bestaat tussen de bedenktijd en de bereidheid van vennootschappen om zich in Nederland te vestigen.

1.3 Onderzoeksvragen en opzet van het onderzoek

Het onderzoek bestaat uit twee delen.

In deel I van het onderzoek wordt aandacht besteed aan de volgende drie (hoofd)onderzoeksvragen:

A. Wat is het beoogde doel van de Wet bedenktijd, en op welke wijze dient dat doel te worden bereikt met welke waarborgen?
B. Hoe vaak, op welke wijze en waarom is de wet toegepast en is er samenloop met andere beschermingsconstructies geweest?
C. Gaat er een preventieve werking van de wet uit? Zo ja, hoe, zo nee, waarom niet?

In deel II staat de volgende onderzoeksvraag centraal: in hoeverre is het terecht de (preventieve) werking van de Wet bedenktijd te relateren aan het investerings- en vestigingsklimaat in Nederland?

De hiervoor genoemde onderzoeksvragen geven aanleiding tot het stellen van een aantal deelonderzoeksvragen. Deze deelonderzoeksvragen zullen telkens aan het begin van ieder hoofdstuk worden toegelicht.

1.4 Methode

De verschillende onderzoeksvragen vergen een aangepaste methodologie. In het hiernavolgende wordt per deel van het onderzoek de gebruikte onderzoeksmethode nader toegelicht. De verschillende methoden worden later in ieder hoofdstuk en in de annex bij dit rapport verder uitgewerkt. Bij verschillende empirische studies werd het onderzoeksteam tevens geholpen door onderzoeksassistenten.

1.4.1 Methode voor de enquête en interviews

In het hele rapport wordt gebruik gemaakt van informatie die is verkregen door middel van een enquête en interviews. Aan de enquête en interviews werd deelgenomen door vertegenwoordigers van Nederlandse beursvennootschappen, externe adviseurs (van Nederlandse beursvennootschappen en investeerders), (vertegenwoordigers van) institutionele beleggers en belangenorganisaties. De bedoeling was om te achterhalen hoe de respondenten de bedenktijd ervaren, of en hoe de bedenktijd wordt toegepast, of er een preventieve werking van de bedenktijd uitgaat, en of de bedenktijd van invloed is op het investerings- en vestigingsklimaat. In totaal vulden 45 respondenten de enquête (gedeeltelijk) in en werden 19 interviews afgenomen met in totaal 25 personen (wanneer er meerdere vertegenwoordigers waren van dezelfde organisatie dan werden die in de regel samen geïnterviewd). De resultaten van de enquête en interviews zijn hieronder in de relevante hoofdstukken geïntegreerd, afhankelijk van bij welk deel van het onderzoek het desbetreffende enquête- of interviewonderdeel thuishoort.

In de annex bij het rapport zijn de volgende documenten toegevoegd die verband houden met de enquête en interviews en waarin de methodologische keuzes verder worden uiteengezet:

1. De vragen van de enquête in het Nederlands en Engels (annex 2 en 3)
2. De methode voor het verspreiden van de enquête en de verzoeken tot interviews (annex 4)
3. De vragen voor de interviews (annex 5)

1.4.2 Methode voor deel I: Evaluatie van de Wet bedenktijd

A. Beoogde doelen van de Wet bedenktijd

In hoofdstuk 2 wordt antwoord gegeven op de volgende onderzoeksvraag: *wat is de gedachte achter en het beoogde doel van de Wet bedenktijd, en op welke wijze dient dat doel te worden bereikt met welke waarborgen?*

Om deze vraag te beantwoorden is een analyse gemaakt van de parlementaire geschiedenis en van de bestaande rechtsleer over de beoogde doelen van de wet alsmede van de destijds ontvangen reacties op de consultatieronde ten aanzien van het wetsvoorstel. Op basis van een literatuuronderzoek wordt nagegaan of volgens de heersende literatuur de in de wetgeschiedenis gestelde doelen door middel van de wettelijke bedenktijd kunnen worden bereikt. In de enquête en de interviews is gevraagd of naar de mening van vertegenwoordigers van beursvennootschappen, vertegenwoordigers van investeerders en externe adviseurs het doel van de bedenktijd wordt bereikt.

B. Toepassing van de Wet bedenktijd

In hoofdstuk 3 staat de volgende onderzoeksvraag centraal: *hoe vaak, op welke wijze en waarom is de wet toegepast en is er samenloop met andere beschermingsconstructies geweest?*

Om deze onderzoeksvraag te beantwoorden is empirisch onderzoek gedaan naar het toepassen van de bedenktijd in de praktijk door een analyse te maken van de websites van Nederlandse vennootschappen met notering in Nederland of in het buitenland.[2] Voorts zijn alle overnamebiedingen en activistische campagnes met betrekking tot Nederlandse beursvennootschappen na de inwerkingtreding van de bedenktijd in kaart gebracht en is via persberichten nagegaan of daarbij de bedenktijd is ingeroepen.[3] Ten slotte is in de enquête en interviews de vraag gesteld of de bedenktijd is ingeroepen en wat de redenen daarvoor waren.[4]

Om te begrijpen of de wettelijke bedenktijd een meerwaarde heeft ten opzichte van de bestaande beschermingsconstructies is ook een inventarisatie gemaakt van andere beschermingsconstructies bij Nederlandse vennootschappen.

[2] Zie verder in paragraaf 3.2.1 voor een meer gedetailleerde bespreking van deze methodologie.
[3] Zie verder in paragraaf 3.2.2 en 3.2.3 voor een meer gedetailleerde bespreking van deze methodologie.
[4] Zie verder in paragraaf 3.2.4 voor een meer gedetailleerde bespreking van deze methodologie.

C. Mogelijke preventieve werking van de Wet bedenktijd

In hoofdstuk 4 wordt ingegaan op de vraag of van de bedenktijd een preventieve werking uitgaat. Onder de preventieve werking wordt (zoals hierboven in paragraaf 1.2 al aangehaald) verstaan het vermogen om aandeelhoudersactivisten en overnamebieders zodanig af te schrikken dat zij beslissen om geen vijandige biedingen of activistische campagnes te starten of door te zetten tegen de wil van het bestuur, of tegen andere voorwaarden, omdat men weet dat de vennootschapsleiding gebruik kan maken van de wettelijke bedenktijd, zonder dat het bestuur daadwerkelijk de bedenktijd moet inroepen.[5]

Een eerste methode om het preventief effect van de wettelijke bedenktijd te onderzoeken is via een kwantitatieve empirische studie van het aantal vijandige overnames en activistische campagnes voor en na de invoering van de wet.[6]

Ten tweede is onderzocht of de wet aanleiding heeft gegeven tot meer aandacht voor de belangen van *stakeholders* bij openbare biedingen.[7] Om dit in kaart te brengen, zijn de overnames in de jaren voor en na de invoering van de wettelijke bedenktijd met elkaar vergeleken voor wat betreft het aantal verschillende categorieën van de zogenaamde '*non-financial covenants*', *i.e.*, verplichtingen die bieders aangaan om de belangen van bepaalde *stakeholders* te respecteren. Als de wet een preventieve werking heeft, dan zouden er meer *non-financial covenants* moeten worden gebruikt in de biedingsberichten na de invoering van de wet.

Ten derde is de preventieve werking van de bedenktijd onderzocht door middel van een enquête en interviews met vertegenwoordigers van vennootschappen, investeerders en externe adviseurs,[8] waarin hen werd gevraagd of de bedenktijd activistische aandeelhouders en vijandige bieders ontmoedigt.

1.4.3 Methode voor deel II: de bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat

In deel II van het onderzoek (hoofdstuk 5) wordt ingegaan op het investerings- en vestigingsklimaat en de relatie daarvan met de bedenktijd. Dit thema is relevant omdat tijdens de consultatie van het wetsvoorstel zorgen werden geuit over de mogelijke gevolgen van de wettelijke bedenktijd op het investerings- en vestigingsklimaat.[9] Eerst wordt aan de hand van een literatuuronderzoek nagegaan welke factoren van invloed zijn op het investerings- en vestigingsklimaat in het algemeen en specifiek in Nederland.[10] Daarna wordt besproken in hoeverre de bedenktijd als beschermingsconstructie vanuit theoretisch oogpunt relevant kan

[5] Deze definitie is gebaseerd op de opmerkingen over de preventieve werking tijdens de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel: 'Een belangrijke werking van [de wettelijke bedenktijd] kan zijn dat die nooit in werking wordt gesteld, maar wel preventief werkt. Alleen al het feit dat de mogelijkheid bestaat, kan voorkomen dat er pogingen worden gedaan tot vijandige overnames […]. Ik zou willen vragen om, als mijn amendement om de evaluatie over vijf jaar te laten plaatsvinden het redt, dan wel goed te kijken en in het onderzoek mee te nemen wat de preventieve werking ervan is geweest. Dat zal best methodologisch ingewikkeld zijn, maar dat lijkt mij een belangrijk onderdeel, los van alleen maar kijken of het in de praktijk daadwerkelijk is ingeroepen en wat er toen gebeurd is.' (*Handelingen II* 2020/21, nr. 97, item 18, p. 2)

[6] Zie verder in paragraaf 4.2 en 4.5 voor een meer gedetailleerde beschrijving van deze methodologie.

[7] Zie verder in paragraaf 4.3 voor een meer gedetailleerde beschrijving van deze methodologie.

[8] Zie verder in paragraaf 4.4 en 4.6 en in annex 2-5 voor een meer gedetailleerde bespreking van deze methodologie.

[9] Zie verder in paragraaf 2.6 over de reacties op de consultatie.

[10] Zie verder in paragraaf 5.3.

zijn voor het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat.[11] Vervolgens wordt ingegaan op de invloed van de wet op het investerings- en vestigingsklimaat in de praktijk. Geanalyseerd wordt of de invoering van de wet gepaard is gegaan met een verandering in het aantal nieuwe beursnoteringen door Nederlands vennootschappen op Euronext markten (in Nederland of in het buitenland), in vergelijking met beursnoteringen op die markten door niet-Nederlandse vennootschappen.[12] De vrees bestaat immers dat de invoering van de wet vennootschappen afschrikt om voor Nederland als vestigingsland te kiezen bij het verkrijgen van een beursnotering. In dit deel wordt ook in kaart gebracht in welke mate beursvennootschappen naar Nederland verhuizen (bijvoorbeeld via een grensoverschrijdende zetelverplaatsing of fusie) en uit Nederland vertrekken in de jaren voor en na de invoering van de wet.[13] Ook dit geeft een indicatie van de impact van de wet op het vestigingsklimaat in Nederland. Daarnaast wordt de impact van de wet op het investeringsklimaat onderzocht aan de hand van een zogenaamde *event study*, die de impact van de invoering van de wet op de beurskoers in kaart brengt.[14] Ten slotte is in de enquête en interviews gevraagd naar de mening en ervaring van respondenten met betrekking tot de impact van de Wet bedenktijd op het investerings- en vestigingsklimaat.[15]

1.5 Definities

Wanneer in dit rapport wordt verwezen naar de 'wet', wordt daarmee gedoeld op de Wet bedenktijd. Wanneer wordt verwezen naar het 'voorontwerp, wordt daarmee gedoeld op het voorontwerp van de Wet bedenktijd. Bij verwijzing naar de 'consultatie' of de 'consultatie van het voorontwerp' gaat het om de consultatie ten aanzien van het voorontwerp Wet bedenktijd.[16] Met een verwijzing naar de 'Code' wordt gedoeld op de Nederlandse Corporate Governance Code 2022, tenzij anders aangegeven. Met de term 'consultatie' wordt gedoeld op de consulatie en de reacties daarop ten aanzien van het voorontwerp van de Wet bedenktijd.

De bedenktijd kan zowel worden ingeroepen tegen agenderingsverzoeken van aandeelhouders als van certificaathouders. Wanneer in dit rapport wordt verwezen naar 'agenderingsverzoeken van aandeelhouders die de wettelijke bedenktijd kunnen uitlokken', wordt daarmee mede gedoeld op dergelijke agenderingsverzoeken afkomstig van houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten aangezien die ook onder de reikwijdte van de bedenktijd vallen. Bij het verwijzen naar agenderingsverzoeken die de bedenktijd kunnen uitlokken wordt gedoeld op agenderingsverzoeken tot benoeming, schorsing of ontslag van een lid van de raad van commissarissen of het bestuur of het wijzigen van statutaire bepalingen die daarop betrekking hebben.

Wanneer wordt verwezen naar 'Nederlandse beursvennootschappen', dan wordt bedoeld vennootschappen die hun statutaire zetel in Nederland hebben en een notering hebben aan een binnenlandse of buitenlandse gereglementeerde markt of multilaterale handelsfaciliteit, tenzij anders wordt aangegeven.

---

[11] Zie verder in paragraaf 5.4.
[12] Zie verder in paragraaf 5.5 over deze empirische studie.
[13] Zie verder in paragraaf 5.6 over deze empirische studie.
[14] Zie verder in paragraaf 5.7 over deze empirische studie.
[15] Zie verder in paragraaf 5.8 en in annex 2-5 over deze empirische studie.
[16] De reacties op de consultatie zijn te vinden op https://www.internetconsultatie.nl/wetsvoorstelbedenktijd/reacties. Wanneer in dit rapport wordt verwezen naar een reactie van een partij op de consultatie, dan betreft het de reactie die op deze website is opgenomen.

Wanneer in dit rapport wordt verwezen naar 'aandeelhoudersactivisme', dan wordt dit begrip in de brede zin gebruikt om te verwijzen naar aandeelhouders die pogen om het beleid of de *governance* van de vennootschap te wijzigen of anderszins invloed uit te oefenen op de strategie.[17] Specifiek voor het empirisch onderzoek naar aandeelhoudersactivisme in paragraaf 4.5 wordt de definitie van aandeelhoudersactivisme van de databank van Diligent Market Intelligence gevolgd om de lijst van activistische campagnes samen te stellen.[18] Niet elke vorm van aandeelhoudersactivisme die onder deze definitie valt, valt onder het toepassingsbereik van de bedenktijd. De bedenktijd is immers enkel relevant als de aandeelhoudersactivist formeel gebruik maakt van bepaalde aandeelhoudersrechten, namelijk het agenderen van een voorstel tot benoeming, ontslag of schorsing van bestuurders of commissarissen of het indienen van een voorstel tot wijziging van een of meer statutaire bepalingen die betrekking hebben op de benoeming, het ontslag of de schorsing van bestuurders of commissarissen.

Wanneer in dit rapport wordt verwezen naar 'vijandige biedingen', dan wordt daarmee bedoeld overnamebiedingen waar het bestuur (en afhankelijk van de omstandigheden de raad van commissarissen) het bod als ongevraagd beschouwt, weigert om te onderhandelen met de bieder of de aandeelhouders aanbeveelt om het bod niet te aanvaarden, en bij dit standpunt blijft. Met de term 'vriendelijke' bieding wordt gerefereerd naar gevallen waarin het bestuur (en afhankelijk van de omstandigheden de raad van commissarissen) het bod steunt en unaniem aanbeveelt aan de aandeelhouders. Verder in dit rapport (zie paragraaf 4.2) worden vriendelijke biedingen onderscheiden van 'initieel ongevraagde maar later vriendelijke biedingen'. Die laatste categorie betreft overnamebiedingen die oorspronkelijk ongevraagd zijn vanuit het perspectief van de doelvennootschap, en waarbij het bestuur van de doelvennootschap slechts tot een akkoord met de bieder is gekomen na een aanpassing van het initiële bod in het voordeel van de doelvennootschap. Ten slotte is het ook nog mogelijk dat een overnamebieding als 'neutraal' wordt beschouwd, met name als het bestuur (en in voorkomend geval de raad van commissarissen) niet uitgesproken voor of tegen het bod adviseert. De methode voor de classificatie van overnamebiedingen wordt verder in annex 10 toegelicht.

Wanneer in dit rapport wordt gesproken van *'non-financial covenants'* dan wordt gedoeld op verplichtingen die bieders aangaan in het biedingsbericht om de belangen van bepaalde *stakeholders* te respecteren. *Non-financial covenants* worden geanalyseerd in paragraaf 4.3

1.6 Tussentijdse karakter van de evaluatie en beperkingen van het onderzoek

In de wet is een evaluatietermijn van vijf jaar opgenomen.[19] Naar aanleiding van vragen in de Eerste Kamer over de mogelijke negatieve effecten van de wet op het Nederlandse

[17] Deze definite stemt overeen met de definitie van aandeelhoudersactivisme gebruikt door een recent literatuuroverzicht: A. Brav, W. Jiang & R. Li, 'Governance by Persuasion: Hedge Fund Activism and the Market for Corporate Influence', November 2021, *ECGI Working Paper Series in Finance,* https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3955116, p. 6 ('*shareholders' attempt to pressure management for changes in corporate policies and governance with the aim to improve firm performance'*).

[18] Zie: Diligent Market Intelligence, 'FAQ – Definitions', https://one.insightia.com/faqhelp/activism/definition, geraadpleegd op 4 juni 2024 ('*The advocacy by minority shareholders that a public company change its strategy. This can be with the aim of creating shareholder value, which is broadly achieved by improving underlying operational performance, exploring strategic alternatives, lifting environmental, social or governance standards, and returning capital to shareholders. Activism is sometimes described as either offensive or defensive in nature. Offensive activism represents the proactive and systematic targeting of underperforming companies as part of an established activist investment strategy. Defensive activism describes instead the reaction of existing shareholders to the underperformance of public companies.').*

[19] Artikel Ia Wet bedenktijd.

investerings- en vestigingsklimaat, heeft de minister echter toegezegd om al eerder, na een periode van drie jaar, de effecten van de bedenktijd in de praktijk te inventariseren.[20] Een termijn van drie jaar werd als minimumtermijn noodzakelijk geacht om ervoor te zorgen dat voldoende gegevens beschikbaar zouden zijn om inzicht te kunnen krijgen in de effecten van de wet.

Bij het lezen van dit onderzoek dient in acht te worden genomen dat dit slechts een tussentijdse inventarisatie is van de mogelijke effecten van de Wet bedenktijd en dat de termijn voor evaluatie erg kort is. De uiteindelijke evaluatie dient nog plaats te vinden vijf jaar na inwerkingtreding van de wet. Bij het toezeggen van de tussentijdse evaluatie wees de minister al hierop: 'Het evalueren na een betrekkelijk korte periode heeft als risico dat er te weinig gegevens beschikbaar zijn om effecten in kaart te brengen.'[21] Uit het onderzoek blijkt dat er zich in die drie jaar weinig situaties hebben voorgedaan die de toepassing van de bedenktijd hadden kunnen uitlokken. Hierdoor is er ook weinig ervaring opgedaan met de bedenktijd. Daarbij speelt dat het al dan niet toepassen van de bedenktijd zich zal afspelen in precaire situaties waarin er bijvoorbeeld sprake is van een (aangekondigd) vijandig bod of een discussie met aandeelhouders, hetgeen met zich brengt dat vaak sprake zal zijn van koersgevoelige informatie en van voor de onderneming gevoelige informatie. Het is gebleken dat dit tevens een invloed heeft op de bereidheid van diegenen die daarbij betrokken zijn om geïnterviewd te worden en om tijdens de interviews inzicht te geven in overwegingen van beursvennootschappen en investeerders. Het gebrek aan toepassing van de bedenktijd brengt ook met zich dat het moeilijk is om de preventieve werking ervan in kaart te brengen. Voorts dient rekening te worden gehouden met het feit dat in de praktijk ook andere factoren dan de bedenktijd een impact kunnen hebben op activistische campagnes, overnamebiedingen en het investerings- en vestigingsklimaat. De impact van de bedenktijd is moeilijk te isoleren van andere relevante factoren. Dit werd destijds ook door de minister onderkend.[22] Uit dit rapport blijkt dat het inderdaad niet eenvoudig is om een invloed te vinden van de bedenktijd op het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat gezien de hoeveelheid aan andere factoren die daarbij een rol kunnen spelen. Binnen de factoren die het investerings- en vestigingsklimaat beïnvloeden, lijkt het ondernemingsrecht in zijn algemeenheid een bescheiden rol te spelen. De bedenktijd en de andere beschermingsconstructies vormen binnen dat ondernemingsrecht op hun beurt slechts een deelaspect.

Ten slotte kan worden opgemerkt dat te verwachten is dat bovenstaande factoren en beperkingen nog steeds een rol zullen spelen bij de eindevaluatie. Zoals verder in de conclusie (paragraaf 6.6) wordt toegelicht, is het de vraag of het nuttig is om in een eindevaluatie het in dit rapport neergelegde onderzoek te herhalen. Een dergelijk onderzoek vergt substantiële middelen, terwijl de te verwachten opbrengst beperkt is. Dit zou anders zijn indien de bedenktijd op het moment van de eindevaluatie wel (meermaals) is toegepast.

1.7 Plan van behandeling

Zoals hiervoor werd uiteengezet, bestaat dit onderzoeksrapport uit twee delen. Deel I omvat drie hoofdstukken. In hoofdstuk 2 wordt ingegaan op de inhoud van de wet, de beoogde doelen

[20] *Kamerstukken I* 2020/21, 35367, C, p. 7.
[21] *Kamerstukken I* 2020/21, 35367, C, p. 7.
[22] De minister wees al op het feit dat bijvoorbeeld 'de participatie van aandeelhouders in andere Europese landen (…) en een eventueel verband tussen toe- of afgenomen investeringen en de bedenktijd', hetgeen voor de evaluatie relevant werd geacht, 'niet goed in kaart te brengen zijn.' (*Kamerstukken I* 2020/21, 35367, C, p. 7).

en de werking van de bedenktijd. Daarbij wordt een uiteenzetting gegeven van de reacties op de consultaties ten aanzien van het voorontwerp van de Wet bedenktijd en op de manier waarop de doelen en slagingskansen van deze wet in de literatuur en door de respondenten op de enquête en de interviews worden ingeschat. In hoofdstuk 3 staat de toepassing van de wettelijke bedenktijd in de praktijk centraal. Daarbij wordt geïnventariseerd hoe vaak de bedenktijd is toegepast en worden de andere beschermingsconstructies besproken en empirisch in kaart gebracht. In hoofdstuk 4 wordt de mogelijke preventieve werking van de wet onderzocht. In hoofdstuk 5 komt het tweede deel van het onderzoek aan de orde. Daarbij staat de verhouding tussen de wettelijke bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat centraal. Het onderzoeksrapport wordt afgesloten met een overzicht van de belangrijkste bevindingen in hoofdstuk 6.

Deel I Evaluatie van de Wet bedenktijd

Hoofdstuk 2 Beoogde doelen en werking van de Wet bedenktijd

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk staat de eerste onderzoeksvraag centraal, te weten: *wat is het beoogde doel van de bedenktijd en op welke wijze en met welke waarborgen dient dat doel te worden bereikt?*

In het hiernavolgende wordt eerst, ter inleiding van het onderzoek, ingegaan op de rol van de aandeelhouders en het bestuur in het Nederlandse vennootschapsrecht (paragraaf 2.2). Vervolgens worden de aanleiding voor het invoeren van de bedenktijd (paragraaf 2.3), de doelen van de bedenktijd volgens de parlementaire geschiedenis (paragraaf 2.4), en de werking van de wettelijke bedenktijd beschreven (paragraaf 2.5). Daarna worden de visies in de literatuur en de reacties op de consultatie van het voorontwerp ten aanzien van de doelen en slagingskansen van de (destijds voorgestelde) wet geanalyseerd (paragraaf 2.6) om een antwoord te geven op de vraag of volgens de literatuur de beoogde doelen kunnen worden bereikt. In paragraaf 2.7 worden de resultaten van de interviews en de enquête, ten aanzien van de vraag of de bedenktijd het beoogde doel bereikt, besproken. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een conclusie (paragraaf 2.8).

2.2 De rol van de aandeelhouders en het bestuur in de Nederlandse context

2.2.1 Vennootschapsmodel en orgaanstructuur

Nederlandse vennootschappen hebben een duale orgaanstructuur met in ieder geval een bestuur en een algemene vergadering van aandeelhouders. Daarnaast kan (vrijwillig) een derde orgaan zijnde een raad van commissarissen worden ingesteld. Het is ook mogelijk om, te kiezen voor een monistisch bestuursmodel waarbij het bestuur wordt gevormd door uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders.[23] Kwalificeert de vennootschap als een structuurvennootschap, dan is een raad van commissarissen of de aanwezigheid van niet-uitvoerende bestuurders verplicht.[24] Omdat de bedenktijd enkel van toepassing is op de beursvennootschap, wordt in dit rapport enkel ingegaan op de regels die van belang zijn voor beursvennootschappen. Hoewel de bedenktijd ook van toepassing is op Nederlandse vennootschappen met een notering in het buitenland, worden de specifieke regels ten aanzien van buitenlandse noteringen in dit rapport verder buiten beschouwing gelaten omdat deze per jurisdictie sterk kunnen verschillen en Nederlandse vennootschappen hun aandelen in veel verschillende jurisdicties aan de beurs kunnen laten noteren. De aandelen van zowel NV's als BV's kunnen ter beurze worden genoteerd.[25]

[23] Artikel 2:129a/3239a BW.
[24] Artikel 2:152/262 e.v. BW. Een structuurvennootschap is, kort gezegd, een NV of BV met een geplaatst kapitaal van 16 miljoen euro, die verplicht is op basis van de wet om een ondernemingsraad in te stellen en ten minste honderd werknemers heeft die werkzaam zijn in Nederland.
[25] Zie voor de beursgenoteerde BV en de daarop van toepassing zijnde regelgeving de schakelbepaling van artikel 2:187 BW.

Het Nederlandse ondernemingsrecht is gebaseerd op het Rijnlandse model. Binnen dat model wordt van het bestuur verwacht dat het zich bij haar taakvervulling richt naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Daarbij moeten de belangen van alle *stakeholders* worden meegewogen.[26] In de wet is ten aanzien van de beursvennootschap expliciet bepaald dat het primaat voor het bepalen van het beleid en de strategie bij het bestuur ligt.[27] Voor de taakopvatting van het bestuur en de raad van commissarissen van Nederlandse beursvennootschappen is, naast de wet, de Nederlandse Code van belang. Die Code heeft een wettelijke verankering gekregen. De wet vereist van Nederlandse beursvennootschappen dat zij op basis van het 'pas toe of leg uit' principe rapporteren over de naleving van de Code.[28] De Code bevat volgens de Hoge Raad de 'in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging'.[29] Volgens die Code dient het bestuur te zorgen voor duurzame langetermijnwaardecreatie waarbij niet enkel rekening wordt gehouden met het belang van de aandeelhouders maar ook met de belangen van alle andere relevante *stakeholders*.[30] Van aandeelhouders verlangt de Code dat zij het belang van een strategie gericht op duurzame langetermijnwaardecreatie onderkennen.[31] Dit Rijnlandse model wordt gekenmerkt door de noodzaak van het wegen van de belangen van de verschillende *stakeholders*. Dit komt onder meer tot uitdrukking doordat in de Nederlandse wet aan bepaalde *stakeholders* specifieke rechten worden toegekend. Dit geldt met name voor werknemers, vertegenwoordigd in de ondernemingsraden.[32] De ondernemingsraad kent in Nederland een vennootschapsrechtelijke inbedding doordat in het vennootschapsrecht bijvoorbeeld is voorzien dat de ondernemingsraad een standpunt kan bepalen ten aanzien de benoeming, schorsing en het ontslag van bestuurders en commissarissen.[33] De ondernemingsraad heeft ook het recht om een standpunt te bepalen ten aanzien van belangrijke bestuursbesluiten die door de algemene vergadering moeten worden goedgekeurd.[34] Daarnaast heeft de ondernemingsraad een advies- en instemmingsrecht ten aanzien van bepaalde besluiten op basis van de Wet op de Ondernemingsraden (WOR).[35]

2.2.2 Bevoegdheidsverdeling

Het bestuur is vrij om de strategie te bepalen en behoeft de algemene vergadering hierover niet vooraf te consulteren.[36] Wel zal het bestuur achteraf aan de algemene vergadering verantwoording moeten afleggen. Aandeelhouders kunnen hun opvattingen ten aanzien van de door het bestuur gevoerde strategie kenbaar maken door gebruik te maken van hun aandeelhoudersrechten.[37] De algemene vergadering heeft bijvoorbeeld de bevoegdheid het bestuur en/of de raad van commissarissen te ontslaan.[38] Belangrijke bevoegdheden die dit

[26] Artikel 2:129 lid 5 BW.
[27] Artikel 2:129 lid 1 BW.
[28] Artikel 2:391a BW.
[29] HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, *NJ* 2007/434, r.o. 4.4 (*ABN AMRO*).
[30] Principe 1.1 van de Code.
[31] Principe 4.4 van de Code.
[32] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 2.
[33] Artikel 2:134/144 BW.
[34] Artikel 2:107a BW.
[35] Artikel 25 en 27 WOR.
[36] HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970, *NJ* 2007/434, *JOR* 2007/178 (*ABN AMRO*) & HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, *NJ* 2018/331, *JOR* 2018/142 (*Boskalis/Fugro*).
[37] HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970, *NJ* 2007/434, *JOR* 2007/178 (*ABN AMRO*).
[38] Artikel 2:132/242 en 134/244 BW. Indien de vennootschap onderworpen is aan het structuurregime, dan is de algemene vergadering bevoegd om de raad van commissarissen te benoemen en te ontslaan. De bevoegdheid tot benoeming en ontslag van het bestuur ligt in dat geval bij de raad van commissarissen. In geval van een monistisch bestuursmodel kan de algemene vergadering de niet-uitvoerende bestuurders en commissarissen benoemen en ligt

mogelijk maken zijn, het hierna nog te bespreken, convocatie- en agenderingsrecht. Daarnaast kan de algemene vergadering de goedkeuring aan bepaalde bestuursbesluiten onthouden wanneer bestuursbesluiten krachtens de wet of de statuten door de algemene vergadering moeten worden goedgekeurd.[39] Aandeelhouders kunnen uiteraard ook andere middelen aanwenden dan het uitoefenen van hun aandeelhoudersrechten om invloed uit te oefenen op het bestuur en de vennootschap. Zo kunnen zij bijvoorbeeld met het bestuur in dialoog gaan,[40] brieven schrijven en die vervolgens openbaar maken, of hun aandelen verkopen indien zij niet tevreden zijn met de strategie van de vennootschap.

In het verleden hebben overnamesituaties meermaals aan de basis gelegen van discussies omtrent de bevoegdheidsverdeling tussen aandeelhouders en het bestuur en de raad van commissarissen.[41] Dit heeft geleid tot een aantal rechterlijke uitspraken waardoor die bevoegdheidsverdeling nadere contouren heeft gekregen in de rechtspraak. Met name het convocatie- en agenderingsrecht van de aandeelhouder enerzijds en de bevoegdheid van het bestuur anderzijds om de strategie te bepalen kunnen met elkaar conflicteren. Het agenderen van het ontslag van bestuurders of leden van de raad van commissarissen kan immers de vrije strategiebepaling onder druk zetten. Een spraakmakende zaak waarin dit aan de orde kwam was de AkzoNobel zaak.

In de AkzoNobel zaak ging het, kort gezegd, om een situatie waarin sprake was van een voorgenomen vijandig bod op de aandelen van de vennootschap.[42] Het bestuur wenste, tot ongenoegen van een aantal activistische aandeelhouders, niet verder in onderhandeling te treden met een potentiële bieder. Van de zijde van die aandeelhouders werd vervolgens verzocht een buitengewone algemene vergadering bijeen te roepen teneinde het ontslag van de voorzitter van de raad van commissarissen te agenderen. De weigering van het bestuur om aan dit verzoek gehoor te geven, gaf aanleiding tot een enquêteprocedure. In die procedure bevestigde de Ondernemingskamer het uitgangspunt dat het aan het bestuur is om de strategie te bepalen. Voorts werd overwogen dat het bestuur niet verplicht is om met een potentiële bieder in onderhandeling te treden. Of inhoudelijke besprekingen geboden zijn, hangt volgens de Ondernemingskamer af van de omstandigheden van het geval. Daarbij kunnen onder meer een rol spelen of het bestuur het besluit heeft genomen om het *stand alone*-scenario te verlaten alsmede de prijs en inhoud van het voorstel en de bedoelingen van de potentiële bieder. De Ondernemingskamer benadrukte wel dat de aandeelhouders zelf het bestuur ter verantwoording kunnen roepen door het initiatief te nemen voor het bijeenroepen van een algemene vergadering. Zoals hierna nog zal worden uiteengezet, was de AkzoNobel-zaak een van de ontwikkelingen die aan de basis lag van de invoering van de Wet bedenktijd.

---

de bevoegdheid tot benoeming en ontslag van de uitvoerende bestuurders bij de niet-uitvoerende bestuurders. Zie artikel 2:162/272 BW.

[39] Artikel 2:107a BW. Zie over de mogelijkheden van aandeelhouders om invloed op de strategie uit te oefenen G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 139.

[40] Best practice 4.2.2 van de Code verwacht zowel van aandeelhouders als van de vennootschap dat zij met elkaar in dialoog gaan. De vennootschap moet die dialoog in beginsel faciliteren en een beleid terzake op hoofdlijnen opstellen.

[41] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 570.

[42] Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, *JOR* 2017/261.

2.2.3 Convocatie- en agenderingsrecht

Twee belangrijke rechten die aandeelhouders (en andere kapitaalverschaffers) in staat stellen om hun ideeën aan de vennootschap kenbaar te maken, en die relevant zijn voor de toepassing van de bedenktijd, zijn het convocatie- en het agenderingsrecht.

Een algemene vergadering dient in beginsel bijeen te worden geroepen door het bestuur en de raad van commissarissen. De statuten kunnen deze bevoegdheid echter ook aan anderen toekennen.[43] Aandeelhouders of certificaathouders die 10 % van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, of een geringer bedrag indien dit in de statuten is bepaald, kunnen het bestuur en de raad van commissarissen bovendien verzoeken om een algemene vergadering bijeen te roepen (convocatierecht). Wanneer die hier niet toe overgaan, kunnen de aandeelhouders de rechtbank verzoeken hen te machtigen om een aandeelhoudervergadering bijeen te roepen.[44] Bij een besloten vennootschap kan een dergelijk verzoek reeds worden ingediend door houders van 1 % van het geplaatste kapitaal.[45] De voorzieningenrechter wijst de vordering tot machtiging toe wanneer de aandeelhouders een redelijk belang hebben bij het bijeenroepen van de algemene vergadering.[46] Een zaak waarin dit redelijk belang volgens de rechtbank niet aanwezig was, is de AkzoNobel zaak. Nadat de Ondernemingskamer had geoordeeld in de hiervoor genoemde enquêteprocedure, had een aantal aandeelhouders een machtigingsverzoek ingediend bij de rechtbank voor het bijeenroepen van een buitengewone algemene vergadering waarop het ontslag van de voorzitter van de raad van commissarissen zou worden geagendeerd.[47] Kort voor de behandeling van het verzoekschrift had AkzoNobel reeds in zoverre aan het verzoek van de aandeelhouders voldaan dat zij een buitengewone algemene vergadering had uitgeschreven waarin weliswaar niet het ontslag was geagendeerd, maar de gang van zaken rondom het bod zou worden besproken. De voorzieningenrechter oordeelde daarom dat het verzoek tot ontslag prematuur was. Eerst diende het beleid en de gang van zaken rondom het bod te worden besproken. De aandeelhouders hadden daarom volgens de voorzieningenrechter vooralsnog geen redelijk belang bij hun verzoek.

Aandeelhouders kunnen bepaalde onderwerpen op de algemene vergadering agenderen. Het agenderingsrecht komt toe aan aandeelhouders of certificaathouders die alleen of gezamenlijk ten minste 3% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Agendaverzoeken dienen minimaal zestig dagen voor de dag van de vergadering te worden ingediend. Het agenderingsrecht kan statutair ook worden toegekend aan certificaat- of aandeelhouders die een lager percentage van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen.[48] De Code bepaalt dat een aandeelhouder het agenderingsrecht alleen uitoefent nadat hij hierover in overleg is getreden met het bestuur.[49]

2.2.4 Afwijzingsgronden en inperking van het agenderingsrecht

Het bestuur kan op een aantal gronden agendaverzoeken van aandeelhouders afwijzen en het agenderingsrecht inperken. Eén van de afwijzingsgronden is de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de algemene vergadering. Wanneer een onderwerp niet tot de bevoegdheid van

[43] Artikel 2:109 BW.
[44] Artikel 2:110 BW.
[45] Artikel 2:220 BW.
[46] Artikel 2:111 en 221 BW.
[47] Rb. Amsterdam 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845, *JOR* 2017/260 (*AkzoNobel*).
[48] Artikel 2:114a lid 1 en 2 BW jo artikel 2:187 BW voor de beursgenoteerde BV.
[49] Best practice 4.1.6 van de Code.

de algemene vergadering behoort, is het bestuur niet verplicht het ter stemming op de agenda te zetten. Dit kwam aan de orde in de Fugro zaak. In die zaak maakte Boskalis, een van de aandeelhouders van Fugro en een potentiële overnemer, gebruik van het agenderingsrecht om het bestuur aan te bevelen bestaande beschermingsconstructies op dochterniveau af te bouwen. De Hoge Raad herhaalde in deze zaak de in eerdere rechtspraak geformuleerde rechtsregel dat het bestuur bevoegd is tot het uitzetten van de strategie van de vennootschap en hierover niet vooraf de aandeelhouders dient te consulteren. De Hoge Raad voegde daar tevens als regel aan toe dat het bestuur niet verplicht is om onderwerpen die vallen onder de bevoegdheid van het bestuur ter formele dan wel informele stemming op de agenda van de algemene vergadering te plaatsen.[50] In de literatuur wordt voorts op basis van deze uitspraak geconcludeerd dat de bevoegdheid om te beslissen over het al dan niet afbouwen van beschermingsconstructies bij het bestuur ligt en de aandeelhouder middels het agenderingsrecht geen ontmanteling kan bewerkstelligen met het oog op een potentiële overname.[51] Bovendien wordt in deze zaak bevestigd dat aandeelhouders enkel onderwerpen ter agendering kunnen aandragen waarover de algemene vergadering bevoegd is te beslissen. Een onderwerp dat betrekking heeft op de strategie van de vennootschap kan derhalve niet door de kapitaalverschaffers ter stemming worden geagendeerd. Wel kan men verzoeken om een dergelijk onderwerp tijdens de algemene vergadering als discussiepunt te agenderen.[52]

Naast een beroep op de bevoegdheidsverdeling zijn er nog andere afwijzingsgronden.[53] Het bestuur zou bijvoorbeeld in uitzonderlijke gevallen een beroep kunnen doen op de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW of misbruik van recht om een door de kapitaalverschaffers voorgesteld agendapunt niet te agenderen.[54] In de literatuur bestaat echter discussie over de vraag of deze afwijzingsgrond toelaatbaar is in het licht van de aandeelhoudersrichtlijn.[55] Die aandeelhoudersrichtlijn voorziet in het recht voor aandeelhouders om agendaverzoeken in te dienen maar niet in mogelijkheden voor het bestuur om die agendaverzoeken te weigeren.[56] Betoogd wordt in ieder geval dat deze weigeringsgrond restrictief moet worden uitgelegd om

[50] HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, *NJ* 2018/331, *JOR* 2018/142 (*Boskalis/Fugro*).
[51] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 570.
[52] E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.1.1 en 6.3.1.2.
[53] Bij de beursvennootschap is het, anders dan bij de niet-beursgenoteerde BV, niet langer mogelijk om een agendaverzoek af te wijzen wegens strijd met het belang van de vennootschap.
[54] Artikel 2:8 BW en artikel 3:13 lid 1 BW. Bij het afschaffen van het vennootschappelijk belang als weigeringsgrond bij de NV werd hierover opgemerkt: 'Op grond van de richtlijn bestaat slechts bij grote uitzondering een rechtvaardiging voor de weigering van een agendapunt. Zou zo'n geval zich voordoen, dan kan toetsing aan de norm van de redelijkheid en billijkheid (vgl. artikel 2:8 BW) plaats vinden.' Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31746, 3 (MvT), p. 24. Zie hierover HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, *JOR* 2018/142 (*Boskalis/Fugro*). In de literatuur wordt betoogd dat deze gronden met elkaar overeenkomen. Zie in die zin B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering (Serie Van der Heijden Instituut nr. 129)* (diss. Maastricht), Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 218 e.v. en E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.2.4.c.
[55] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 57, met verwijzing naar B. Snijders, 'Good faith as a Dutch and a European concept' in A.S. Hartkamp e.a. (red.), *De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht*, Deventer: Kluwer 2014, p. 565.
[56] E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.2.4.a.

strijd met de Europese aandeelhoudersrichtlijn te voorkomen.[57] Als voorbeelden van agenderingsverzoeken in strijd met de redelijkheid en billijkheid worden in de wetsgeschiedenis bijvoorbeeld genoemd het verzoek om zoveel onderwerpen in de agenda op te nemen, dat de vergaderorde ernstig wordt verstoord.[58]

Voorts zijn er manieren om de rechten van aandeelhouders in te perken bijvoorbeeld door middel van zogenaamde oligarchische clausules. Door middel van dergelijke clausules kan bijvoorbeeld het initiatiefrecht ten aanzien van het uitoefenen van een bepaalde bevoegdheid bij het bestuur of de raad van commissarissen worden gelegd in plaats van bij de algemene vergadering, kan de drempel voor besluiten die worden geagendeerd worden verhoogd en/of kan goedkeuring van een ander orgaan van de vennootschap worden verlangd voordat het besluit van de algemene vergadering kan worden geëffectueerd.[59]

Indien de kapitaalverschaffers een onderwerp wensen te agenderen dat raakt aan de strategie van de vennootschap, dan kan het bestuur de in de Code opgenomen responstijd van 180 dagen inroepen. Daarnaast kan ten aanzien van een door een kapitaalverschaffer voorgestelde benoeming, schorsing of ontslag van een bestuurder of commissaris of de wijziging van een statutaire bepaling die met een dergelijke benoeming, schorsing of ontslag verband houdt, de wettelijke bedenktijd worden ingeroepen. Door het inroepen van de respons- dan wel de bedenktijd wordt de bespreking van het onderwerp of de stemming over het onderwerp uitgesteld.[60] Zowel de bedenktijd als de responstijd worden in de hiernavolgende paragrafen nog uitgebreid besproken.

Aandeelhouders die ontevreden zijn over de weigering van het bestuur om een onderwerp te agenderen kunnen, indien zij aan de drempel voldoen, naar de Ondernemingskamer om een enquête te verzoeken. Hiervoor werd reeds gewezen op de enquêteprocedure bij AkzoNobel.[61] Het staat de vennootschap voorts vrij om in haar statuten het enquêterecht ook aan anderen (eventueel ook andere aandeel- of certificaathouders) toe te kennen.[62] Ook de vennootschap kan zich via een enquêteprocedure verweren tegen een onwenselijk geachte uitoefening van het agenderingsrecht met het verzoek om onmiddellijke voorzieningen te treffen. In de zaak Stork verbood de Ondernemingskamer bijvoorbeeld bij wijze van onmiddellijke voorziening om tijdens een buitengewone algemene vergadering te stemmen over het voorstel van een van de aandeelhouders om het vertrouwen in de zittende raad van commissarissen op te zeggen en

---

[57] In die zin S.B. Garcia Nelen, *De beursvennootschap, corporate governance en strategie (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 120*, Deventer: Wolters Kluwer 2020, par. 6.2.1, p. 288; E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.2.4.b.

[58] *Kamerstukken II* 2008/09, 31 746, nr. 7 (Nota naar aanleiding van het verslag), p. 5; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 57.

[59] Oligarchische clausules worden verder besproken in paragraaf 3.3 en in annex 8 (paragraaf 5.3).

[60] E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.1.1 en 6.3.2.6.

[61] Bij vennootschappen met een kapitaal van maximaal 22,5 miljoen euro komt deze bevoegdheid toe aan aandeel- en certificaathouders die 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of aandeel- of certificaathouder zijn met een nominale waarde van 225 000 euro. Artikel 2:346 lid 1 sub b BW. Bij vennootschappen met een geplaatst kapitaal van meer dan 22,5 miljoen euro kan een enquête geïnitieerd worden door houders van aandelen of certificaten die 1% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of een beurswaarde van 20 miljoen. Artikel 2:346 lid 1 sub c BW.

[62] Artikel 2:346 lid 1 sub e BW.

nieuwe commissarissen te benoemen.[63] Volgens de Ondernemingskamer was het verzoek van de aandeelhouders in strijd met de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW. Dit was onder meer gelegen in de mogelijk grote risico's wanneer Stork zou worden gedwongen om haar strategie te verlaten en voor die van de aandeelhouders te kiezen. Er zou volgens de Ondernemingskamer een 'als onstabiel en onzeker aan te merken toestand' bij Stork ontstaan indien het vertrouwen in de raad van commissarissen zou worden opgezegd.[64] *In casu* werden door de Ondernemingskamer nieuwe commissarissen aangesteld en werd een onderzoek bevolen. Ook kunnen aandeelhouders zich wenden tot de voorzieningenrechter in kort geding in een poging om door middel van een voorlopige voorziening een onderwerp op de agenda te krijgen. Dit werd bijvoorbeeld getracht in de Boskalis/Fugro-procedure.[65]

2.2.5 Beschermingsconstructies

De vennootschap en het bestuur staat nog een aantal andere mogelijkheden ter beschikking om zich tegen te activistische opstelling van de aandeelhouder en een eventuele overname te weren. Het Nederlandse vennootschapsrecht kent bijvoorbeeld een aantal beschermingsconstructies dat gebruikt kan worden om ervoor te zorgen dat de zeggenschap binnen de vennootschap niet abrupt wijzigt. Omdat veel van de beschermingsconstructies een statutaire verankering vergen, is hier doorgaans de medewerking van de aandeelhouders voor nodig.[66] Het initiatiefrecht tot het invoeren van een beschermingsconstructie ligt in beginsel bij het bestuur.[67] De verschillende beschermingsconstructies worden nog uitgebreid besproken in paragraaf 3.3 en annex 8. De reeds genoemde respons- en bedenktijd kan men eveneens als beschermingsconstructie kwalificeren. Deze vergen echter geen statutaire basis en voor het inroepen ervan is geen medewerking van de algemene vergadering vereist. Hetzelfde geldt voor het enquêterecht, waar ook een bepaalde mate van bescherming vanuit kan gaan. De vennootschap is immers zelf ook bevoegd om een enquêteprocedure te entameren.[68]

2.3 Aanleiding voor het invoeren van de Wet bedenktijd

De gedachte achter de wettelijke bedenktijd lijkt terug te voeren op een idee van onder meer Jan Hommen, Jeroen van der Veer en Peter Wakkie.[69] Het idee werd geopperd in een interview met Jan Hommen dat in het Financieele dagblad werd gepubliceerd in 2017. Hommen stelde daarin voor om ondernemingen die geen toestemming krijgen van hun aandeelhouders om een beschermingsconstructie in te stellen, een redelijke termijn te geven om over een overname na

[63] Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:AZ6440, *JOR* 2007/42 m.nt. Blanco Fernandez (*Stork*).
[64] Rechtsoverweging 3.20.
[65] Zie voor het kort geding in eerste aanleg: Rb. Den Haag 17 maart 2015, ECLI:NL:RBDHA:2015:3452, *JOR* 2015/135 m.nt. R.G.J. Nowak. In het kort geding was de volgende vordering ingesteld: 'Fugro te bevelen het door Boskalis voorgestelde agendapunt, ter stemming op te nemen in de agenda van de Algemene Vergadering van 30 april 2015 en deze agenda uiterlijk op 19 maart 2015 te publiceren, conform de relevante wettelijke en statutaire bepalingen'.
[66] Zie over de mogelijkheden om ook zonder een statutaire beschermingsconstructie de vennootschap tegen aandeelhoudersactivisme te beschermen L. Timmerman, 'Bescherming zonder bescherming', *OR* 2018/10 die wijst op onder meer de mogelijkheid voor het bestuur om de besluitvorming te vertragen door geen door de aandeelhouder verzochte algemene vergadering bijeen te roepen, de bestuursautonomie en het vennootschappelijk belang kunnen volgens hem ook zorgen voor bescherming van de vennootschap wanneer een statutaire beschermingsconstructie ontbreekt.
[67] M. Nieuwe Weme, 'Bescherming tegen afschaffing van bescherming', *OR* 2019/51.
[68] Artikel 2:346 lid 1 sub d BW.
[69] 'Kabinet besluit tot bescherming bedrijfsleven' *FD* 22 mei 2017. Volgens het FD artikel had het voorstel ook de steun van VNO NCW.

te denken en de relevante belangen af te wegen om op die manier de 'hijgerigheid' van overnameprocessen aan te pakken.[70]

De invoering van de wettelijke bedenktijd speelde zich af tegen de achtergrond van een aantal ontwikkelingen. De jaren voorafgaand aan de invoering van de Wet bedenktijd werden, volgens de memorie van toelichting bij die wet, gekenmerkt door een verandering van de verhouding tussen de aandeelhouders en de vennootschap. De *checks and balances* op het bestuur werden versterkt, onder meer door het wettelijk verankeren van de Code en de introductie van een aantal aandeelhoudersrechten.[71] Toegenomen aandeelhoudersactivisme en potentiële druk van aandeelhouders op het bestuur, in combinatie met het feit dat 90% van de aandelen in Nederlandse beursvennootschappen in handen waren van buitenlandse aandeelhouders, waarvan een groot aantal afkomstig uit Anglo-Amerikaanse *corporate governance* stelsels, gaf aanleiding om de verhouding tussen het bestuur en de aandeelhouders opnieuw te bekijken.[72] Daarnaast hadden zich, zoals hiervoor aangegeven, een aantal overnamepogingen voorgedaan. Zo waren er overnamepogingen door buitenlandse bieders onder meer bij Unilever door Heinz Kraft en bij Post NL door BPost, en was er de reeds hiervoor genoemde overnamestrijd rond AkzoNobel.[73] Tijdens een aantal van die overnamepogingen werd het bestuur onder druk gezet snel te ageren, hetgeen aanleiding gaf tot zorgen rond de zorgvuldigheid van het besluitvormingsproces omtrent de overname. Het toegenomen aandeelhoudersactivisme had in de periode voorafgaand aan de invoering van de wettelijke bedenktijd ook aanleiding gegeven tot een aantal verzoeken van aandeelhouders om bepaalde onderwerpen die raakten aan de strategie van de vennootschap op de algemene vergadering te agenderen, hetgeen aanleiding gaf tot rechtszaken zoals bijvoorbeeld omtrent de agendering van het ontslag van de voorzitter van de raad van commissarissen tegen de achtergrond van de overnamepoging bij AkzoNobel.[74]

In mei 2017 kondigde de toenmalige Minister van Economische Zaken vier actielijnen aan om de druk op het bestuur van Nederlandse beurvennootschappen tijdens overnames te temperen. De bedenktijd vormde één van die actiemogelijkheden.[75] Destijds werd nog een (langere) bedenktijd van maximaal één jaar voorgesteld met een ruimer toepassingsbereik.[76] Het idee voor het invoeren van een bedenktijd werd vervolgens in het regeerakkoord 2017-2021

---

[70] H. Jessayan, 'Hommen: 'Ontdoe een overname van alle hijgerigheid'', *FD* 28 maart 2017. De nadruk leek daarbij te liggen op het toekennen van een bedenktijd aan onbeschermde ondernemingen. Hommen stelt in voornoemd artikel: 'Wanneer een onderneming geen goedkeuring van aandeelhouders krijgt om een beschermingsconstructie op te richten, zou ik haar een redelijke tijd willen geven om over de overnamevoorstellen na te denken, varianten te overwegen en alle belangen evenwichtig en naar behoren af te wegen.'

[71] In dit verband wordt in de memorie van toelichting verwezen naar artikel 2:107a, 114a en 118a BW. *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 6.

[72] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 7 en 8.

[73] H. Jessayan, 'Hommen: 'Ontdoe een overname van alle hijgerigheid'', *FD* 28 maart 2017; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nrs. 570 en 632.

[74] In de memorie van toelichting wordt in dit verband gewezen op HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, *JOR* 2018/142 (*Boskalis/Fugro*); Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:1965, *JOR* 2017/261 (*AkzoNobel*) & Rb. Amsterdam 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845, *JOR* 2017/260 (*AkzoNobel*). Zie *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 7.

[75] *Kamerstukken II* 2016/17, 29826, 70. Zie hierover onder meer A. Duldar & E.C.H.J. Lokin, 'De wettelijke bedenktijd: ter achtergrond', *MvO* 2019, afl. 5/6, p. 137-138.

[76] Brief van de Minister van Economische Zaken van 4 juli 2017, *Kamerstukken II* 2016/17, 29826, nr. 83. Volgens die brief zou volgens de inschatting op dat moment (het betreft hier nog niet de definitieve versie van de bedenktijd) de bedenktijd kunnen worden ingeroepen tegen bijvoorbeeld een verzoek van aandeelhouders om een buitengewone algemene vergadering bijeen te roepen en bij gestanddoening van een openbaar overnamebod.

opgenomen. Het daarin verwoorde doel van het invoeren van een wettelijke bedenktijd was om kortetermijngerichtheid tegen te gaan door de invloed weg te nemen bij beleggers (met een kortetermijngerichtheid) ten voordele van aandeelhouders en andere *stakeholders* die een belang hebben bij langetermijnwaardecreatie.[77]

Het voorgaande resulteerde in een wetsvoorstel waarin de in de jurisprudentie ontwikkelde rechtsregel die het primaat van de strategiebepaling bij het bestuur legt,[78] voor beursvennootschappen werd gecodificeerd en voorgesteld werd om een wettelijke bedenktijd in te voeren teneinde de mogelijke negatieve effecten van kortetermijngerichtheid en onzorgvuldige besluitvorming bij vijandige overnames tegen te gaan. Het wetsvoorstel vormde de uitvoering van het regeerakkoord alsmede van de motie Van Rooijen[79] en de motie Paternotte c.s.[80] Ook de Tweede Kamer had intussen de minister opgeroepen om het voorstel voor een wettelijke bedenktijd 'met grote voortvarendheid' uit te werken.[81] Na een initiële consultatieperiode ten aanzien van het voorontwerp, gepubliceerd op 7 december 2018,[82] werd het wetsvoorstel Wet bedenktijd op 18 december 2019 aan de Tweede Kamer aangeboden.[83] De wet trad op 1 mei 2021 in werking.[84]

2.4 Beoogde doelen

Het doel van het wetsvoorstel was om het bestuur van beursvennootschappen meer tijd en rust te gunnen voor het inventariseren en wegen van de belangen van de onderneming en de verschillende *stakeholders* om op die manier een zorgvuldige beleidsbepaling mogelijk te maken en daarmee het Rijnlandse ondernemingsmodel dat Nederlandse vennootschappen kenmerkt, te waarborgen. Volgens de memorie van toelichting bij het wetsvoorstel kan het Rijnlandse model vennootschappen kwetsbaar maken voor overnamepogingen of bemoeienissen van aandeelhouders met het beleid.[85] De Wet bedenktijd strekt ertoe goede besluitvorming te garanderen. Volgens de memorie van toelichting is het ontbreken van empirisch bewijs en de observatie dat aandeelhoudersinterventies zowel negatief als positief kunnen zijn, een van de redenen om ervoor te zorgen dat een goed proces wordt doorlopen waarbij langetermijnwaardecreatie voorop kan staan omdat dit ervoor kan zorgen dat de kans op onsuccesvolle aandeelhoudersinterventies afneemt.[86] De zorgvuldige besluitvorming is niet alleen relevant in geval van aandeelhoudersactivisme, waarbij aandeelhouders invloed willen

[77] Vertrouwen in de toekomst: Regeerakkoord 2017–2021, p. 34: 'We nemen maatregelen 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 de lange termijn: Een beursgenoteerde onderneming die op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) 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 onderneming, geraadpleegd te worden. Deze maatregel kan niet worden ingezet in combinatie met beschermingsconstructies van bedrijven zelf, zoals de uitgifte van preferente aandelen of prioriteitsaandelen.'
[78] Zie onder meer HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970, *NJ* 2007/434, *JOR* 2007/178 (*ABN AMRO*); HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *NJ* 2010/544 m.nt. P. van Schilfgaarde (*ASMI*) en HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, *JOR* 2018/142 (*Boskalis/Fugro*).
[79] *Kamerstukken II* 2016/17, 29826, nr. 87.
[80] *Kamerstukken II* 2016/17, 29826, nr. 89; *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 2.
[81] *Handelingen II* 2016/17, 97/15, p. 1.
[82] Deze consultatie is terug te vinden op https://www.internetconsultatie.nl/1269.
[83] *Kamerstukken* 2019/20, 35 367, nr. 1 met als titel: Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het inroepen van een bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap.
[84] Stb. 2021/210.
[85] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 2-3.
[86] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 8.

uitoefenen op het beleid van de vennootschap, maar ook in geval van vijandige overnames. Vijandige overnames die worden doorgezet zonder de instemming van het bestuur van de doelwitvennootschap brengen, volgens de memorie van toelichting, grote risico's met zich mee zowel op financieel gebied als qua reputatieschade indien de overname niet doorgaat. Een goede dialoog met *stakeholders* is daarom, nog steeds volgens de memorie van toelichting, van groot belang. Hoewel er verschillende manieren zijn voor vennootschappen om zich tegen een vijandige overname te beschermen, is er vooral tussen het aankondigen van het bod en het uitbrengen van het bod, zo was destijds de gedachte, onvoldoende rust om de effecten van het bod op de langetermijnwaardecreatie en de *stakeholders* te inventariseren en mogelijke alternatieven te overwegen.[87]

Zoals hiervoor reeds werd aangegeven in paragaaf 2.2, werden destijds verschillende alternatieven onderzocht om het bestuur meer rust te gunnen bij overnames of een wijziging van de strategie.[88] De regering koos uiteindelijk voor de bedenktijd in plaats van voor de andere onderzochte instrumenten omdat de bedenktijd het enige instrument was dat het doel effectief zou kunnen bereiken, waarbij niet alleen een overnamesituatie werd bestreken maar ook een aandeelhoudersvoorstel tot strategiewijziging onder het bereik zou vallen. Daarnaast wordt in de memorie van toelichting als voordeel van de bedenktijd ten opzichte van de andere instrumenten genoemd dat het de mogelijkheid biedt om 'een bepaalde periode effectief te zijn door het bestuur een specifieke maximumtermijn voor de belangenafweging te geven'.[89]

Uit de memorie van toelichting blijkt dat de hoofddoelstelling van de wet, namelijk het creëren van rust om een goede belangenafweging mogelijk te maken, kan worden onderverdeeld in een aantal subdoelen. Die subdoelen, die overigens vaak met elkaar samenhangen, kunnen als volgt worden samengevat:

- creëren van rust voor het bestuur om een goede afweging te maken en belangen te inventariseren, niet alleen ten aanzien van een bod, maar ook ten aanzien van de continuïteit van de onderneming;[90]
- bewerkstelligen van betere investerings- en desinvesteringsbeslissingen;[91]
- waarborgen van het Rijnlandse model waarbij in de besluitvorming met alle *stakeholders* rekening wordt gehouden;[92]
- bestuur in staat stellen om de mogelijke gevolgen van de mededingingsrechtelijke gevolgen van een voorstel en de verschillende mogelijkheden die vanuit mededingingsrechtelijk perspectief minder bezwaarlijk zijn af te wegen en met potentiële bieders hierover in gesprek te gaan;[93]
- buiten spel zetten van het drukmiddel van de bevoegdheid tot benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en leden van de raad van commissarissen;[94]

[87] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 9.
[88] Andere varianten die werden onderzocht waren: de verhoging van het minimum gestanddoeningspercentage bij een openbaar bod om vijandige biedingen te ontmoedigen (omdat hierdoor een hogere prijs moet worden geboden of overeenstemming moet worden bereikt met het bestuur), vereenvoudiging van de uitgifte van beschermingspreferente aandelen en de introductie van een bedenktijd voor het uitbrengen van een biedingsbericht. *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 2.
[89] Zie *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 2.
[90] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 22.
[91] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 12.
[92] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 2 e.v.
[93] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 11-12.
[94] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 14.

- zorgen voor een dialoog met aandeelhouders en de ondernemingsraad; [95]
- voorkomen dat ingrijpende koerswijzigingen worden doorgevoerd zonder dat met de verschillende *stakeholders* rekening wordt gehouden;[96]
- bevorderen van een dialoog tussen de bieder en het bestuur van de doelvennootschap in een vroeg stadium zodat de belangen van *stakeholders* kunnen worden meegewogen.[97]

Wij leiden uit de memorie van toelichting af dat onder meer de volgende gedachten en uitgangspunten aan de bedenktijd ten grondslag liggen:[98]

- 'langetermijnwaardecreatie en evenwichtige weging van stakeholderbelangen is economisch en maatschappelijk waardevol'. Het 'draagt bij aan een oplossing voor maatschappelijke uitdagingen zoals klimaatverandering (…), gezonde arbeidsverhoudingen, een stabiel ondernemingsklimaat en aan het terugdringen van de belasting van het milieu';[99]
- het Rijnlands model maakt Nederlandse bedrijven kwetsbaar voor overnames of aandeelhoudersbemoeienis met het beleid;[100]
- door het borgen van langetermijnwaardecreatie neemt de kans op niet-succesvolle en maatschappelijk minder wenselijke aandeelhoudersinterventies af;[101]
- het niet kunnen doorlopen van een zorgvuldig besluitvormingsproces leidt tot een nadruk op de korte termijn, hetgeen aanleiding geeft tot financiële instabiliteit van de onderneming en het onevenredig raken van de belangen van *stakeholders*;[102]
- de bedenktijd zal de kwaliteit van besluitvorming en van investeringsbeslissingen bevorderen;[103]
- bestaande beschermingsconstructies kunnen tekortschieten in het creëren van de nodige tijd en rust voor het bestuur om tot een zorgvuldige beleidsbepaling te komen;[104]
- de mogelijkheid van het inroepen van de bedenktijd kan al voldoende zijn om voor *stakeholders* een beter resultaat te bereiken. Dit kan tot gevolg hebben dat de bedenktijd niet eens hoeft te worden ingeroepen om effect te hebben (het zogenaamde preventief effect);[105]

---

[95] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 15.
[96] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 26.
[97] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 26. Zie over de doelen voorts G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632 onder b.
[98] Zie over een aantal van deze uitgangspunten H.M. Vletter-van Dort, 'De bedenktijd: naïef of noodzaak?', *OR* 2019/161, p. 899-906.
[99] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 2.
[100] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 2.
[101] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 8.
[102] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 8.
[103] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 12.
[104] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 10.
[105] Kamerstukken II 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 12: 'Het kan bijvoorbeeld de scherpe kantjes van een desinvestering afhalen door een zorgvuldiger verkoopproces. Het kan er bijvoorbeeld ook toe leiden dat de bieder meer voorzieningen treft om de effecten op de *stakeholders* van de doelvennootschap te beperken (bijvoorbeeld door voor te stellen om bepaalde activiteiten te continueren of uit te breiden, bestaande contracten te eerbiedigen, of om goede afspraken te maken over een sociaal plan). Het kan ook betekenen dat een overnamebod geen doorgang vindt omdat een zelfstandig voortbestaan een realistischer optie is in de ogen van de meerderheid van aandeelhouders van de doelvennootschap. De verwachting is dus dat er per saldo betere besluiten volgen. Immers zorgvuldiger beoordeling van opties zal logischerwijs tot betere (des-)investeringsbeslissingen leiden.'

- de bedenktijd zorgt voor een ordentelijk proces dat kan leiden tot succesvolle overnames waarin *stakeholders*-belangen worden meegewogen, een succesvol concurrerend bod wordt uitgebracht. Het kan voorts leiden tot wijziging dan wel voortzetting van de strategie van de vennootschap;[106]
- de bedenktijd zorgt voor borging van 'bepaalde redenen van algemeen belang' doordat verschillende *stakeholders*-belangen door het bestuur kunnen worden meewogen. Die *stakeholders*-belangen komen overeen met de dwingende redenen van algemeen belang die erkend zijn in de rechtspraak van het Europees Hof van Justitie hetgeen een rechtvaardiging kan vormen voor een inbreuk op de vrijheid van vestiging en het vrij verkeer van kapitaal. Het gaat om de volgende belangen:
    - bescherming van afnemers van diensten
    - consumentenbescherming
    - bescherming van werknemers
    - bescherming van schuldeisers.[107]

2.5 Werking van de wettelijke bedenktijd

2.5.1 Inroepen van de bedenktijd

De bedenktijd is geregeld in artikel 2:114b BW en kan worden ingeroepen door Nederlandse vennootschappen (zowel NV's als BV's)[108] met een beursnotering in Nederland of in het buitenland (zowel binnen als buiten de Europese Unie).[109] De bedenktijd is niet van toepassing op buitenlandse vennootschappen met een beursnotering in Nederland.[110] De bedenktijd kan in drie verschillende gevallen worden ingeroepen. In de eerste plaats kan de bedenktijd worden ingeroepen wanneer een of meer aandeelhouders een voorstel tot wijziging van een of meer statutaire bepalingen die betrekking hebben op de benoeming, het ontslag of de schorsing van bestuurders of commissarissen agendeert. In de tweede plaats kan de bedenktijd worden ingeroepen indien een of meer aandeelhouders een voorstel tot benoeming, ontslag of schorsing van bestuurders of commissarissen agendeert. De twee genoemde omstandigheden kunnen zich voordoen wanneer het desbetreffende voorstel tot het opnemen van een agendapunt ter vergadering is gedaan door een aandeelhouder:[111]

1. ingevolge artikel 2:114a BW, hetgeen wil zeggen een verzoek tot agendering door aandeelhouders die (alleen of gezamenlijk) drie procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen;
2. ingevolge artikel 2:110 lid 1 BW, zijnde een verzoek tot bijeenroeping van een algemene vergadering door houders van tien procent van het geplaatste kapitaal (bij de BV kan dit al met 1% van het geplaatste kapitaal[112]) of;

---

[106] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 23.
[107] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 26.
[108] Zie voor de beursgenoteerde BV artikel 2:187 BW.
[109] Dit wordt in artikel 2:114b BW omschreven als: '(…) een vennootschap waarvan aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit als bedoeld in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht of een met een gereglementeerde markt of multilaterale handelsfaciliteit vergelijkbaar systeem uit een staat die geen lidstaat is en die geen gebruik maakt van de mogelijkheid bedoeld in artikel 359b lid 1 onderdeel a.' In dit rapport wordt kortgezegd verwezen naar beursnotering.
[110] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632.
[111] Zie hierover M. Van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, p. 220.
[112] Artikel 2:220 BW.

3. op basis van de statuten van de vennootschap.

Het gaat dus om aandeelhouders die het agenderingsrecht hebben op basis van de wet of de statuten. Verder gaat het om verzoeken van aandeelhouders die krachtens de wet de voorzieningenrechter kunnen vragen om machtiging om een algemene vergadering bijeen te roepen omdat het bestuur of de raad van commissarissen dit verzoek niet wil inwilligen. In de literatuur wordt betoogd dat, gezien deze limitatieve lijst van omstandigheden, de bedenktijd dus niet kan worden ingeroepen tegen een aandeelhouder die op basis van de statuten zelf het convocatierecht heeft omdat de aandeelhouders dan zelf de algemene vergadering bijeenroepen en de agenda vaststellen.[113] In dat geval is er immers geen sprake van een verzoek aan het bestuur tot het bijeenroepen van een algemene vergadering.[114] Houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten worden met aandeelhouders gelijkgesteld.[115] Zoals hiervoor in paragraaf 2.2 werd besproken, kunnen ook certificaathouders een algemene vergadering bijeenroepen of agenderingsverzoeken indienen. Derhalve kan de wettelijke bedenktijd ook worden ingeroepen indien voornoemde agenderingsverzoeken afkomstig zijn van dergelijke certificaathouders.[116]

In de derde plaats is het inroepen van de bedenktijd mogelijk wanneer een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht op de aandelen van de vennootschap. Het kan gaan om een vrijwillig of een verplicht bod.[117] Zowel een volledig bod, dat strekt tot verwerving van alle aandelen of certificaten, als een partieel bod, dat strekt tot verwerving van slechts een deel van de aandelen of certificaten, valt binnen de reikwijdte.[118]

Het bestuur kan, met goedkeuring van de raad van commissarissen indien die is ingesteld, de bedenktijd inroepen.[119] In alle hierboven genoemde gevallen dient het agendavoorstel dan wel het (aangekondigde of uitgebrachte) bod, naar het oordeel van het bestuur en met goedkeuring van de raad van commissarissen, wezenlijk in strijd te zijn met het belang van de vennootschap

---

[113] E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 397; P.P. de Vries, SDU Commentaar Ondernemingsrecht bij artikel 2:114b BW (2024). Breukink voegt hier echter aan toe dat de situatie waarin aan de aandeelhouder statutair het convocatierecht is toegekend zich niet snel zal voordoen (E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 394 e.v.).

[114] E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 397.

[115] Artikel 2:114b lid 10 BW.

[116] De bedenktijd kan volgens de letterlijke tekst van de wet niet worden ingeroepen tegen agenda- of convocatieverzoeken van kapitaalverschaffers, niet zijnde aandeelhouders of certificaathouders zoals bijvoorbeeld een vruchtgebruiker met stemrecht. Volgens Breukink leidt dit tot een onwenselijke inconsistentie omdat vruchtgebruikers die 3% van het stemrecht in de vennootschap houden zich wel tot de Ondernemingskamer kunnen wenden om de beëindiging van de bedenktijd te verzoeken. Hij wijst er op dat art. 2:88 lid 4 BW/197 lid 4 BW de vruchtgebruiker met stemrecht voor wat betreft rechten gelijk stelt met de bewilligde certificaathouder en de certificaathouder met vergaderrecht. Volgens Breukink moet art. 2:114b BW zo worden uitgelegd dat de bedenktijd ook kan worden ingeroepen tegen agenderingsverzoeken afkomstig van kapitaalverschaffers die voor wat betreft hun rechten gelijk worden gesteld met bewilligde certificaathouders en certificaathouders met vergaderrecht. E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 397-380.

[117] Het verplicht bod is geregeld in artikel 5:70 Wet financieel toezicht.

[118] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632.

[119] Artikel 2:114b lid 3 BW.

en de met haar verbonden onderneming. Wanneer de vennootschap een monistisch bestuursmodel heeft of wanneer er geen commissarissen zijn, is een bestuursbesluit voldoende.[120]

Een punt dat tijdens de consultaties meermaals naar voren is gebracht betrof de vraag hoe om te gaan met een tegenstrijdig belang van de bestuurders. Het ging daarbij met name om de onduidelijkheid die zou ontstaan over de toepasselijkheid van de tegenstrijdigbelangregeling bij het besluit van bestuur en raad van commissarissen tot het inroepen van de bedenktijd.[121] Indien bijvoorbeeld de bedenktijd wordt ingeroepen omdat het ontslag van alle commissarissen wordt geagendeerd, dan heeft de raad van commissarissen als geheel een tegenstrijdig belang en zou, bij gebrek aan andersluidende statutaire regeling, de besluitvorming doorschuiven naar de algemene vergadering.[122] In de uiteindelijke memorie van toelichting is dit punt geadresseerd doordat wordt aangegeven dat wanneer het ontslag van een bestuurder of commissaris wordt geagendeerd in het kader van een strategiewijziging, dit in beginsel geen tegenstrijdig belang oplevert bij het inroepen van de bedenktijd. Per geval moet worden bekeken of sprake is van een tegenstrijdig belang. Voor het bestaan van een tegenstrijdig belang is nodig 'dat er een eigen persoonlijk belang is bij de bestuurder dat tegengesteld is het belang van de vennootschap. Gedacht kan worden aan een bestuurder die een overeenkomst heeft gesloten met een aandeelhouder met een eigen financieel belang, daarmee sprake is van eigen persoonlijk belang dat tegengesteld is aan dat van de vennootschap.'[123]

2.5.2 Gevolgen van het inroepen van de bedenktijd en duur

Het inroepen van de bedenktijd heeft tot gevolg dat de bevoegdheid van de algemene vergadering om te beslissen omtrent benoeming, schorsing of ontslag van het bestuur of de raad van commissarissen of het bewerkstelligen van een statutenwijziging ten aanzien van deze bevoegdheden voor maximaal 250 dagen wordt opgeschort.[124] De gedachte is dat het bepalen van het beleid en de strategie toebehoort aan het bestuur van de vennootschap. Een aandeelhouder die de strategie wil beïnvloeden, kan het ontslagrecht als drukmiddel hanteren of een nieuwe commissaris of bestuurder benoemen om de besluitvorming te beïnvloeden of kan dat via een statutenwijziging proberen te bewerkstelligen.[125] Alleen een voorstel tot statutenwijziging dat ziet op benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen wordt opgeschort door toepassing van de bedenktijd, andere voorstellen tot statutenwijzigingen kunnen nog steeds worden geagendeerd.[126] Ook een door de vennootschap geagendeerd voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen kan tijdens de bedenktijd nog steeds ter stemming worden gebracht.[127] Deze uitzondering is

[120] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 39.
[121] Reactie op de consultatie van Clifford Chance, p. 7. Zie hierover ook de opmerkingen van de Commissie Vennootschapsrecht, p. 6; de reactie op de consultatie van Allen & Overy, p. 2, reactie op de consultatie van Van Doorne, p. 7; reactie op de consultatie van de VEB, p. 15; reactie op de consultatie van Eumedion, p. 6-7. Zie hierover ook M. van Olffen, 'Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2019/12, afl. 2, p. 82; H. Koster, 'Het wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen onderzocht', *O&F* 2020, afl. 3, p. 81; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632 onder f.
[122] Artikel 2:129/239 lid 5 BW. VNO NCW, p. 2. Zie over tegenstrijdig belang ook de literatuur M. van Olffen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2020/51, p. 266.
[123] Kamerstukken II 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 11.
[124] Artikel 2:114b lid 5 en 6 BW.
[125] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 41.
[126] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 41.
[127] Artikel 2:114b lid 6 BW.

ingevoerd om te voorkomen dat een bestuurder of commissaris die zijn taak bijvoorbeeld verwaarloost, niet zou kunnen worden ontslagen.[128] De algemene vergadering blijft bevoegd om besluiten te nemen ten aanzien van andere dan de genoemde onderwerpen. Daarnaast kunnen aandeelhouders tijdens de bedenktijd wel nog steeds vragen om de benoeming, schorsing of het ontslag van een bestuurslid of een lid van de raad van commissarissen dan wel een daarmee verband houdende statutenwijziging als bespreekpunt op de agenda van de algemene vergadering te zetten.[129] Het inroepen van de bedenktijd brengt ook geen wijzigingen aan in de procedure omtrent het openbaar bod.[130]

De aanvangsdatum van de bedenktijd is afhankelijk van de situatie waarvoor de bedenktijd wordt ingeroepen.[131] Indien de bedenktijd wordt ingeroepen naar aanleiding van een agenderingsverzoek conform artikel 2:114a BW, dan begint de termijn de dag na de uiterste datum waarop overeenkomstig dat artikel of de statuten een agendaverzoek moet zijn ontvangen. Met andere woorden, aangezien agendaverzoeken 60 dagen vóór de algemene vergadering moeten worden ingebracht, begint de bedenktijd 60 dagen voor de algemene vergadering.[132] Wanneer het agendavoorstel op grond van artikel 2:110 BW wordt verzocht en derhalve gepaard gaat met een verzoek voor rechterlijke machtiging tot het bijeenroepen van een algemene vergadering, dan vangt de bedenktijd aan op het moment waarop de voorzieningenrechter de verzochte machtiging heeft verleend. Bij een bedenktijd die wordt ingeroepen naar aanleiding van een (aangekondigd) openbaar bod, begint de bedenktijd uiterlijk de dag na die waarop het bod is uitgebracht.[133]

---

[128] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 41.

[129] De besluitvorming omtrent deze onderwerpen wordt door het inroepen van de bedenktijd echter opgeschort. G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632.

[130] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632 onder i; G.N.H. Kemperink, *Macht en machtsverhoudingen bij openbare biedingen. Beschouwingen over het openbare overnamebod in juridische en machtspolitieke context (Serie Van der Heijden Instituut nr. 180)*, Deventer: Wolters Kluwer 2023, par. 4.5.12.

[131] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 41; Zie voor een tijdslijn: M. Van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, p. 220-221.

[132] M. Van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, p. 221.

[133] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 41; M. Van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, p. 221. Men zou zich kunnen afvragen of die termijn niet eerder begint wanneer het bestuur de bedenktijd inroept op het moment van aankondiging van het openbaar bod. In artikel 2:114b lid 5 BW wordt immers melding gemaakt van uiterlijk de dag na de dag waarop het bod is uitgebracht. Daarbij wordt verwezen naar het uitbrengen van het openbaar bod in de zin van lid 2 sub b. Bij een dergelijke interpretatie zou bij een aangekondigd bod, de bedenktijd niet gefixeerd zijn en wel afhankelijk zijn van het moment van inroepen. Volgens Van Olffen in M. Van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, p. 221 is dit niet het geval. Volgens hem is de aankondiging van een openbaar bod niet relevant voor het berekenen van de termijn, evenmin als de datum waarop om die reden de bedenktijd wordt ingeroepen. Eerder lijkt deze auteur echter een andere mening te zijn toegedaan wanneer hij schrijft: 'De bedenktermijn geldt voor een termijn van ten hoogste 250 dagen gerekend vanaf (…) uiterlijk de dag nadat het openbaar bod is uitgebracht (…). Het woord uiterlijk suggereert dat de termijn ook eerder kan aanvangen. Omdat de bedenktijd al eerder kan worden ingeroepen, namelijk vanaf de aankondiging van een Vijandig Bod, kan de bedenktijd eerder starten, ergens tussen de datum van de aankondiging en de datum van het uitbrengen van het bod. In die situatie is de datum van besluitvorming over het inroepen van de bedenktijd wel relevant.' Zie M. van Olffen, 'Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2019/12, afl. 2, p. 83. De VEUO wees er in de reactie op de consultatie op dat deze bepaling tot verwarring kan leiden ten aanzien van de aanvang van de bedenktijd in geval van een vijandig bod. Zie reactie VEUO op de consultatie, p. 6.

In de literatuur wordt erop gewezen dat de startdatum voor het berekenen van de maximale termijn van de bedenktijd is gefixeerd en daarom niet afhankelijk is van de datum waarop de bedenktijd daadwerkelijk wordt ingeroepen. Die laatste datum kan eerder liggen dan de aanvangsdatum voor het berekenen van de maximale termijn van de bedenktijd.[134] In de literatuur wordt erop gewezen dat in een dergelijk geval de bedenktijd in de perceptie langer kan duren dan 250 dagen omdat de bedenktijd al eerder is ingeroepen en de officiële termijn pas later begint te lopen.[135] Maar het kan ook andersom, wanneer een agendavoorstel pas laat wordt ingediend en het bestuur pas daarna de bedenktijd inroept, is die bedenktijd al eerder gestart of althans moet voor het berekenen van de maximale termijn van 250 dagen worden teruggegrepen naar een dag die vóór het inroepen van de bedenktijd ligt.[136]

Het bestuur kan uiteraard ook een kortere bedenktijd hanteren of een reeds ingeroepen bedenktijd op ieder moment beëindigen. Het besluit tot beëindiging behoeft eveneens de goedkeuring van de raad van commissarissen indien die aanwezig is. De gedachte hierachter is dat de inbreng van de commissarissen nodig is in het kader van een zorgvuldige besluitvorming. Bovendien heeft de beëindiging van de bedenktijd mogelijk ook gevolgen voor de raad van commissarissen.[137] De bedenktijd eindigt in ieder geval de dag na gestanddoening van een openbaar bod.[138]

De bedenktijd kan niet twee keer achter elkaar om dezelfde reden worden ingeroepen.[139] Wel wordt in artikel 2:114b lid 5 BW uitdrukkelijk erkend dat een tweede bedenktijd kan worden ingeroepen op een andere grond.[140] Mocht er na het einde van de bedenktijd een nieuwe reden zijn om de bedenktijd in te roepen en een aandeelhouder verzet zich hiertegen, dan is het aan de Ondernemingskamer om te beslissen of het bestuur in redelijkheid de nieuwe bedenktijd heeft kunnen inroepen. De laatste zin van lid 5 waarin is opgenomen dat het inroepen van de bedenktijd in een van de in lid 2 genoemde gevallen, het inroepen van een bedenktijd op een andere grond onverlet laat, is het gevolg van amendement Van den Berg/Bruins.[141] Gedacht

[134] Reden hiervoor is om te voorkomen dat de bedenktijd al voorbij zou zijn voordat een algemene vergadering bijeen is geroepen. Oorspronkelijk was in het wetsvoorstel opgenomen dat de bedenktijd zou aanvangen op het moment van indiening van een het agendaverzoek zoals bedoeld in artikel 2:114b lid 2 onder a BW. Bij amendement werd dit gewijzigd. Zie *Kamerstukken II* 2019/2020, 35367, nr. 18. Zie over het feit dat het bestuur geen invloed heeft op de aanvang van de telling van de termijn van de bedenktijd C. de Groot, 'De beursgenoteerde vennootschap', *O&F* 2021-3, p. 15.

[135] M. Van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, p. 221; M.L. Lennarts, T&C BW, Commentaar op art. 2:114b BW; E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 398. In de literatuur wordt nog de vraag gesteld of de bedenktijd nog kan worden ingeroepen nadat de agenda is gepubliceerd. Breukink gaat ervan uit dat dit niet het geval is (E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 399).

[136] M. Van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, p. 221.

[137] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 41.

[138] Artikel 2:114b lid 5 BW.

[139] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 18. In de nota naar aanleiding van het verslag wordt wel een uitzondering hierop benoemd. Daar wordt de indruk gewekt dat de bedenktijd opnieuw kan worden ingeroepen wanneer een aandeelhouder een agendapunt intrekt maar later weer agendeert: 'In het geval dat een aandeelhouder vroegtijdig zou agenderen en na het inroepen van de bedenktijd zijn verzoek intrekt, om dit op een later moment weer te agenderen, kan dit aanleiding zijn voor het bestuur om de bedenktijd opnieuw in te roepen.' Zie *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 6, p. 5-6.

[140] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, 6, p. 5-6. Zie hierover M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, afl. 6, p. 222.

[141] *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 12 (Amendement). Zie hierover E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 395.

werd daarbij aan de situatie waarin er een vijandig bod is en een verzoek tot agendering van bijvoorbeeld het ontslag van een bestuurder of commissaris wordt ingediend. Omdat er slechts één bedenktijd actief kan zijn mag er volgens de indieners van het amendement geen onduidelijkheid bestaan over wanneer de termijn gaat lopen. De bedenktijd zou in een dergelijk geval de dag na het uitbrengen van het bod aanvangen. Het amendement, en daarmee de laatste zin van lid 5, beoogt duidelijk te maken dat het agenderingsverzoek enerzijds en een vijandig bod anderzijds aparte gevallen zijn en dat ze een aparte aanvangstijd hebben voor wat betreft de bedenktijd. Indien eerst een bod is gedaan en later een agenderingsverzoek wordt ingediend en de bedenktijd nog niet is ingeroepen, gaat derhalve een nieuwe termijn lopen.[142] Het is dus mogelijk dat wanneer na een vijandig bod alsnog een agendaverzoek tot ontslag van bestuurders of commissarissen wordt geagendeerd, het bestuur de bedenktijd alsnog inroept waarbij een nieuwe termijn van 250 dagen start.[143] Daarbij kan de vraag gesteld worden of dit ook mogelijk is wanneer de bieder de meerderheid van de aandelen verwerft. In paragraaf 2.6 wordt bij deze vraag nader stilgestaan.

Het bestuur dient de bedenktijd en de rust die daarmee wordt geboden te gebruiken voor een zorgvuldige beleidsbepaling, door de informatie te verzamelen die daarvoor nodig is en de aandeelhouders/certificaathouders en de ondernemingsraad te raadplegen. Voor wat betreft het raadplegen van de aandeelhouders/certificaathouders gaat het om de aandeelhouders/certificaathouders die op het moment van het inroepen van de bedenktijd 3% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Het bestuur moet het standpunt van de geraadpleegde aandeelhouders en de ondernemingsraad onverwijld kenbaar maken op de website van de vennootschap.[144] De vennootschap kan zelf kiezen of het zinvol is om ook andere *stakeholders* te raadplegen.[145]

Daarnaast moet het bestuur verslag doen van het gevoerde beleid en de gang van zaken sinds het inroepen van de bedenktijd. Tijdens de consultatie van het voorontwerp kwam commentaar op de termijn waarbinnen het bestuur verslag zou moeten doen van het beleid en de gang van zaken.[146] Volgens het voorontwerp diende dit uiterlijk op de laatste dag van de bedenktijd bekend te worden gemaakt. In de uiteindelijke regeling is dit gewijzigd naar uiterlijk een week na de laatste dag van de bedenktijd. Het verslag moet op de eerstvolgende algemene vergadering na het verstrijken van de bedenktijd worden besproken, op de website van de vennootschap worden geplaatst en ten kantore van de vennootschap ter inzage worden gelegd.[147]

2.5.3 Waarborgen tegen oneigenlijk gebruik

De wet kent een aantal waarborgen om oneigenlijk gebruik van de bedenktijd tegen te gaan. In de memorie van toelichting wordt aangegeven dat daarbij rekening is gehouden met de mogelijke effecten van de bedenktijd op het investeringsklimaat.[148] De waarborgen lijken

[142] *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 12 (Amendement).
[143] Dit voorbeeld wordt gegeven in de toelichting bij het amendement *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 12, p. 2. Zie hierover C. de Groot, 'De beursgenoteerde vennootschap', *O&F* 2021-3, p. 15.
[144] Artikel 2:114b lid 7 BW.
[145] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 15; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632.
[146] VNO NCW, bijlage bij de reactie op de consultatie p. 8; reactie op de consultatie van VEUO, p. 11.
[147] Artikel 2:114b lid 8 BW.
[148] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 1.

derhalve mede te zijn bedoeld om tegenwicht te bieden aan mogelijk negatieve gevolgen van de bedenktijd op het investeringsklimaat.

De eerste waarborg is dat de bedenktijd, zoals hiervoor besproken, enkel kan worden ingeroepen voor zover het agendaverzoek of het openbaar bod wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming. Het besluit van het bestuur moet met redenen omkleed zijn. Hiermee heeft de wetgever beoogd het uitzonderlijke karakter van de bedenktijd te reflecteren en het risico op het inroepen van de bedenktijd door bestuurders uit eigen belang, om niet ontslagen te worden, te voorkomen.[149]

De tweede waarborg wordt gevormd door het goedkeuringsvereiste van de raad van commissarissen. Dit moet er, volgens de memorie van toelichting, voor zorgen dat het bestuur niet enkel vanuit zelfbescherming de bedenktijd inroept maar dat 'bredere belangen van de vennootschap in het geding zijn'.[150]

Als derde waarborg is er de rechtsgang naar de Ondernemingskamer. Een of meer aandeelhouders die op het moment van inroepen van de bedenktijd ingevolge artikel 2:114a BW het agenderingsrecht hebben (met andere woorden die drie procent of meer van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of aandeelhouders die krachtens de statuten het agenderingsrecht hebben) kunnen bij de Ondernemingskamer een verzoek tot beëindiging van de bedenktijd indienen.[151] De zinsnede 'alleen of gezamenlijk' is daaraan niet toegevoegd. Niettemin lijkt de rechtsgang ook open te staan voor aandeelhouders die niet alleen maar gezamenlijk aan de genoemde criteria voldoen. In de toelichting wordt immers aangegeven dat het doel van de bepaling is om aandeelhouders die de mogelijkheid hebben om het inroepen van de bedenktijd uit te lokken, ook de mogelijkheid te geven een beëindigingsverzoek in te dienen.[152]

Deze derde waarborg is onder meer toegevoegd om ervoor te zorgen dat de bedenktijd geen ontoelaatbare inbreuk maakt op de vrijheid van vestiging en het vrij verkeer van kapitaal.[153] Een eventuele belemmering op de vrijheid van vestiging en vrij verkeer van kapitaal die van de bedenktijd zou kunnen uitgaan moet niet-discriminerend, proportioneel en noodzakelijk zijn.[154] De gang naar de Ondernemingskamer maakt het mogelijk om de bedenktijd te beëindigen wanneer deze niet (langer) noodzakelijk of proportioneel is.[155]

De Ondernemingskamer wijst het verzoek tot beëindiging van de bedenktijd toe indien: a. het bestuur gezien de omstandigheden niet in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het agenderingsverzoek of het vijandig bod wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming, b. het bestuur niet langer in redelijkheid kan oordelen dat het voortduren van de bedenktijd kan bijdragen aan een zorgvuldige beleidsbepaling of c. tijdens de bedenktijd een of meer andere maatregelen zijn ingezet die

[149] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 40.
[150] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 27.
[151] Artikel 2:114b lid 4 BW.
[152] Zie toelichting bij amendement Paternotte waarbij de mogelijkheid tot het indienen van een beëindigingsverzoek bij de Ondernemingskamer ook is toegekend aan diegenen die statutair het agenderingsrecht hebben zonder aan de 3% eis te voldoen. *Kamerstukken II* 2020/21, 35367, nr. 14. In die zin M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, afl. 6, p. 222; M.L. Lennarts, T&C BW (2021), Commentaar op art. 2:114b BW.
[153] M.L. Lennarts, T&C BW (2021), Commentaar op art. 2:114b BW.
[154] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 20.
[155] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 27.

eenzelfde aard, doel en strekking hebben als de bedenktijd en niet binnen redelijke termijn na een verzoek van de aandeelhouders zijn beëindigd of opgeschort. Het gaat daarbij om een marginale toetsing door de Ondernemingskamer.[156] Deze rechtsgang bij de Ondernemingskamer sluit de weg naar de reguliere enquête niet uit. Een enquêteverzoek kan nog steeds worden ingediend wanneer er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen en die gegronde redenen niet gelegen zijn in het inroepen van de bedenktijd maar te wijten zijn aan andere omstandigheden. Ook de vraag of andere beschermingsconstructies beëindigd moeten worden kan nog steeds, volgens de memorie van toelichting bij de Wet bedenktijd, inzet zijn van een enquêteprocedure. Het ligt echter, aldus de memorie van toelichting, niet voor de hand dat een enquête wordt toegewezen indien de reden voor die enquête gelegen is in het feit dat de aandeelhouder het niet eens is met de strategie van de vennootschap ten aanzien van bijvoorbeeld een potentiële bieder. In dat geval zou de enquêteprocedure immers de gedachte achter de bedenktijd, zijnde het creëren van rust, doorkruisen.[157] Het besluit tot het inroepen van de bedenktijd kan voorts bij de rechter worden getoetst met een beroep op artikel 2:14 en/of 2:15 BW.[158]

2.5.4 Bedenktijd en onbeschermd karakter

Nederlandse beursvennootschappen kunnen kiezen voor een onbeschermd karakter. De bedenktijd is onverenigbaar met een vennootschap die in haar statuten gekozen heeft voor een volledig open en onbeschermd karakter in de zin van artikel 2:359b lid 1 sub a BW. Die bepaling houdt in dat de vennootschap er statutair voor kan kiezen om een '*no frustration rule'* in te voeren op basis waarvan zij gedurende een openbaar bod geen beschermingsconstructies zal nemen zonder voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering. Als een vennootschap een dergelijke clausule in de statuten heeft opgenomen, kan het bestuur van de vennootschap de bedenktijd niet inroepen.[159] In de laatste zin van artikel 2:114b BW is bepaald dat de bedenktijd niet van toepassing is op vennootschappen die gebruik maken van de mogelijkheid van artikel 2:359b lid 1 sub a BW.

Mocht de bieder echter wel beschermd zijn, dan kan de doelvennootschap besluiten de voornoemde statutaire regeling betreffende de *no frustration rule* niet toe te passen en toch een bescherming in stelling brengen (de zogenaamde reciprociteitsregel).[160] In een dergelijk geval kan de bedenktijd wel worden toegepast.[161] Voor dit besluit de statutaire regeling niet toe te passen, is de goedkeuring nodig van de algemene vergadering. Deze goedkeuring van de algemene vergadering mag niet eerder zijn verleend dan 18 maanden voordat het bod is aangekondigd.

---

[156] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 40; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 632.
[157] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 13.
[158] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 632.
[159] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 17.
[160] Artikel 2:359b lid 4 BW. Deze bepalingen zijn afkomstig van de Europese overnamerichtlijn. Zie: Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (hierna 'overnamerichtlijn').
[161] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 38.

De bedenktijd zal evenmin kunnen worden toegepast door een vennootschap die aan een buitenlandse beurs is genoteerd waar de *no frustration rule* of een vergelijkbare beperking geldt die de bedenktijd kan doorkruisen.[162]

2.5.5 Bedenktijd en responstijd

Zoals hiervoor in paragraaf 2.2 ook al werd besproken, biedt de Code het bestuur de mogelijkheid een responstijd in te roepen wanneer een of meer aandeelhouders voornemens is om de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot een wijziging van de strategie van de vennootschap, bijvoorbeeld door het ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen. De responstijd kan maximaal 180 dagen duren.[163] Het bestuur moet de responstijd gebruiken voor beraad en overleg, in ieder geval met de desbetreffende aandeelhouder(s), en het verkennen van de alternatieven.[164]

Uit de literatuur, de enquête en de interviews konden drie gevallen worden geïdentificeerd waarin de responstijd werd ingeroepen, of waarin met het inroepen van de responstijd werd gedreigd: Cryo-Save, Fairstar Heavy Transport en BCP. In het geval van Cryo-Save had de aandeelhouder gebruik gemaakt van de statutaire mogelijkheid om zelf een algemene vergadering bijeen te roepen met als agendapunt de vervanging van een niet-uitvoerend bestuurder en de benoeming van een CEO. De zaak kwam bij de Ondernemingskamer, die oordeelde dat Cryo-Save zich inderdaad op de responstijd kon beroepen, omdat het convocatierecht moet worden uitgeoefend in overeenstemming met de redelijkheid en billijkheid.[165] Bij BCP werd de responstijd ingeroepen tegen een verzoek van de toenmalige grootaandeelhouder Brack Capital Real Estate Investments om een buitengewone algemene vergadering uit te schrijven waarop een aantal nieuwe niet-uitvoerende bestuurders zouden worden benoemd en een niet-uitvoerende bestuurder zou worden ontslagen. Het verzoek was volgens het bestuur in strijd met de redelijkheid en billijkheid.[166] Vervolgens trok Brack Capital Real Estate Investments haar verzoek in, en verkocht het haar belang in BCP. In het geval van Fairstar Heavy Transport stelde het bestuur van Fairstar Heavy Transport dat het de responstijd zou gebruiken om te zorgen voor verdere deliberatie en constructieve consultatie, toen het werd geconfronteerd met een vijandig bod van Dockwise White Marlin.[167] Uiteindelijk konden de twee vennootschappen echter een akkoord bereiken.[168]

De bedenktijd wordt gezien als een gedeeltelijke codificatie van de responstijd die al eerder in de Code was opgenomen.[169] Hoewel er overlap bestaat tussen de bedenktijd en de responstijd, zijn er ook verschillen. De overlap zit vooral in het doel van beide instrumenten namelijk het bieden van rust aan het bestuur om de mogelijkheden in kaart te brengen. De verschillen zijn onder meer gelegen in het verschil in duur tussen beide instrumenten, het feit dat de bedenktijd wettelijk is verankerd en de responstijd opgenomen is in de Code, de toepassingsvoorwaarden

[162] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 18.
[163] Bepaling 4.1.6 van de Code 2022.
[164] Bepaling 4.1.7 van de Code 2022.
[165] Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2836, *JOR* 2013/272 m.nt. M.W. Josephus Jitta.
[166] R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2017', *OR* 2017/126.
[167] 'Statement by the board of Fairstar Heavy transport N.V. in connection with Dockwise White Marlin's mandatory offer', https://www.afm.nl/nl-nl/sector/registers/meldingenregisters/openbaarmaking-voorwetenschap/details?id=20120606000000009&KeyWords=Fairstar, 5 juni 2012.
[168] 'Fairstar concedes to Dockwise', *Baird Maritime* 17 juli 2012.
[169] Toelichting bij best practice 4.1.7 van de Code.

voor en de consequenties van het inroepen van beide instrumenten. Hieronder wordt nader op deze verschillen ingegaan.

De responstijd is opgenomen in de Code die op basis van het 'pas toe of leg uit' principe op Nederlandse vennootschappen van toepassing is. Dit roept de vraag op of aandeelhouders gebonden zijn aan het inroepen van de responstijd door de vennootschap[170] aangezien de responstijd geen wettelijke basis heeft en als effect heeft dat de door de wet aan de aandeelhouders toegekende rechten tijdelijk niet kunnen worden uitgeoefend. Volgens sommige auteurs zouden aandeelhouders niet gebonden zijn aan de responstijd, niet alleen omdat deze geen wettelijke grondslag heeft, maar ook omdat de responstijd in strijd zou zijn met het agenderingsrecht[171] en/of met de Europese aandeelhoudersrichtlijn die voorschrijft dat lidstaten één specifieke termijn moeten aanduiden waarbinnen de aandeelhouder zijn agenderingsrecht moet uitoefenen. De responstijd zou leiden tot een oprekking van die termijn die in Nederland gesteld is op 60 dagen.[172] De Hoge Raad overwoog in de ABN AMRO zaak reeds dat de Code gezien moet worden als een weergave van de in Nederland heersende algemene rechtsopvatting.[173] Hierdoor is de Code minder vrijblijvend dan men op het eerste zicht wellicht zou vermoeden. De vraag of de aandeelhouder gebonden is aan de responstijd kwam vervolgens aan de orde in de Cryo-save zaak. In die zaak werd de responstijd ingeroepen en kwam de vraag aan de orde of aandeelhouders niettemin zouden moeten kunnen stemmen over de benoeming van een nieuwe uitvoerende bestuurder en de vervanging van de niet-uitvoerende bestuurders of dat daarmee gewacht moest worden tot het einde van de responstijd. De Ondernemingskamer oordeelde dat de responstijd niet tot gevolg heeft dat de aandeelhouder van zijn wettelijke vergader- of agenderingsrechten wordt afgehouden. De responstijd wordt slechts gezien als een uitwerking van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW die de aandeelhouder ten opzichte van de vennootschap, haar organen en de medeaandeelhouders in acht moet nemen. De Ondernemingskamer was van oordeel dat het bestuur *in casu* voldoende aanleiding had om hierop een beroep te doen. Wel is het zo dat de responstijd volgens de Ondernemingskamer kan worden doorkruist in geval van zwaarwichtige redenen.[174]

Wat betreft de toepassingsvoorwaarden, kan de responstijd voor meer aandeelhoudersverzoeken worden ingeroepen dan de bedenktijd, zoals bijvoorbeeld een strategiewijziging die niet gepaard gaat met het ontslag of benoeming van bestuurders of commissarissen.[175] De responstijd kan daardoor vaak eerder worden ingeroepen dan de

[170] Breukink is van mening dat dit niet zonder meer het geval is. Volgens hem is dit enkel het geval indien de aandeelhouder heeft aangegeven de responstijd te zullen respecteren (E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 5.3.1.2). Zie in die zin ook G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nrs. 58 en 630.

[171] S.B. Garcia Nelen, *De beursvennootschap, corporate governance en strategie (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 120*, Deventer: Wolters Kluwer 2020, par. 6.2.4, p. 309-310.

[172] E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 5.2.4.2; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 58.

[173] HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, *NJ* 2007/434, *JOR* 2007/178 , r.o. 4.4 (*ABN AMRO*).

[174] Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2836, *JOR* 2013/272 m.nt. M.W. Josephus Jitta, ro. 3.9-3.11.

[175] Zie over deze verschillen de toelichting bij bepaling 4.1.7 van de Code 2022.

bedenktijd.[176] De bedenktijd kan daarentegen, anders dan de responstijd, ook worden ingeroepen bij een openbaar bod.

Wat betreft de gevolgen, verhindert de bedenktijd, anders dan de responstijd, niet het agenderen van het onderwerp dat kan leiden tot de strategiewijziging. Bij het inroepen van de bedenktijd kan over dat onderwerp weliswaar niet meer worden gestemd in de algemene vergadering, maar het onderwerp kan wel ter discussie op de agenda worden geplaatst.[177] De responstijd verhindert daarentegen de agendering van het onderwerp, ook als discussiepunt. Men kan zich nog afvragen of tijdens de bedenktijd informeel over bijvoorbeeld een ontslag van een bestuurder of commissaris kan worden gestemd. Wij veronderstellen dat dit niet de bedoeling is aangezien daarmee wederom druk op het bestuur en/of de raad van commissarissen zou kunnen worden gelegd om de strategie te wijzigen.[178] Om een stapeling van de bedenktijd en de responstijd te voorkomen dient, wanneer eerst de responstijd wordt ingeroepen en daarna de bedenktijd, de responstijd in mindering te worden gebracht op de bedenktijd.[179] In de Code is opgenomen dat de responstijd niet kan worden ingeroepen indien voor dezelfde aangelegenheid de wettelijke bedenktijd reeds is ingeroepen.[180]

2.6 Kunnen de doelen van de bedenktijd worden bereikt volgens de reacties op de consultatie en de visies in de literatuur?

Het voorontwerp voor de wet werd destijds via het internet in consultatie gebracht. Daarop kwamen 25 reacties, met zowel voor- als tegenstanders.[181] Daarnaast werden adviezen uitgebracht door de Raad van State, het Adviescollege toetsing regeldruk (ATR), de Commissie Vennootschapsrecht en de Raad voor de Rechtspraak

In de literatuur is de wettelijke bedenktijd eveneens veelvuldig aan bod gekomen, voornamelijk ten tijde van de parlementaire behandeling en de invoering van de wet tussen 2019 en 2021. Het gaat daarbij met name om literatuur waarin vanuit juridisch perspectief wordt ingegaan op

[176] Zie onder meer P.P. de Vries, SDU Commentaar Ondernemingsrecht bij artikel 2:114b BW (2024). Zie voorts over de verschillen onder meer G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 630; M.L. Lennarts, T&C BW (2021), Commentaar op art. 2:114b BW.

[177] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 18.

[178] In die zin E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 401.

[179] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 19.

[180] Best practice 4.1.7 van de Code.

[181] Voorstanders van een wettelijke bedenktijd waren bijvoorbeeld VNO-NCW, de VEUO, de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse orde van advocaten en de Koninklijke Nederlandse orde van advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie (hierna de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht) zij kwalificeren de bedenktijd als een nuttige aanvulling maar hebben een aantal kritische kanttekeningen met name in geval van een openbaar bod), FNV (naar eigen zeggen gematigd positief), De Brauw Blackstone Westbroek, Stichting Multi Nationale Ondernemingsradenoverleg (MNO), SBI Formaat, Kemperink Maarschalkerweerd Wouters Advocaten (laatstgenoemde zien de bedenktijd vooral als geschikt middel voor het geval de aandeelhouders/certificaathouders het ontslag, schorsing of benoeming van het bestuur agenderen maar niet in geval van een vijandige overname). Tegenstanders waren destijds USS en RPMI Railpen, AIMA en MFA, ICGN die in hun reactie melding maken van een eerdere brief getekend door negen andere Britse investeerders tegen het voorstel, Clifford Chance, Houthoff, Allianz, ISS, AFM, Loyens Loeff, Glass Lewis, Buren, VEB en Eumedion. Niet uitgesproken voor of tegen waren: Allen & Overy LLP en Van Doorne. Wel gaf laatstgenoemde de voorkeur aan een facultatieve bedenktijd waarvoor vennootschappen statutair kunnen kiezen. Euronext ondersteunde ten slotte de noodzaak tot zorgvuldige belangenafwegingen en dialoog tussen aandeelhouders en bestuur, maar plaatste kanttekeningen bij het voorontwerp.

de voorwaarden voor de toepassing van de wettelijke bedenktijd, en hoe die bedenktijd in de praktijk gebruikt kan worden.[182] Een groot aantal van de opmerkingen in de literatuur komt overeen met de reacties op de consultatie ten aanzien van het voorontwerp. Om die reden worden de visies in de literatuur en de verschillende reacties op de consulatie hier gezamenlijk besproken. Daarbij wordt ingegaan op de vraag of de door de wetgever geformuleerde doelen van de Wet bedenktijd, volgens de literatuur en de reacties op de consultatie, door middel van dit instrument kunnen worden bereikt.

Onderstaand overzicht is niet uitputtend. Een aantal van de in de reacties op de consultatie gesignaleerde knelpunten werd bijvoorbeeld reeds door de wetgever in het totstandkomingsproces behandeld, zoals bijvoorbeeld de hiervoor genoemde problematiek van het tegenstrijdig belang.[183] Commentaar op het feit dat certificaathouders niet naar de Ondernemingskamer konden en op de gronden voor toetsing door de Ondernemingskamer gaven eveneens aanleiding tot aanpassing van de destijds voorgestelde wet. Deze onderwerpen, die reeds tijdens het totstandkomingsproces zijn geadresseerd, worden hier buiten beschouwing gelaten. In het hiernavolgende overzicht ligt de nadruk op de meest voorkomende standpunten van zowel voor- als tegenstanders van de wettelijke bedenktijd, waarbij met name wordt

[182] Zie bijvoorbeeld: M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, afl. 6, p. 219-224; C. de Groot, 'De beursgenoteerde vennootschap. Faits divers', *O&F* 2021, afl. 3, p. 7-19 ; H. Koster, 'De regeling van de wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *Bb* 2021/58, afl. 12, p. 241-243; N.D. Niederer, 'De wettelijke bedenktijd in het licht van een goede corporate governance', *MvO* 2020, afl. 10/11, p. 318-324; R.A.F. Timmermans, 'Nieuwe regels voor de stichting continuïteit', *OR* 2020/158, afl. 17, p. 917-926; H. Koster, 'Het wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen onderzocht', *O&F* 2020, afl. 3, p. 74-88; C.J.C. de Brauw, 'Overleven, strategie en bescherming: geen sympathie voor corona-koopjesjagers bij Nederlandse beursvennootschappen', *OR* 2020/85, afl. 7, p. 463-470; L.F. Groothuis, 'Toepassing van de wettelijke bedenktijd in de (proces)praktijk', *OR* 2020/53, afl. 6, p. 282-287; C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebepaling en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *OR* 2020/52, afl. 6, p. 270-281; M. van Olffen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2020/51, p. 261-269; R.G.J. Nowak, 'Agenderingsrecht en rechtspolitiek', *WPNR* 2020, afl. 7276, p. 242-246; H.M. Vletter-van Dort, 'De bedenktijd: naïef of noodzaak?', *OR* 2019/161, afl. 16, p. 899-907; C.J.C. de Brauw, 'Bescherming van beursvennootschappen: tijd voor herijking op basis van de pijlers van het huidige stakeholdermodel', *OR* 2019/94, afl. 10/11, p. 518-531; A. Duldar & E.C.H.J. Lokin, 'De wettelijke bedenktijd: ter achtergrond', *MvO* 2019, afl. 5/6, p. 137-140; A.J.J.P.B.M. Kersten, 'Voorontwerp bedenktijd: een bedenkelijke geringschatting van het ondernemingsrecht', *MvO* 2019, afl. 5/6, p. 145-148; R.H. Kleipool & R.L. Pouwer, 'Tijd en rust wettelijk toegevoegd aan de gereedschapskist van het bestuur', *MvO* 2019, afl. 5/6, p. 141-144; R. Traas, 'De voorgestelde wettelijke bedenktijd: een (on)gerechtvaardigde belemmering?', *MvO* 2019, afl. 5/6, p. 149-154; M.W. Josephus Jitta, 'Het voorontwerp over de bedenktijd; bedenktijd voor de wetgever?', *OR* 2019/25, afl. 3, p. 155-160; M. van Olffen, 'Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2019/12, afl. 2, p. 77-85; A.G.F. Ancery, 'Wetsvoorstel bedenktijd bestuur beursvennootschappen. Over het Rijnlandse model, activistische aandeelhouders en het vrij verkeer van kapitaal', *MvV* 2019, afl. 2, p. 69-74; R. Traas, 'De invoering van een wettelijke bedenktijd: bedenkt de wetgever zich?', *OR* 2018/97, afl. 12, p. 558-561; W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten, 'Wettelijke bedenktijd en beschermingsconstructies, de wereld op zijn kop!', *O&F* 2018, afl. 3, p. 33-56; H.J. de Kluiver, 'Modernisering Ondernemingsrecht; waarheen, waarvoor?', *OR* 2017/118, afl. 14, p. 668-676; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632. Zie voorts over de bedenktijd E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022; G.N.H. Kemperink, *Macht en machtsverhoudingen bij openbare biedingen. Beschouwingen over het openbare overnamebod in juridische en machtspolitieke context (Serie Van der Heijden Instituut nr. 180)*, Deventer: Wolters Kluwer 2023; M.L. Lennarts, T&C BW (2021), Commentaar op art. 2:114b BW en P.P. de Vries, SDU Commentaar Ondernemingsrecht bij artikel 2:114b BW (2024).

[183] Zie paragraaf 2.5.1.

ingegaan op de vraag of de bedenktijd het beoogde doel kan bereiken.[184] Die verschillende te bespreken standpunten kunnen worden onderverdeeld in de volgende onderwerpen: de rol van het bestuur en het bieden van rust (paragraaf 2.6.1), het vereiste van wezenlijke strijd met het vennootschappelijk belang als criterium voor toepassing van de bedenktijd (paragraaf 2.6.2), de effectiviteit van de bedenktijd bij vijandige overnames (paragraaf 2.6.3), de waarborgen en de stapeling van beschermingsconstructies (paragraaf 2.6.4), de verhouding van de bedenktijd ten opzichte van andere beschermingsconstructies (paragraaf 2.6.5), de samenloop van de bedenktijd met andere weigeringsgronden voor agendaverzoeken (paragraaf 2.6.6), de bedenktijd en het onbeschermd karakter (paragraaf 2.6.7), de gevolgen voor het investerings- en vestigingsklimaat (paragraaf 2.6.8), de verenigbaarheid van de voorgestelde wet met het Europese recht (paragraaf 2.6.9) en de duur van de bedenktijd en de rol van de *stakeholders* (paragraaf 2.6.10).

2.6.1 Rol van het bestuur en het bieden van rust

Als voordeel van de bedenktijd wordt in de literatuur door een aantal auteurs, evenals in een aantal commentaren op de consultatie, de achterliggende gedachte van de wetgever onderschreven. Die gedachte houdt in dat de bedenktijd voor het bestuur kan zorgen voor rust om het beleid zorgvuldig te bepalen en dit past binnen het Nederlandse systeem waarbij niet de aandeelhouder, maar de vennootschap centraal staat.[185] De belangrijkste redenen om het eens te zijn met het voorstel waren, kort gezegd, gelegen in de erkenning dat overnames problematisch kunnen zijn en dat het bestuur rust en tijd nodig heeft om de juiste beslissing te kunnen nemen en de mogelijke alternatieven te overwegen.[186]

In diezelfde lijn wordt als voordeel van de bedenktijd genoemd het ontmoedigen van vijandige overnames en activistische campagnes die excessief gericht zijn op de korte termijn en beïnvloeding van de strategie[187] en die een negatieve impact hebben op externe *stakeholders*.[188] Nederlandse bedrijven zouden te eenvoudig over te nemen zijn en een wettelijke bedenktijd zou nodig zijn om het internationale speelveld gelijk te trekken.[189] Voorts wordt er op gewezen dat de bedenktijd dienst kan doen om de langetermijnwaardecreatie te beschermen wanneer duurzaamheidsdoelstelling van de vennootschap dreigen te worden aangetast omdat de

[184] Daarnaast waren sommige opmerkingen van respondenten op de consultatie van tekstuele of wetstechnische aard of waren er opmerkingen die slechts door een van de respondenten werden genoemd. Die opmerkingen worden hier buiten beschouwing gelaten. In het hiernavolgende wordt steeds de naam van de respondent genoemd en het paginanummer. Daarmee wordt bedoeld te verwijzen naar het paginanummer in de reactie op de consultatie van de desbetreffende respondent. Alle 25 reacties zijn te vinden op de website: https://www.internetconsultatie.nl/wetsvoorstelbedenktijd/reacties.
[185] M. van Olffen, 'Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2019/12, afl. 2, p. 78-79; B.T.M. Steins Bisschop, ´Enige aantekeningen bij de wettelijke bedenktijd', *TvOB* 2022, afl. 1, p. 15-26; R.A.F. Timmermans, 'Nieuwe regels voor de stichting continuïteit', *OR* 2020/158, afl. 17, p. 917-926; R.H. Kleipool & R.L. Pouwer, 'Tijd en rust wettelijk toegevoegd aan de gereedschapskist van het bestuur', *MvO* 2019, afl. 5/6, p. 141-144.
[186] VNO NCW, p. 2; VEUO, p. 1 e.v.; FNV.
[187] B.T.M. Steins Bisschop, ´Enige aantekeningen bij de wettelijke bedenktijd', *TvOB* 2022, afl. 1, p. 23; L.F. Groothuis, 'Toepassing van de wettelijke bedenktijd in de (proces)praktijk', *OR* 2020/53, p. 283 e.v.; VNO NCW, p. 2.
[188] B.T.M. Steins Bisschop, ´Enige aantekeningen bij de wettelijke bedenktijd', *TvOB* 2022, afl. 1, p. 15-26.
[189] VNO NCW, p. 2.

houdbaarheid van andere beschermingsconstructies in gevallen waarin vennootschappen duurzaamheidsdoelstellingen willen waarborgen, nog niet is getest.[190]

Hoewel een aantal van deze auteurs van mening is dat de bedenktijd een goed instrument is om rust te creëren, wordt er eveneens op gewezen dat het instrument niet in alle opzichten toereikend is. De bedenktijd biedt bijvoorbeeld geen bescherming tegen de discussies die kunnen ontstaan wanneer een periodieke benoeming van bestuurs- of commissarissen samenvalt met bijvoorbeeld een periode waarin een bod is aangekondigd.[191] Ook het feit dat onderwerpen als bespreekpunt kunnen worden geagendeerd, kan volgens sommige auteurs tot instabiliteit leiden.[192] De bedenktijd kan immers niet voorkomen dat het functioneren van het bestuur of de raad van commissarissen als bespreekpunt wordt geagendeerd, hetgeen volgens Van Olffen een 'destabiliserend effect' kan hebben.[193]

Over het algemeen wordt de toegevoegde waarde van de bedenktijd voor wat betreft het creëren van rust vooral gezien als effectief middel tegen aandeelhouders die wijzigingen willen aanbrengen binnen het bestuur of de raad van commissarissen, maar minder in geval van overnames, onder meer doordat de bedenktijd eindigt bij de gestanddoening van het bod.[194] Dit laatste punt wordt hierna in paragraaf 2.6.3 nog verder uitgewerkt.

2.6.2 Wezenlijk in strijd met het vennootschappelijk belang

Een van de onderdelen van de wet waar veel commentaar op is gekomen, zowel tijdens de consultatie van het voorontwerp als in de literatuur, is de maatstaf die het bestuur moet hanteren om te beoordelen of de bedenktijd kan worden ingeroepen. Het bestuur kan de bedenktijd enkel inroepen indien het agenderingsvoorstel of het bod 'wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming'.[195] Deze formulering is ontleend aan artikel 2:118a BW. Op basis van dat artikel kunnen houders van certificaten die, kort gezegd, aan de beurs zijn genoteerd, een volmacht krijgen van de stemgerechtigde (meestal is dit het administratiekantoor) om het stemrecht uit te oefenen. Een van de gronden voor het beperken, uitsluiten of herroepen van die volmacht is wanneer uitoefening van het stemrecht door de certificaathouder 'wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming'.[196] Over de inhoud van deze maatstaf werd destijds in de memorie

[190] Volgens Steins Bisschop kan het inroepen van de bedenktijd gerechtvaardigd zijn om de werkelijke waarde van de onderneming vast te stellen waarbij ook rekening wordt gehouden met externaliteiten. Zie B.T.M. Steins Bisschop, ´Enige aantekeningen bij de wettelijke bedenktijd', *TvOB* 2022, afl. 1, p. 15-26.
[191] M. van Olffen, 'Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2019/12, afl. 2, p. 77-85; M. van Olffen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2020/51, p. 264; M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, p. 224.
[192] H.M. Vletter-van Dort, 'De bedenktijd: naïef of noodzaak?', *OR* 2019/161, p. 906.
[193] M. van Olffen, 'Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2019/12, afl. 2, p. 79; M. van Olffen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2020/51, p. 264; H.M. Vletter-van Dort, 'De bedenktijd: naïef of noodzaak?', *OR* 2019/161, p. 906; E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 402. Zie ook de pagina 4 van de reactie van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht op de consultatie die het agenderen van het discussiepunt onwenselijk vindt omdat het de beoogde rust kan verstoren.
[194] A.G.F. Ancery, 'Wetsvoorstel bedenktijd bestuur beursvennootschappen. Over het Rijnlandse model, activistische aandeelhouders en het vrij verkeer van kapitaal', *MvV* 2019, afl. 2, p. 69-74; M. van Olffen, 'Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2019/12, afl. 2, p. 77-85; M. van Olffen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2020/51, afl. 6, p. 261 e.v.; C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebepaling en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *OR* 2020/52, p. 270 e.v.
[195] Artikel 2:114b lid 2 BW.
[196] Artikel 2:118 lid 2 sub c BW.

van toelichting bij artikel 2:118a BW gesteld: 'Met het begrip wezenlijk wordt tot uitdrukking gebracht dat het moet gaan om een beoordeling van de te verwachten substantiële schending van belangen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.'[197] De minister voegde daaraan toe dat het gaat om situaties waarin de 'continuïteit, onafhankelijkheid, identiteit of ontplooiing van de vennootschap op het spel staat'.[198]

Tijdens de consultatie over het voorontwerp werden bij deze norm kritische kanttekeningen geplaatst. Zo werd aangegeven dat niet duidelijk is wanneer sprake is van wezenlijke strijd met het belang van de vennootschap,[199] en dat de term niet past bij een marginale toetsing.[200] De term zou voorts suggereren dat het belang van de vennootschap al ernstig geschaad moet zijn, hetgeen zich niet verhoudt met het doel van de bedenktijd.[201] Deze kritiek komt overeen met de opmerkingen in de literatuur. De term wordt als weinig duidelijk ervaren.[202] Indien 'wezenlijk in strijd met' moet worden geïnterpreteerd als 'onaanvaardbaar', dan wordt daarmee volgens sommige auteurs een hoge drempel opgeworpen voor het inroepen van de bedenktijd.[203] Wanneer de term geïnterpreteerd moet worden als werkelijk in strijd met het vennootschappelijk belang, is dat doorgaans moeilijk vast te stellen omdat de bedenktijd er juist toe strekt het bestuur tijd te geven om de verschillende belangen af te wegen. Het vereiste van de wezenlijke strijd met het vennootschappelijk belang past derhalve slecht in de situatie waarin er enkel nood is aan overleg en het creëren van rust voor het bestuur om de belangenafweging te maken.[204] De gedachte is dat het bestuur juist de bedenktijd zou moeten kunnen gebruiken om te beoordelen of sprake is van strijd met het vennootschappelijk belang. In reactie op de consultatie werd dan ook de vraag gesteld of dit wel de juiste maatstaf is voor de beoordeling door het bestuur om de bedenktijd al dan niet toe te passen.[205]

2.6.3 Gebrek aan effectiviteit bij vijandige overnames

In de literatuur wordt van de bedenktijd minder verwacht als beschermingsmiddel tegen een openbaar (vijandig) bod dan bij de agendering van de benoeming, schorsing of het ontslag van

---

[197] Memorie van toelichting bij wetsvoorstel bijzondere maatregelen door de Ondernemingskamer over de zeggenschap, *Kamerstukken* II, 1997/98, 25 732, nr. 3, p. 21.
[198] *Kamerstukken II* 2019/2020, 35367, nr. 6, p. 4.
[199] Van Doorne, p. 7; Houthoff, p. 5-6.
[200] De Brauw Blackstone Westbroek, p. 6.
[201] De Brauw Blackstone Westbroek, p. 6. Zie voorts voor kritiek Allen & Overy, p. 3.
[202] Van Olffen heeft niet zozeer kritiek op de norm maar heeft het over een 'objectief niet meetbare norm'. Zie M. van Olffen, 'Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2019/12, afl. 2, p. 81; M. van Olffen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2020/51, p. 264; M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, p. 220; G.N.H. Kemperink, *Macht en machtsverhoudingen bij openbare biedingen. Beschouwingen over het openbare overnamebod in juridische en machtspolitieke context (Serie Van der Heijden Instituut nr. 180)*, Deventer: Wolters Kluwer 2023, par. 4.5.7.
[203] B.T.M. Steins Bisschop, ´Enige aantekeningen bij de wettelijke bedenktijd', *TvOB* 2022, afl. 1, p. 22.
[204] R.A.F. Timmermans, 'Nieuwe regels voor de stichting continuïteit', *OR* 2020/158, afl. 17, p. 922; C.J.C. de Brauw, 'Overleven, strategie en bescherming: geen sympathie voor corona-koopjesjagers bij Nederlandse beursvennootschappen', *OR* 2020/85, afl. 7, p. 469; L.F. Groothuis, 'Toepassing van de wettelijke bedenktijd in de (proces)praktijk', *OR* 2020/53, p. 272; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632 onder d. Zie ook G.N.H. Kemperink, *Macht en machtsverhoudingen bij openbare biedingen. Beschouwingen over het openbare overnamebod in juridische en machtspolitieke context (Serie Van der Heijden Instituut nr. 180)*, Deventer: Wolters Kluwer 2023, par. 4.5.10, die van mening is dat de bedenktijd niet kan worden ingeroepen als de bieder zich constructief opstelt, openheid van zaken geeft en bereid is tot redelijk overleg. In een dergelijk geval kan volgens hem van de bedenktijd geen preventieve werking uitgaan.
[205] Allen & Overy, p. 3.

bestuurders of commissarissen of het agenderen van een daarmee verband houdende statutenwijziging.[206] Een reden waarom van de bedenktijd in overnamesituaties weinig wordt verwacht, is omdat vijandige overnames in Nederland maar weinig voorkomen.[207] Als tweede reden wordt erop gewezen dat de bedenktijd een vijandig bod niet kan tegenhouden en er niet voor zorgt dat het bod wordt opgeschort. Evenmin zorgt de bedenktijd voor een verlenging van of vertraging in de biedingsprocedure.[208] De bieder moet bijvoorbeeld binnen vier weken na de aankondiging van een openbaar bod een persbericht publiceren waarin hij aangeeft (indien hij niet afziet van het bod) dat hij binnen ten hoogste twaalf weken na de aankondiging van het voorgenomen bod een verzoek tot goedkeuring van het biedingsbericht bij de AFM zal indienen.[209] Vervolgens is er een aanmeldingstermijn van acht tot tien weken na het uitbrengen van het bod (die onder bepaalde voorwaarden verlengd kan worden)[210] en moet de doelvennootschap ten minste vier of tien werkdagen (afhankelijk van de situatie) voor het einde van de aanmeldingstermijn een standpuntbepaling publiceren.[211] De bedenktijd heeft geen impact op deze termijnen. Dit wil zeggen dat het bestuur nog steeds op enig moment met een standpuntbepaling moet komen waarbij de wettelijke termijnen rondom het openbaar bod moeten worden gerespecteerd.[212] Wanneer de bieder vervolgens, ondanks de zorgvuldige besluitvorming door het bestuur gedurende de bedenktijd, toch een vijandig bod kan doorzetten, is het de vraag wat de toegevoegde waarde is van de bedenktijd en of dit wel het geschikte middel is om het beoogde doel te bereiken.[213]

---

[206] W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten, 'Wettelijke bedenktijd en beschermingsconstructies, de wereld op zijn kop!', *O&F* 2018, afl. 3, p. 46; A.G.F. Ancery, 'Wetsvoorstel bedenktijd bestuur beursvennootschappen. Over het Rijnlandse model, activistische aandeelhouders en het vrij verkeer van kapitaal', *MvV* 2019, afl. 2, p. 69-74; M. van Olffen, 'Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2019/12, afl. 2, p. 77-85; M. van Olffen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2020/51, p. 261 e.v.; M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, p. 224; C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebepaling en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *OR* 2020/52, afl. 6, p. 281; C.J.C. de Brauw, 'Overleven, strategie en bescherming: geen sympathie voor corona-koopjesjagers bij Nederlandse beursvennootschappen', *OR* 2020/85, afl. 7, p. 469; L.F. Groothuis, 'Toepassing van de wettelijke bedenktijd in de (proces)praktijk', *OR* 2020/53, p. 270 e.v.; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632 onder i; G.N.H. Kemperink, *Macht en machtsverhoudingen bij openbare biedingen. Beschouwingen over het openbare overnamebod in juridische en machtspolitieke context (Serie Van der Heijden Instituut nr. 180)*, Deventer: Wolters Kluwer 2023, par. 4.5.15; Allen & Overy, p. 2; Kemperink Maarschalkerweerd Wouters Advocaten, p. 3. Zie anders de FNV, p. 2 die juist van mening is dat de bedenktijd niet alleen bij vijandige overnames maar bij alle overnames moet kunnen worden ingeroepen.

[207] Zie VEB, p. 1; AFM, p. 3; Buren, p. 3-4; Dit werd ook gesignaleerd in het advies van de ATR, p. 2. Ook in de memorie van toelichting wordt erop gewezen dat er naar schatting vijf gevallen per jaar zijn waarin aandeelhouders een verzoek tot schorsing of ontslag van bestuur of raad van commissarissen indienen of waarin een vijandig bod wordt uitgebracht (*Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 30).

[208] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632 onder i; G.N.H. Kemperink, *Macht en machtsverhoudingen bij openbare biedingen. Beschouwingen over het openbare overnamebod in juridische en machtspolitieke context (Serie Van der Heijden Instituut nr. 180)*, Deventer: Wolters Kluwer 2023, par. 4.5.12; Allen & Overy, p. 2.

[209] Artikel 7 Besluit openbare biedingen.

[210] Artikel 14 Besluit openbare biedingen.

[211] Artikel 18 en 18a Besluit openbare biedingen.

[212] M. van Olffen, 'Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2019/12, afl. 2, p. 83 en M.W. Josephus Jitta, 'Het voorontwerp over de bedenktijd; bedenktijd voor de wetgever?', *OR* 2019/25, afl. 3, p. 160. Zie eveneens de bijdrage van R. Abma in de nog te verschijnen bundel J. Barneveld, B. Kemp & S.B. Garcia Nelen, *Overnames bij beursvennootschappen*, Deventer: Kluwer 2025.

[213] H. Koster, 'Het wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen onderzocht', *O&F* 2020, afl. 3, p. 78; Allen & Overy, p. 2.

In de literatuur wordt voorts als nadeel genoemd dat de bedenktijd 'in de eerste fase van het overnameproces de druk op bestuurders en commissarissen vergroot om in overleg te treden met een potentiële bieder die zijn overnameplannen publiekelijk bekend heeft gemaakt en als voorwaarde heeft gesteld dat de doelvennootschap meewerkt aan het bod'.[214] Daarnaast wordt opgemerkt dat het inroepen van de bedenktijd afbreuk kan doen aan de overtuigingskracht van de bestaande strategie.[215] Wel wordt er op gewezen dat de bedenktijd een 'signaalfunctie' kan hebben in zoverre dat wanneer de bedenktijd wordt ingeroepen, dit een duidelijk signaal geeft aan de aandeelhouders dat het bod gezien wordt als in strijd met het vennootschappelijk belang.[216]

Een ander belangrijk punt van kritiek betreft het feit dat bij een openbaar bod, zowel een volledig als een partieel bod, de bedenktijd eindigt op de dag na gestanddoening van het bod. Dit wil zeggen dat de bedenktijd ook eindigt indien de aandeelhouder slechts een klein percentage van de aandelen met stemrecht verwerft. Juist in dat geval zou de bedenktijd echter – volgens een aantal reacties op de consultatie – nuttig kunnen zijn omdat de andere aandeelhouders het bod kennelijk als onvoldoende hebben beoordeeld. In de reacties op de consultatie werd daarom voorgesteld om het einde van de bedenktijd te koppelen aan het verwerven van een bepaald percentage van de aandelen door de bieder, bijvoorbeeld ter hoogte van 75%, zoals het geval is bij de responstijd.[217] Dit is echter niet door de wetgever overgenomen. De gedachte achter het laten eindigen van de bedenktijd na gestanddoening van het bod is, volgens de memorie van toelichting, om de bieder in staat te stellen de zeggenschap die hij heeft verkregen ook daadwerkelijk uit te oefenen door nieuwe bestuurders of commissarissen te benoemen.[218] Daar wordt echter, later in de memorie van toelichting, aan toegevoegd dat de bieder weliswaar de zeggenschap moet kunnen uitoefenen maar dat het de vennootschap vrij staat om eventueel opnieuw een bedenktijd in te roepen als aan de voorwaarden is voldaan.[219] Daaruit lijkt in de literatuur te worden afgeleid dat de bedenktijd ook kan worden ingeroepen als na een vijandig bod alsnog een agendaverzoek tot ontslag van bestuurders of commissarissen wordt geagendeerd.[220] Dit is mede het gevolg van het genoemde

---

[214] W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten, 'Wettelijke bedenktijd en beschermingsconstructies, de wereld op zijn kop!', *O&F* 2018, afl. 3, p. 47 onder verwijzing naar L.F. Groothuis, 'Hijgerig of een kwestie van lange adem? Beschouwingen bij het Plan Hommen', *OR* 2018/15.

[215] C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebepaling en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *OR* 2020/52, afl. 6, p. 270-281; G.N.H. Kemperink, *Macht en machtsverhoudingen bij openbare biedingen. Beschouwingen over het openbare overnamebod in juridische en machtspolitieke context (Serie Van der Heijden Instituut nr. 180)*, Deventer: Wolters Kluwer 2023, par. 4.5.15.

[216] De Brauw Blackstone Westbroek, p. 5; C.J.C. de Brauw, 'Overleven, strategie en bescherming: geen sympathie voor corona-koopjesjagers bij Nederlandse beursvennootschappen', *OR* 2020/85, afl. 7, p. 469; L.F. Groothuis, 'Toepassing van de wettelijke bedenktijd in de (proces)praktijk', *OR* 2020/53, p. 277. Kemperink waarschuwt ervoor dat wanneer de bedenktijd onterecht wordt ingeroepen, dit juist een onterecht en onjuist signaal geeft dat risico's met zich brengt voor de doelvennootschap in het verdere biedingsproces omdat het 'oneigenlijke intenties van het bestuur van de doelvennootschap uitvergroot' (G.N.H. Kemperink, *Macht en machtsverhoudingen bij openbare biedingen. Beschouwingen over het openbare overnamebod in juridische en machtspolitieke context (Serie Van der Heijden Instituut nr. 180)*, Deventer: Wolters Kluwer 2023, par. 4.5.11).

[217] Allen & Overy, p. 5; Loyens & Loeff, p. 8; De Brauw Blackstone Westbroek, p. 5; Veuo, p. 8; Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht, p. 2; Commissie Vennootschapsrecht, p. 4; R.H. Kleipool & R.L. Pouwer, 'Tijd en rust wettelijk toegevoegd aan de gereedschapskist van het bestuur', *MvO* 2019, afl. 5/6, p. 143.

[218] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 23 en 27.

[219] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 36.

[220] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 12, p. 2. Zie hierover C. de Groot, 'De beursgenoteerde vennootschap', *O&F* 2021, afl. 3, p. 15; C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebepaling en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *OR* 2020/52, afl. 6, p. 281; M.L. Lennarts, T&C BW (2021), Commentaar op art. 2:114b BW.

amendement Van den Berg/Bruins op basis waarvan het mogelijk is gemaakt om opnieuw een bedenktijd in te roepen op andere gronden.[221] Onduidelijkheid bestaat echter over de vraag of de (nieuwe) bedenktijd ook kan worden ingeroepen indien de bieder de meerderheid van de aandelen verwerft. In dat geval zou het opnieuw inroepen van de bedenktijd ingaan tegen de gedachte dat de bedenktijd eindigt om de bieder in staat te stellen de zeggenschap uit te oefenen. De parlementaire geschiedenis is hierover onduidelijk en ook tijdens de consultaties kwam kritiek op het feit dat de bedenktijd zou kunnen worden ingeroepen wanneer de bieder de controle heeft verworven.[222] De minister merkt in de Eerste Kamer hierover op: 'Er is niet gekozen voor een bepaald percentage aandelen dat de aandeelhouder moet verwerven. De achterliggende gedachte is dat een aandeelhouder na de biedingsprocedures ook zijn verworven rechten moet kunnen uitoefenen. Anders zou het een te grote ingreep zijn in het kapitaalverkeer. Als dit een meerderheidsaandeelhouder betreft, dan zou hij in principe ook het recht hebben om het bestuur en de rvc te vervangen. Dat is uiteindelijk ook het geval indien de bedenktijd niet is ingeroepen bij het openbaar bod. Het ligt dan ook niet erg in de rede om de bedenktijd alsnog in te roepen naar aanleiding van een verzoek om ontslag door de nieuwe meerderheidsaandeelhouder, zou je kunnen zeggen'.[223] In de literatuur wordt er echter door een aantal auteurs vanuit gegaan dat de bedenktijd, ondanks voornoemde passage, toch kan worden ingeroepen tegen een bieder die de meerderheid van de aandelen verwerft door een openbaar bod en vervolgens na gestanddoening van het bod een agendaverzoek indient tot benoeming, schorsing of ontslag van een bestuurder of commissaris. [224]Als reden wordt hiervoor onder meer aangevoerd dat de bedenktijd na een bod niet gekoppeld is aan specifieke voorwaarden zoals bijvoorbeeld het verwerven van minimaal 75% van het geplaatst kapitaal.[225] Voorts wordt aangevoerd dat de bedenktijd in die omstandigheden wellicht nuttig kan zijn om de verhoudingen met de nieuwe meerderheidsaandeelhouder vorm te geven.[226]

2.6.4 Waarborgen, het beoordelingscriterium voor de Ondernemingskamer en de stapeling van beschermingsconstructies

Een ander punt van kritiek tijdens de consultatiefase ten aanzien van het voorontwerp is dat de waarborgen waarmee de bedenktijd is omgeven onvoldoende zouden zijn.[227] Een deel van de kritiek is specifiek gericht op de procedure bij de Ondernemingskamer.[228] Het feit dat de bedenktijd aanleiding kan geven tot een aantal juridische procedures, niet enkel op grond van artikel 2:114b lid 4 BW, kan er volgens sommige auteurs toe leiden dat de beoogde rust niet

[221] *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 12 (Amendement). Zie hierover E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 395.
[222] Zie voor kritiek op dit punt de reactie op de consultatie van Clifford Chance, p. 8, die van mening zijn dat na het inroepen van de bedenktijd na het verkrijgen van controle niet wenselijk is.
[223] *Handelingen I* 2020/21, nr. 29, item 13, p. 8-9.
[224] C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebepaling en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *OR* 2020/52, afl. 6, p. 280; In navolging van De Brauw, zie M.L. Lennarts, T&C BW (2021), Commentaar op art. 2:114b BW. Zie voor een genuanceerd beeld hierover R. Abma in de nog te verschijnen bundel J. Barneveld, B. Kemp & S.B. Garcia Nelen, *Overnames bij beursvennootschappen*, Deventer: Kluwer 2025.
[225] C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebepaling en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *OR* 2020/52, afl. 6, p. 280.
[226] Bijvoorbeeld om tot een *relationship agreement* te komen. In die zin R. Abma in de nog te verschijnen bundel J. Barneveld, B. Kemp & S.B. Garcia Nelen, *Overnames bij beursvennootschappen*, Deventer: Kluwer 2025.
[227] Clifford Chance, p. 7.
[228] Zie Clifford Chance, p. 7; VNO NCW, bijlage bij de reactie op de consultatie p. 4; VEUO, p. 4; Kemperink Maarschalkerweerd Wouters Advocaten, p. 2.

wordt gecreëerd.[229] Voorts wordt opgemerkt dat de procedure voor de Ondernemingskamer exclusief zou moeten zijn en dat tijdens de bedenktijd geen andere procedures zouden moeten kunnen worden aangespannen.[230] Daarnaast is volgens sommige auteurs niet duidelijk welke onderwerpen zich lenen voor een enquêteprocedure en welke voor de bijzondere procedure bij de Ondernemingskamer in het kader van de bedenktijd.[231] Een ander punt van kritiek is dat de bijzondere rechtsgang in artikel 2:114b BW open staat voor aandeelhouders die het agenderingsrecht conform artikel 2:114a BW toekomt (kort gezegd aandeelhouders met 3% van het geplaatste kapitaal) terwijl het enquêterecht ook kan toekomen aan aandeelhouders die niet voldoen aan de drempel voor het agenderingsrecht. Dit zou ertoe kunnen leiden dat aandeelhouders eerder een enquête beginnen dan de Ondernemingskamer te verzoeken de bedenktijd te beëindigen.[232] In de memorie van toelichting is hierover opgemerkt dat het enquêterecht ruimer is en een verzoek tot beëindiging van de bedenktijd enkel via de bijzondere rechtsgang van artikel 2:114b BW zou moeten gebeuren.[233]

Kritiek is er ook op de gronden op basis waarvan de Ondernemingskamer een verzoek tot beëindiging van de bedenktijd kan toewijzen.[234] Aanvankelijk stonden in het wetsvoorstel alleen de eerste twee gronden, namelijk a. wanneer het bestuur niet in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat het agendaverzoek of het bod wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap, of b. wanneer de omstandigheden wijzigen en het bestuur niet langer kan volhouden dat de bedenktijd nodig is voor een zorgvuldige beleidsbepaling. Deze gronden zijn later aangevuld met een c grond op basis waarvan de bedenktijd kan worden beëindigd wanneer tijdens de bedenktijd maatregelen actief zijn die 'naar aard, doel en strekking' overeenkomen met de bedenktijd en die maatregelen niet binnen een redelijke termijn op verzoek van de aandeelhouders worden beëindigd of opgeschort. In een aantal reacties op de consultatie wordt aangegeven dat de memorie van toelichting bij het voorontwerp onvoldoende duidelijkheid gaf over de cumulatie van beschermingsconstructies en de samenloop met de bedenktijd.[235] In het regeerakkoord was nog opgenomen dat de bedenktijd niet zou kunnen worden ingezet 'in

[229] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632. In lijn hiermee werd tijdens de consultatie door VNO NCW erop gewezen dat de mogelijkheid om de Ondernemingskamer te verzoeken de bedenktijd te beëindigen niet past bij het doel van de bedenktijd, namelijk het creëren van rust. Zie de reactie van VNO NCW, bijlage p. 4.

[230] VNO NCW, bijlage bij de reactie op de consultatie, p. 4; VEUO, p. 4. De Commissie Vennootschapsrecht merkt in dit verband op dat rechtsingangen niet bijdragen aan het bereiken van het beoogde doel van de bedenktijd. Zie het advies van de Commissie Vennootschapsrecht, p. 4. Zie over de samenloop ook het advies van de Raad voor de Rechtspraak, p. 2 en de Raad van State, *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 4, p. 3 en 4.

[231] C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebepaling en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *OR* 2020/52, afl. 6, p. 276.

[232] Raad voor de Rechtspraak, p. 4; Commissie vennootschapsrecht, p. 5. Zie eveneens L.F. Groothuis, 'Toepassing van de wettelijke bedenktijd in de (proces)praktijk', *OR* 2020/53, p. 282-287, die betoogt dat de beëindiging van de bedenktijd ook in een enquêteprocedure aan de orde kan komen. Zie ook M.W. Josephus Jitta, 'Het voorontwerp over de bedenktijd; bedenktijd voor de wetgever?', *OR* 2019/25, afl. 3, p. 159; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632.

[233] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 13.

[234] Zie onder meer Clifford Chance, p. 9 die het ongepast vonden dat de Ondernemingskamer aanvankelijk enkel zou kunnen toetsen naar het moment van het inroepen van de bedenktijd en niet of op een later moment de bedenktijd nog noodzakelijk is. Zie eveneens in die zin de reactie van Houthoff, p. 10 en de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht, p. 3, Allen & Overy, p. 4; Loyens & Loeff, p. 7; Eumedion, p. 8-9.

[235] Clifford Chance, p. 8; Loyens & Loeff, p. 8. Zie over de onwenselijkheid van stapeling van beschermingsconstructies eveneens VEB, p. 14.

combinatie met beschermingsconstructies van bedrijven zelf, zoals de uitgifte van preferente aandelen of prioriteitsaandelen.'[236] De hiervoor vermelde c grond werd later ingevoerd bij amendement om ervoor te zorgen dat de bedenktijd meer in lijn lag met het regeerakkoord.[237] Daarnaast werd hiermee beoogd tegemoet te komen aan de kritiek van de Raad van State dat de bedenktijd een belemmering kan vormen van het vrije verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging waardoor gewaarborgd moet worden dat de bedenktijd enkel wordt ingeroepen wanneer deze noodzakelijk en proportioneel is. De verhouding tot andere ter beschikking staande beschermingsconstructies is van belang in het kader van die beoordeling.[238] In de memorie van toelichting wordt opgemerkt dat een 'volledige stapeling van bedenktijd met andere beschermingsconstructies' niet wenselijk is.[239] Op latere vragen van leden van de VVD-fractie antwoordde de minister dat beschermingsconstructies in vele verschillende vormen voorkomen en dat het beter is om de rechter te laten oordelen of een stapeling is toegestaan.[240]

In de wet is niet bepaald welke beschermingsconstructies naar aard, doel en strekking met de bedenktijd overeenkomen. In het amendement waarbij deze grond werd ingevoegd werden als beschermingsconstructies die naar doel, aard en strekking met de bedenktijd overeenkomen genoemd:[241] het (geheel of gedeeltelijk) uitoefenen van een optie tot het verkrijgen van beschermingspreferente aandelen door een beschermingsstichting of andere rechtspersoon, de certificering van aandelen bij een administratiekantoor waarbij geen stemvolmachten aan de certificaathouders worden toegekend in de in artikel 2:118a lid 2 BW genoemde situaties, en de responstijd. Daarop is kritiek geuit in de literatuur. Volgens Van Olffen zou een samenloop met de hiervoor genoemde beschermingsconstructies zich nooit voordoen, omdat het gevolg van toepassen van de bedenktijd is dat niet gestemd kan worden over de geagendeerde onderwerpen. Breukink sluit zich hierbij aan[242] en ook Timmermans merkt op dat het amendement weinig begrijpelijk is.[243] Omdat de stemming niet zal plaatsvinden, zullen ook de beschermingspreferente aandelen, het onthouden van stemvolmachten aan certificaathouders of de responstijd niet van invloed zijn op de vraag of de agendapunten omtrent benoeming, schorsing of ontslag of een daaraan gerelateerde statutenwijzing al dan niet worden aangenomen.[244] Volgens van Olffen kan samenloop zich wel voordoen wanneer een verzoek tot ontslag van een bestuurder samenvalt met een afloop van een termijn van een bestuurder of commissaris, waarvan het in het belang is van de vennootschap dat deze herbenoemd wordt. Ten aanzien van die laatste (her)benoeming zal de bedenktijd echter niet van toepassing zijn, waardoor er volgens hem geen sprake is van een 'onredelijke stapeling'.[245]

---

[236] Vertrouwen in de toekomst: Regeerakkoord 2017–2021, p. 34. Zie hierover E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 406.
[237] *Kamerstukken II* 2020/21, 35367, nr. 15, p. 1.
[238] *Kamerstukken II* 2020/21, 35367, nr. 15, p. 1-2.
[239] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 18.
[240] *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 6 (Nota n.a.v. het verslag), p. 13. Zie hierover ook E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 406.
[241] *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 15 (Amendement).
[242] E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 405.
[243] R.A.F. Timmermans, 'Nieuwe regels voor de stichting continuïteit', *OR* 2020/158, afl. 17, p. 924.
[244] M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, p. 222-223.
[245] M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, p. 222-223. Zie anders E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 405-406, die van mening is dat de Ondernemingskamer nog steeds per geval zal moeten toetsen. Zie reactie op de consultatie van Clifford Chance p. 7-8 waarin wordt aangegeven dat de cumulatieregeling te beperkt is; zie eveneens Loyens & Loeff, p. 8-9.

2.6.5 Verhouding van de bedenktijd ten opzichte van andere beschermingsconstructies

Een onderwerp waaraan zowel in de literatuur als in de reacties op de consultatie veel aandacht is besteed, is de verhouding tussen de bedenktijd en de reeds bestaande andere beschermingsconstructies.[246] Hiervoor werd reeds gewezen op de vragen omtrent de mogelijke stapeling van beschermingsconstructies. Daarnaast is de meerwaarde van de bedenktijd ten opzichte van andere beschermingsmogelijkheden, waaronder de responstijd, aan de orde gesteld. Enerzijds is een aantal auteurs en respondenten op de consultatie van mening dat de bedenktijd geen meerwaarde biedt ten opzichte van de andere beschermingsconstructies. Anderzijds wordt verdedigd dat de bestaande constructies ontoereikend zijn en dat de bedenktijd nodig is als flankerend instrument naast andere beschermingsconstructies. Voorts is er kritiek op het handhaven van de responstijd naast de bedenktijd. Deze kritiekpunten worden hieronder verder uitgewerkt.

2.6.5.1 Meerwaarde ten opzichte van andere beschermingsconstructies

Een argument dat vaak voorkomt in zowel de literatuur als in de reacties op de consultatie, is dat de bedenktijd overbodig is in het licht van de reeds bestaande beschermingsmogelijkheden[247] die, in vergelijking met andere landen, ruim aanwezig zijn in Nederland en de zware impact die de bedenktijd mogelijk heeft op het uitoefenen van aandeelhoudersrechten en de daarbij behorende *checks and balances* waarop het vennootschapsrecht is gestoeld.[248] In dit kader wordt er ook op gewezen dat de responstijd uit de Code een met de bedenktijd vergelijkbaar doel dient, hetgeen eveneens aanleiding geeft tot vragen over de meerwaarde van de bedenktijd.[249]

---

[246] Zie voor wat betreft beschermingsconstructies tegen vijandige overnames: C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebepaling en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *OR* 2020/52, afl. 6, p. 281.

[247] H.M. Vletter-van Dort, 'De bedenktijd: naïef of noodzaak?', *OR* 2019/161, p. 899-906. Zie voorts L. Timmerman, 'Bescherming zonder bescherming', *OR* 2018/10 die niet bij voorbaat wijst op de overbodigheid van de bedenktijd naast bestaande beschermingsconstructies maar aangeeft dat ook zonder statutaire beschermingsconstructies het Nederlandse vennootschapsrecht het bestuur reeds een aantal mogelijkheden tot bescherming biedt zoals bijvoorbeeld het vertragen van de besluitvorming door het niet voldoen aan een convocatieverzoek en de mogelijkheid voor het bestuur om hulp te zoeken bij de Ondernemingskamer. De minister gaf tijdens de totstandkoming, als antwoord op vragen van de VVD-fractie, aan dat volgens een overzicht van Eumedion destijds 35 van de 41 Nederlandse beursvennootschappen die aan de Euronext Amsterdam waren genoteerd zelf beschermingsconstructies hadden. *Kamerstukken II* 2019/20, 35 367, nr. 6 (Nota n.a.v. het verslag), p. 14. Eumedion, 'Brief: Consultatie voorontwerp wettelijke bedenktijd', 22 januari 2019, https://www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/2019-01-commentaar-conceptwetsvoorstel-bedenktijd.pdf, p. 2-3; W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten, 'Wettelijke bedenktijd en beschermingsconstructies, de wereld op zijn kop!', *O&F* 2018, afl. 3, p. 48; zie voorts over de overbodigheid van de bedenktijd in het Nederlandse systeem A.J.J.P.B.M. Kersten, 'Voorontwerp bedenktijd: een bedenkelijke geringschatting van het ondernemingsrecht', *MvO* 2019, afl. 5/6, p. 145-148. Zie voorts in reactie op de consultatie Clifford Chance, p. 3 e.v.; USS en RPMI Railpen, p. 2; ICGN, p. 2; AIMA en MFA, p. 1; Houthoff, p. 4; Allianz, p. 1; ISS, p. 3; AFM, p. 3; Glass Lewis, p. 1-2; Loyens & Loeff, p. 2 e.v.; Buren, p. 3-4; VEB, p. 1 e.v. In die zin ook het advies van het ATR, p. 2 e.v. bijlage bij *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT). Te raadplegen op https://www.eerstekamer.nl/behandeling/20191218/memorie_van_toelichting/info.

[248] Clifford Chance, p. 4; USS en RPMI Railpen, p. 2; ICGN, p. 2; AIMA en MFA, p. 1; Allianz, p. 2; ISS, p. 3, AFM, p. 3; VEB, p. 1 e.v.; Eumedion, p. 1 e.v. De bestaande beschermingsconstructies waarover Nederlandse beursvennootschappen beschikken worden ook uitgebreid besproken in paragraaf 3.3.

[249] Clifford Chance, p. 4; ICGN, AIMA en MFA, Houthoff, p. 4; Allianz p. 2; ISS, p. 3; Loyens & Loeff, p. 2; Glass Lewis, p. 1-2; Buren, p. 3-4; VEB, p. 13; Eumedion, p. 2. Volgens de minister is de bedenktijd eenvoudiger en goedkoper om in te roepen dan andere beschermingsconstructies en is het voordeel dat de bedenktijd een basis

2.6.5.2 Noodzaak van de bedenktijd als flankerend instrument naast andere beschermingsconstructies

In de literatuur zijn ook tegenovergestelde argumenten te vinden, in die zin dat waarde wordt gehecht aan de bedenktijd als flankerend instrument, maar dat de bedenktijd de noodzaak van langetermijnbescherming door middel van andere beschermingsconstructies niet wegneemt. De reden hiervoor is dat de bedenktijd slechts een beperkt doel heeft dat vooral gelegen is in het creëren van tijdelijke rust.[250]

Volgens sommige auteurs hebben vennootschappen nog steeds behoefte aan eigen beschermingsconstructies ongeacht de invoering van de wettelijke bedenktijd.[251] Als argument hiervoor wordt er onder meer op gewezen dat de bedenktijd er enkel voor zorgt dat besluitvorming tijdelijk wordt opgeschort, maar niet kan bewerkstelligen dat een, in het kader van het vennootschappelijk belang noodzakelijk geacht, besluit wordt genomen.[252] De bedenktijd is in die zin meer een passief middel om rust te creëren dan dat het kan zorgen voor besluitvorming.[253] Het kan daarom nuttig zijn om andere beschermingsconstructies die besluitvorming wel mogelijk maken achter de hand te hebben. Ook is het mogelijk dat bijvoorbeeld een bestuurder of commissaris tijdens een bedenktijd moet worden herbenoemd. Artikel 2:114b BW voorziet er wel in dat de vennootschap de herbenoeming ondanks de bedenktijd ter stemming kan brengen in de algemene vergadering, maar dit kan tot veel discussie leiden. Om te voorkomen dat een dergelijk besluit niet kan worden genomen omdat er te veel ophef is rond het toepassen van de bedenktijd, wordt in de literatuur voorgesteld om in de statuten op te nemen dat de benoemingstermijn doorloopt tijdens de bedenktijd of dat de desbetreffende bestuurder of commissarissen pas aftreedt nadat over diens opvolging is besloten.[254]

2.6.5.3 Responstijd en bedenktijd

Op verschillende momenten is in het wetgevingstraject rondom de bedenktijd stilgestaan bij de verhouding tussen de bedenktijd en de responstijd. De minister merkte in de memorie van toelichting bij het wetsvoorstel nog op dat het aan de bij de Code betrokken partijen was om te

---

bescherming biedt voor nieuwe beursvennootschappen die niet apart in beschermingsconstructies moeten voorzien, zie *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 6 (Nota naar aanleiding van het verslag), p. 9.

[250] M. van Olffen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2020/51, afl. 6, p. 261 e.v.; C.J.C. de Brauw, 'Overleven, strategie en bescherming: geen sympathie voor corona-koopjesjagers bij Nederlandse beursvennootschappen', *OR* 2020/85, afl. 7, p. 469; L.F. Groothuis, 'Toepassing van de wettelijke bedenktijd in de (proces)praktijk', *OR* 2020/53, p. 274.

[251] M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, afl. 6, p. 219-224; R.A.F. Timmermans, 'Nieuwe regels voor de stichting continuïteit', *OR* 2020/158, afl. 17, p. 917-926; C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebepaling en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *OR* 2020/52, afl. 6, p. 270-281; M. van Olffen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2020/51, afl. 6, p. 261-269.

[252] M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, afl. 6, p. 222; R.A.F. Timmermans, 'Nieuwe regels voor de stichting continuïteit', *OR* 2020/158, afl. 17, p. 924.

[253] R.A.F. Timmermans, 'Nieuwe regels voor de stichting continuïteit', *OR* 2020/158, afl. 17, p. 924.

[254] M. van Olffen, 'Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2019/12, afl. 2, p. 77-85; M. van Olffen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2020/51, p. 264; M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, p. 224. Zoals verder in paragraaf 3.2.5 wordt besproken, lijkt een dergelijke clausule in de praktijk echter niet te worden toegepast.

bepalen of, en zo ja, wanneer en op welke wijze zij de Code en daarmee de responstijd wilden aanpassen.[255]

Ten tijde van het voorontwerp is erop gewezen dat van de responstijd maar weinig gebruik is gemaakt, waaruit men afleidt dat de bedenktijd overbodig is omdat indien Nederlandse vennootschappen zich bedreigd zouden voelen, de responstijd wel vaker zou zijn ingeroepen.[256] Er zijn echter ook voorstanders van het handhaven van beide instrumenten. Bij de consultatie van het voorontwerp werden als voornaamste argumenten voor het handhaven van beide instrumenten aangevoerd dat de responstijd een ander toepassingsbereik heeft, van belang is voor het creëren van langetermijnwaardecreatie en ervoor zorgt dat het bestuur de strategie kan blijven bepalen.[257]

De samenloop tussen de bedenktijd en de responstijd kwam meer recentelijk, bij de herziening van de Code in 2022, opnieuw aan de orde. Volgens sommige auteurs zou het feit dat de bedenktijd in de tussentijd wettelijk is verankerd ertoe moeten leiden dat de responstijd uit de Code moet worden afgeschaft omdat deze niet langer nodig is en beide instrumenten een vergelijkbaar doel en uitwerking hebben. De wettelijke bedenktijd kan daarbij gezien worden als een codificatie van de responstijd. De responstijd zou aandeelhoudersrechten te zeer beperken en er zou een te grote samenloop zijn van verschillende beschermingsconstructies.[258] In de literatuur wordt er verder op gewezen dat door de uitspraak van de Hoge Raad in Boskalis/Fugro de responstijd niet nodig is om het agenderen van onderwerpen door de aandeelhouder die direct raken aan de strategie van de vennootschap te voorkomen. In die uitspraak heeft de Hoge Raad immers geoordeeld dat het bestuur onderwerpen die de strategie raken niet als stempunt op de agenda moet zetten maar kan volstaan met het louter agenderen van het onderwerp als discussiepunt.[259]

In de meest recente versie van de Code uit 2022 is ervoor gekozen om, ondanks een zekere overlap tussen de wettelijke bedenktijd en de responstijd, de responstijd te handhaven. Volgens de Monitoring Commissie Corporate Governance (hierna: de Monitoring Commissie) is de handhaving van beide instrumenten gerechtvaardigd omdat zij voldoende van elkaar verschillen.[260] Daaraan is wel toegevoegd dat de responstijd per algemene vergadering slechts één keer kan worden ingeroepen en niet geldt ten aanzien van aangelegenheden waarvoor al eerder een responstijd of een wettelijke bedenktijd is ingeroepen. Wanneer eerst de responstijd is ingeroepen en daarna pas de bedenktijd, ligt het volgens de Monitoring Commissie in de rede dat de duur van de responstijd in mindering wordt gebracht op de duur van de wettelijke bedenktijd. De Monitoring Commissie raadt in haar verantwoordingsdocument een volgende

[255] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 19.
[256] VEB, p. 13. Dit kwam ook naar voren in het advies van de ATR, p. 2.
[257] Zie reacties op de consultatie van de Code VEUO, p. 9 en VNO-NCW, p. 2. Zie voor een schematisch overzicht van de verschillen M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, afl. 6, p. 223.
[258] S. Rietveld, 'De herziene Corporate Governance Code 2022', *MvO* 2023/1.6, p. 43-44; W.J. Oostwouder & M. de Nie, 'Consultatie voorstel voor actualisatie Nederlandse Corporate Governance Code 2016: te (weinig) ambitieus?', *O&F* 2022, afl. 3, p. 30. Zie de reacties op de consultaties ten aanzien van de herziening van de Code Eumedion, p. 7-8; AFM, p. 4. Zie voor de tegenovergestelde mening en de noodzaak tot behouden van de responstijd onder meer M. van Olffen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2020/51, p. 265.
[259] W.J. Oostwouder & M. de Nie, 'Consultatie voorstel voor actualisatie Nederlandse Corporate Governance Code 2016: te (weinig) ambitieus?', *O&F* 2022, afl. 3, p. 31.
[260] Toelichting bij bepaling 4.1.7 van de Code 2022.

commissie wel aan 'het nut en het gebruik van de responstijd te blijven monitoren en waar nodig aanpassingen te doen.'[261]

2.6.6 Samenloop bedenktijd en andere weigeringsgronden

In de literatuur wordt er voorts op gewezen dat de bedenktijd de weigeringsgronden voor agenderingsverzoeken ondergraaft. Zoals in paragraaf 2.2 is besproken, kan het bestuur een agendapunt weigeren wanneer het in strijd zou zijn met de redelijkheid en billijkheid. Volgens Kersten leidt de invoering van de bedenktijd ertoe dat het bestuur geen beroep meer kan doen op de weigeringsgrond van de redelijkheid en billijkheid indien de aandeelhouder de benoeming, schorsing of het ontslag van een bestuurder of commissaris, dan wel een statutenwijziging ten aanzien van die onderwerpen agendeert omdat nu eenmaal een beroep op de bedenktijd mogelijk was.[262] Breukink vindt daarentegen dat een dergelijk beroep wel nog mogelijk is. Wel zijn beide auteurs van mening dat wanneer de bedenktijd eenmaal is ingeroepen, een beroep op artikel 2:8 BW als weigeringsgrond niet meer openstaat, ook niet na afloop van de bedenktijd, omdat met het inroepen van de bedenktijd het bestuur erkent dat de aandeelhouder bevoegd is om het onderwerp als stempunt te agenderen.[263] De eerst ingeroepen bedenktijd verhindert immers niet het agenderen van de benoeming, schorsing of het ontslag van een bestuurder of commissaris.[264] De bedenktijd heeft tot gevolg dat de stemming wordt opgeschort, maar staat niet aan de agendering in de weg.

2.6.7 Bedenktijd en onbeschermd karakter

Zoals in paragraaf 2.5.4 werd aangeven, kunnen vennootschappen ervoor kiezen om de zogenaamde '*no frustration rule'* toe te passen op basis waarvan zij zich er vrijwillig toe verbinden geen beschermingsconstructies in stelling te brengen. In de literatuur wordt erop gewezen dat een neveneffect van de keuze voor artikel 2:359b lid 1 sub a BW is dat vennootschappen die de *no frustration rule* toepassen de bedenktijd niet kunnen inroepen in geval van een vijandig bod (zijnde de situatie waar de *no frustration rule* op ziet) maar ook niet in geval van aandeelhoudersactivisme.[265] Dit komt doordat in artikel 2:114b lid 1 BW in zijn algemeenheid is bepaald dat de bedenktijd niet kan worden toegepast wanneer de vennootschap bewust kiest voor een onbeschermd karakter.

Voorts wordt in de literatuur de vraag gesteld of het mogelijk is voor vennootschappen om, ook wanneer zij niet de hiervoor genoemde *no frustration rule* toepassen, toch statutair de

[261] Verantwoordingsdocument van de Monitoring Commissie Corporate Governance, p. 14. Te raadplegen via https://www.mccg.nl/publicaties/publicaties/2022/12/20/verantwoording-van-actualisatie-van-de-code-2022.
[262] A.J.J.P.B.M. Kersten, 'Voorontwerp bedenktijd: een bedenkelijke geringschatting van het ondernemingsrecht', *MvO* 2019, afl. 5/6, p. 147-148. Zie hierover E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.2.4.b.
[263] E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.2.4.b.
[264] A.J.J.P.B.M. Kersten, 'Voorontwerp bedenktijd: een bedenkelijke geringschatting van het ondernemingsrecht', *MvO* 2019, afl. 5/6, p. 147.
[265] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632 onder q. Zie hierover eveneens E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, nr. 6.3.3.2, p. 393.

bedenktijd uit te sluiten of te beperken.[266] In de memorie van toelichting wordt hierover opgemerkt: 'Gelet op deze mogelijkheid om een onbeschermde structuur in de statuten vast te leggen, is het niet nodig om nog separaat te voorzien in statutaire uitsluiting of beperking van de bedenktijd. Voor de volledigheid wordt nog opgemerkt dat het bestuur geenszins verplicht is de bedenktijd in te roepen.'[267] Dit wordt nogmaals door de minister bevestigd tijdens de plenaire behandeling van het wetsvoorstel in de Eerste Kamer waarbij hij erop wijst dat de bedenktijd dwingend recht is. [268] Daarmee lijkt een statutaire uitsluiting van de bedenktijd, wanneer de *no frustration rule* niet wordt toegepast, niet mogelijk.

2.6.8 Investerings- en vestigingsklimaat en toepassingsbereik in de internationale context

Een veel voorkomend punt van kritiek is dat de wettelijke bedenktijd investeringen in Nederlandse vennootschappen en het Nederlandse vestigingsklimaat negatief zou beïnvloeden en kan leiden tot een zogenaamde '*Dutch discount'*.[269]

Zoals hiervoor reeds werd aangegeven zou de wet volgens sommigen aandeelhoudersrechten ontnemen[270] en daarmee de *checks and balances* in gevaar brengen omdat het de mogelijkheid van aandeelhouders om het bestuur en de raad van commissarissen verantwoordelijk te houden ondermijnt.[271] Dit zou een belemmering kunnen vormen voor het Nederlandse investerings- en

[266] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 632; M. van Olffen, 'Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2019/12, afl. 2, p. 77-85. Van Solinge en Nieuwe Weme zijn van mening dat het mogelijk moet zijn om statutair te bepalen dat de bedenktijd slechts gedeeltelijk of in bepaalde omstandigheden kan worden ingeroepen. Zo achten zij het bijvoorbeeld mogelijk om statutair een kortere bedenktijd op te nemen van bijvoorbeeld 180 dagen of dat deze enkel zal worden ingeroepen bij een overname bod met een overnamepremie onder een bepaald percentage. In de concept memorie van toelichting bij het voorontwerp, waarop de visie van Van Solinge en Nieuwe Weme nog is gebaseerd, was nog opgenomen dat het mogelijk is om 'statutair uit te sluiten dat de vennootschap 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.' Deze zin is later echter komen te vervallen. Ook van Olffen was naar aanleiding van het voorontwerp van mening dat statutaire uitsluiting mogelijk zou moeten zijn M. van Olffen, 'Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2019/12, afl. 2, p. 82.

[267] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 17-18.

[268] *Handelingen I* 2020/21, nr. 29, item 13, p. 7

[269] USS en RPMI Railpen, p. 2; AIMA en MFA, p. 4; ICGN, p. 2; Gecombineerde commissie vennootschapsrecht, p. 1 ziet dit probleem met name bij het inroepen van de bedenktijd bij een vijandig bod; Allianz, p. 1; AFM, p. 1; Loyens & Loeff, p. 4; Van Doorne, p. 9; Eumedion, p. 2; Glass Lewis, p. 3; Euronext stelt hier vragen over aan de minister. Eumedion, 'Brief: Consultatie voorontwerp wettelijke bedenktijd', 22 januari 2019, https://www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/2019-01-commentaar-conceptwetsvoorstel-bedenktijd.pdf, p. 2; B.T.M. Steins Bisschop, ´Enige aantekeningen bij de wettelijke bedenktijd', *TvOB* 2022, afl. 1, p. 15-26; L.F. Groothuis, 'Toepassing van de wettelijke bedenktijd in de (proces)praktijk', *OR* 2020/53, p. 283. Zie anders de reactie van VNO NCW op de consultatie p. 2, volgens wie er geen waardedrukkend effect van de bedenktijd zal uitgaan.

[270] ICGN, p. 3; Houthoff, p. 7; Glass Lewis, p. 4.

[271] W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten, 'Wettelijke bedenktijd en beschermingsconstructies, de wereld op zijn kop!', *O&F* 2018, afl. 3, p. 48-50; R. Abma, 'De mislukte unificatie van Unilever', *MvO* 2019/1.6, p. 46; B.T.M. Steins Bisschop, ´Enige aantekeningen bij de wettelijke bedenktijd', *TvOB* 2022, afl. 1, p. 22; zie voorts over deze problematiek H. Koster, 'Het wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen onderzocht', *O&F* 2020, afl. 3, p. 74-88; H.M. Vletter-van Dort, 'De bedenktijd: naïef of noodzaak?', *OR* 2019/161, afl. 16, p. 899-907; Zie over de mogelijke strijd met Europees recht ook R. Traas, 'De invoering van een wettelijke bedenktijd: bedenkt de wetgever zich?', *OR* 2018/97, p. 558-561; R. Traas, 'De voorgestelde wettelijke bedenktijd: een (on)gerechtvaardigde belemmering?', *MvO* 2019/5.4, p. 149-154; A.G.F. Ancery, 'Wetsvoorstel bedenktijd bestuur beursvennootschappen. Over het Rijnlandse model, activistische aandeelhouders en het vrij verkeer van

vestigingsklimaat. In de memorie van toelichting bij het wetsvoorstel wordt in reactie op het gesignaleerde risico voor het investeringsklimaat erop gewezen dat de wet een aantal waarborgen bevat om dit te voorkomen.[272] De zorgen omtrent het investeringsklimaat was ook een belangrijke reden voor de toezegging van de minister tot het doen van een tussentijdse evaluatie.[273]

Voorts waarschuwden een aantal respondenten op de consultatie ten aanzien van het voorontwerp voor het ruime toepassingsbereik van de (voorgestelde) wet. De wettelijke bedenktijd is niet alleen van toepassing op vennootschappen met een beursnotering in Nederland maar ook in het buitenland. Gevreesd werd dat de regels van de bedenktijd strijdig zouden zijn met de regels van de desbetreffende beurs.[274]

De impact van de bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat komt nog uitgebreid aan bod in hoofdstuk 5 van dit rapport.

2.6.9 Verenigbaarheid met Europees recht

Zowel tijdens de totstandkomingsgeschiedenis van de wettelijke bedenktijd als in de literatuur worden vragen gesteld omtrent de verenigbaarheid van de bedenktijd met het Europees recht. Het gaat daarbij met name om de verenigbaarheid met de aandeelhoudersrichtlijn[275] en het vrij verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging.[276] Voorts is gesignaleerd dat de bedenktijd aanleiding zou kunnen geven tot een toename van marktmisbruik. Deze onderwerpen zijn zowel in het advies van de Raad van State als in de memorie van toelichting uitgebreid aan de orde gekomen en worden hierna besproken.

Voor wat betreft het risico op toename van marktmisbruik, zou het vooral gaan om een toename in de handel met voorwetenschap.[277] Het voornemen om de bedenktijd in te roepen kan er bijvoorbeeld voor zorgen dat over een langere periode bij bepaalde groepen personen voorwetenschap aanwezig is. Niettemin wordt er in de memorie van toelichting vanuit gegaan dat de voordelen van de bedenktijd opwegen tegen de risico's op marktmisbruik die via de AFM gehandhaafd moeten worden.[278]

---

kapitaal', *MvV* 2019, afl. 2, p. 69-74. Volgens anderen is de bedenktijd niet in strijd met EU-recht. Zie bijvoorbeeld L. Timmerman, 'De rol van het vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen', *TvOB* 2018, afl. 1, p. 16-18.

[272] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 17.

[273] *Kamerstukken I* 2020/21, 35367, C, p. 7. Zie hierover paragraaf 1.6.

[274] Zie bijvoorbeeld de reactie van AIMA en MFA, p. 4. Zie over mogelijke problemen bij vennootschappen die in het buitenland genoteerd zijn eveneens de reactie van Houthoff, p. 8.

[275] Zie bijvoorbeeld Clifford Chance, p. 10; AIMA en MFA, p. 2; Houthoff, p. 5 e.v.; ISS, p. 3. Het vrij verkeer van kapitaal is te vinden in artikel 63 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie en de vrijheid van vestiging in artikel 49 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie.

[276] Clifford Chance, p. 3; AIMA en MFA, p. 2; Loyens & Loeff, p. 4; Van Doorne, p. 9 e.v. Zie voorts over de mogelijke strijd met Europees recht: W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten, 'Wettelijke bedenktijd en beschermingsconstructies, de wereld op zijn kop!', *O&F* 2018, afl. 3, p. 48-50; H. Koster, 'Het wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen onderzocht', *O&F* 2020, afl. 3, p. 88; R.G.J. Nowak, 'Agenderingsrecht en rechtspolitiek', *WPNR* 2020, afl. 7276, p. 245. Zie anders E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.4.a, p. 412 die het eens is met het advies van de Raad van State en de bedenktijd anders dan de responstijd niet in strijd acht met de aandeelhoudersrichtlijn omdat de richtlijn toelaat om maatregelen te nemen om de kwaliteit van de besluitvorming te bevorderen. Volgens VNO NCW is daarentegen geen sprake van strijd met Europees recht. Zie reactie van VNO NCW op de consultatie, p. 2.

[277] AFM, p. 2.

[278] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 17.

Met betrekking tot het risico op onverenigbaarheid met de aandeelhoudersrichtlijn, gaat het om de volgende punten. De aandeelhoudersrichtlijn bevat in artikel 6 de verplichting voor lidstaten om ervoor te zorgen dat aandeelhouders het recht hebben om punten op de agenda te zetten. Daarbij moet de lidstaat één termijn vaststellen waarop aandeelhouders het agenderingsrecht kunnen uitoefenen. In Nederland is gekozen voor een termijn van maximaal 60 dagen.[279] In de literatuur wordt de vraag gesteld of de bedenktijd van 250 dagen het aandeelhouders niet onmogelijk maakt om op effectieve wijze van hun agenderingsrecht gebruik te maken.[280] Volgens het advies van de Raad van State is de bedenktijd niet in strijd is met de aandeelhoudersrichtlijn,[281] omdat die richtlijn geen voorschriften bevat ten aanzien van de termijn waarbinnen het bestuur van de vennootschap dient te reageren op geagendeerde punten. De richtlijn bevat ook geen bepalingen die de bevoegdheden van de algemene vergadering regelen. Wel zou, volgens de Raad van State, het introduceren van een lange en onzekere periode voor het nemen van besluiten de vraag kunnen opwerpen of aandeelhouders hun rechten nog effectief kunnen uitoefenen hetgeen de werking van de richtlijn kan doorkruisen.[282] Dit laat echter volgens de Raad van State onverlet dat maatregelen kunnen worden getroffen om de kwaliteit van de besluitvorming te bevorderen zodat met *stakeholders*-belangen rekening kan worden gehouden, hetgeen ook de aandeelhouders ten goede komt. Zolang de bedenktijd de kwaliteit van de besluitvorming ten goede komt, is er volgens de Raad van State geen sprake van strijd met de aandeelhoudersrichtlijn. In de memorie van toelichting wordt herhaald dat de tijdelijke opschorting van de bevoegdheid van de algemene vergadering over ontslag, benoeming of schorsing van bestuurders en commissarissen te stemmen aandeelhouders niet belet om dit onderwerp tijdens de algemene vergadering te bespreken waardoor de bedenktijd volgens de regering past binnen de kaders van de aandeelhoudersrichtlijn. Evenmin ontneemt de bedenktijd volgens de memorie van toelichting het nuttig effect aan de richtlijn omdat de bedenktijd zorgt voor het bevorderen van de kwaliteit van de besluitvorming.[283]

De bedenktijd is volgens de Raad van State ook niet in strijd met de overnamerichtlijn.[284] De reden hiervoor is, kort samengevat, dat de bedenktijd alleen invloed heeft op de besluitvorming binnen de (doel)vennootschap inzake ontslag of schorsing van bestuurders of commissarissen en niet direct raakt aan het proces van het openbaar bod.[285] In de memorie van toelichting wordt daaraan toegevoegd dat de bedenktijd evenmin de algemene beginselen van de overnamerichtlijn aantast.[286]

---

[279] Artikel 2:114a lid 1 BW.

[280] W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten, 'Wettelijke bedenktijd en beschermingsconstructies, de wereld op zijn kop!', *O&F* 2018, afl. 3, p. 48-50; H. Koster, 'Het wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen onderzocht', *O&F* 2020, afl. 3, p. 88; R.G.J. Nowak, 'Agenderingsrecht en rechtspolitiek', *WPNR* 2020, afl. 7276, p. 245. Zie anders E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.4.a, p. 412, die het eens is met het advies van de Raad van State en de bedenktijd anders dan de responstijd niet in strijd acht met de aandeelhoudersrichtlijn omdat de richtlijn toelaat om maatregelen te nemen om de kwaliteit van de besluitvorming te bevorderen.

[281] Voorlichting van de Raad van State over de Europeesrechtelijke aspecten van de bedenktijd beursvennootschappen, p. 4.

[282] Voorlichting van de Raad van State over de Europeesrechtelijke aspecten van de bedenktijd beursvennootschappen, p. 5.

[283] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 21.

[284] Voorlichting van de Raad van State over de Europeesrechtelijke aspecten van de bedenktijd beursvennootschappen, p. 4.

[285] Voorlichting van de Raad van State over de Europeesrechtelijke aspecten van de bedenktijd beursvennootschappen, p. 4.

[286] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 23.

Wel kan de bedenktijd volgens de Raad van State worden aangemerkt als een belemmering van het vrij verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging. Bij vrij verkeer van kapitaal gaat het, kort gezegd, om portefeuillebeleggingen met als doel alleen te beleggen zonder invloed op het bestuur van en de zeggenschap over de onderneming te willen uitoefenen.[287] De vrijheid van vestiging is in het geding wanneer een maatregel het verwerven van een meerderheidsbelang of controle over een vennootschap door investeerders van andere EU lidstaten blokkeert, beperkt of minder aantrekkelijk maakt terwijl Nederlandse investeerders hier geen last van ondervinden.[288] De bedenktijd beperkt volgens de Raad van State de mogelijkheid om daadwerkelijk deel uit te maken van het bestuur of de zeggenschap over de vennootschap te verkrijgen, hetgeen investeerders uit andere lidstaten kan ontmoedigen. Het kan vennootschappen eveneens ontmoedigen om zich in Nederland te vestigen.[289] Voor de belemmering moet derhalve een rechtvaardiging bestaan en het instrument moet bovendien noodzakelijk en proportioneel zijn om het doel te bereiken. De noodzaak tot het bewaken van de kwaliteit van besluitvorming en het rekening houden met alle *stakeholders*-belangen kan volgens de Raad van State echter gezien worden als een rechtvaardiging voor die belemmering.[290] In de memorie van toelichting wordt er echter vanuit gegaan dat de bedenktijd geen belemmering vormt voor het vrij verkeer van kapitaal. De aandeelhouders behouden hun rechten en de bedenktijd maakt geen verschil tussen aandeelhouders.[291] Voor zover toch sprake zou zijn van een belemmering, kan die volgens de memorie van toelichting worden gerechtvaardigd met een beroep op dwingende redenen van algemeen belang zijnde de zorgvuldige besluitvorming. De bedenktijd strekt ter bescherming van *stakeholders*-belangen die elementen omvatten die door het Hof van Justitie als dwingende redenen van algemeen belang worden aanvaard zoals: de bescherming van afnemers van diensten, consumentenbescherming, bescherming van werknemers en schuldeisers.[292] Vervolgens dient te worden getoetst of de belemmering geschikt is voor het beoogde doel en dient deze proportioneel te zijn. Volgens de memorie van toelichting is aan deze beide toetsen voldaan. De maatregel is geschikt omdat deze het bestuur binnen een afgebakende periode in staat stelt om de belangen af te wegen. De proportionaliteit wordt gegarandeerd door de in de wet opgenomen waarborgen zoals bijvoorbeeld de reeds genoemde mogelijkheid om de bedenktijd door de Ondernemingskamer te laten beëindigen.[293] Ten aanzien van de vrijheid van vestiging wordt in de memorie van toelichting aangegeven dat het feit dat het bestuur gedurende bedenktijd niet kan worden geschorst, de vennootschap minder aantrekkelijk kan maken voor een investeerder uit een andere lidstaat om zich op deze manier in Nederland te vestigen. Echter, voorzover sprake is van een belemmering dan kan die, volgens de memorie van toelichting, op gelijke wijze als geldt ten aanzien van de belemmering van het vrij verkeer van kapitaal worden gerechtvaardigd.[294] In de literatuur is hierop kritiek gekomen daarbij wordt de

[287] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 24, onder verwijzing naar HvJ EU 21 oktober 2010, C-81/09, ECLI:EU:C:2010:622, overweging 48 (*Idryma Typou AE*); HvJ EU 17 september 2009, C-182/08, ECLI:EU:C:2009:559, overweging 40 (*Glaxo Wellcome*).
[288] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 28.
[289] Voorlichting van de Raad van State over de Europeesrechtelijke aspecten van de bedenktijd beursvennootschappen, p. 8.
[290] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 4, p. 2.
[291] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 24-25.
[292] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 25-26.
[293] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 26-27. Zie voor kritiek onder meer de reactie op de consultatie van Clifford Chance waarin wordt gesteld dat de bedenktijd niet nodig en niet noodzakelijk is gezien het feit dat in de AkzoNobel zaak ook zonder de bedenktijd aan de vijandige bieder en aandeelhouders die het bod eventueel steunden weerstand kon worden geboden. Daarnaast zou de bedenktijd volgens diezelfde reactie ook niet proportioneel zijn.
[294] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 29.

vraag gesteld of de rechtvaardigingen die worden gegeven voor de belemmeringen van het vrij verkeer van kapitaal houdbaar zijn.[295]

2.6.10 Duur van de bedenktijd en rol van stakeholders

Volgens sommige respondenten op de consultatie gaat de bedenktijd niet ver genoeg. Zo wordt in de reacties bijvoorbeeld voorgesteld om de termijn van 250 dagen te verlengen tot bijvoorbeeld een jaar[296] en om de raad van commissarissen niet enkel een goedkeuringsrecht te geven, maar ook zelfstandig de bevoegdheid om de bedenktijd in te roepen.[297] Anderen zijn dan weer van mening dat de bedenktijd korter zou moeten zijn.[298]

Een beperkt aantal van de voorstanders zag voorts noodzaak tot het verstevigen van de positie van de ondernemingsraad en de vakbonden bij de wettelijke bedenktijd.[299]

2.7 Kunnen de doelen van de bedenktijd worden bereikt volgens de respons op de enquête en interviews?

In de enquête en interviews werd ingegaan op de mening van de respondenten over de vraag of de bedenktijd haar doel bereikt, of de bedenktijd met voldoende waarborgen is omkleed, of er neveneffecten zijn, of de maximale duur passend is, of de bedenktijd moet worden behouden, en of aanpassingen aan de bedenktijd noodzakelijk zijn. De antwoorden op deze vragen worden in dit hoofdstuk besproken omdat de antwoorden van de respondenten in de enquête en de

[295] W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten, 'Wettelijke bedenktijd en beschermingsconstructies, de wereld op zijn kop!', *O&F* 2018, afl. 3, p. 48-50. Volgens deze schrijvers maakt de bedenktijd ook inbreuk op het recht van eigendom omdat belangrijke zeggenschapsrechten van de aandeelhouder opzij worden gezet. Traas merkt in dit verband bijvoorbeeld op dat het meewegen van *stakeholders*-belangen in de besluitvorming nog niet noodzakelijk wil zeggen dat die besluitvorming ook zal leiden tot een betere bescherming van *stakeholders*-belangen en dat het daarom de vraag is of het beschermen van *stakeholders*-belangenen als grondslag voor een dwingende reden van algemeen belang stand zal houden. Traas vraagt zich ook af of de bedenktijd wel noodzakelijk is om het beoogde doel te dienen omdat niet duidelijk is of rust noodzakelijk is omdat de beraadslaging van het bestuur vaak al voor het inroepen van de bedenktijd zal plaatsvinden. Ook ten aanzien van de proportionaliteit plaatst Traas vraagtekens. Bij die proportionaliteit gaat het er om of de regel niet verder gaat dan noodzakelijk. Volgens Traas zijn er al middelen om de rust te creëren zoals onder meer door de responstijd en de bestaande beschermingsconstructies.[295] Breukink vraagt zich eveneens af of de bedenktijd een gerechtvaardigde belemmering kan zijn van het vrij verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging. In navolging van Traas acht hij het niet waarschijnlijk dat het Hof van Justitie de zorgvuldige afweging van algemene belangen in de besluitvorming zal aannemen als een dwingende reden van algemeen belang. De vraag of de bedenktijd desalniettemin als noodzakelijk en proportioneel kan worden aangemerkt, beantwoordt hij positief. Hij gaat een aantal andere beschermingsconstructies na en komt tot de conclusie dat die niet bijdragen tot een zorgvuldige besluitvorming waardoor de bedenktijd als noodzakelijk kan worden aangemerkt. De waarborgen waarmee de bedenktijd is omgeven, zorgen volgens hem voor de proportionaliteit. R. Traas, 'De voorgestelde wettelijke bedenktijd: een (on)gerechtvaardigde belemmering?', *MvO* 2019, afl. 5.4, p. 149-154; E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.4.b, p. 412 e.v.

[296] FNV, p. 1. Anderen vinden de termijn van 250 dagen dan weer onvoldoende onderbouwd. Zie Loyens & Loeff, p. 8; Eumedion, p. 10. Van Doorne (p. 7) is van mening dat de lengte van de bedenktijd ook door het bestuur dient te worden afgewogen en proportioneel moet zijn.

[297] FNV, p. 2; Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht, p. 2. In die zin ook de Commissie vennootschapsrecht in haar advies aan de minister, p. 6. Dit kwam ook terug in de literatuur H. Koster, 'Het wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen onderzocht', *O&F* 2020, afl. 3, p. 81.

[298] Van Doorne, p. 4; Euronext pleitte voor een gelijkschakeling van de termijn voor de bedenktijd met die van de responstijd namelijk 180 dagen. Volgens Eumedion is niet duidelijk waarom de termijn van de responstijd van 180 dagen te kort zou zijn, zie reactie Eumedion, p. 10. Het ATR geeft in het advies aan dat niet duidelijk is in het voorontwerp voor de van toelichting waarop de termijn van 250 dagen is gebaseerd. Zie advies ATR, p. 4.

[299] Zie de reactie op de consultatie van de MNO, FNV en SBI Formaat.

interviews vaak aansluiten op de appreciatie en kritiek die wordt geuit in de literatuur en consultaties op het voorontwerp en die hiervoor werd besproken.[300] Opvallend is dat de hiervoor beschreven meningen uit de literatuur en consultaties overeenkomen met de visies van de respondenten blijkende uit de enquête en de interviews.

2.7.1 Bereikt de bedenktijd het doel?

In de enquête werd de vraag gesteld of volgens de respondenten de Wet bedenktijd heeft gezorgd voor rust, zodat het bestuur kan komen tot een zorgvuldige beleidsbepaling en in dialoog kan gaan met de *stakeholders*. Respondenten werd daarbij gevraagd om aan te geven in hoeverre zij het eens of oneens zijn met de stelling dat 'de Wet bedenktijd heeft gezorgd voor rust, zodat het bestuur kan komen tot een zorgvuldige beleidsbepaling en in dialoog kan gaan met *stakeholders'*. Daarbij kon worden gekozen uit de antwoorden sterk mee eens, mee eens, neutraal, oneens, sterk mee oneens of geen mening. De antwoorden op deze vraag worden hieronder in tabel 1 per categorie respondent weergegeven. Hieruit blijkt dat investeerders overwegend van mening zijn dat de Wet bedenktijd er niet in slaagt om het doel te bereiken. Een minderheid van de investeerders vindt dat de bedenktijd het doel wel kan bereiken. Anderen wijzen erop dat aandeelhouders, ondanks de bedenktijd, nog steeds druk kunnen uitoefenen op het bestuur en zien dit als een reden waarom naar hun oordeel de bedenktijd het doel van het bieden van rust niet bereikt. De meerderheid van de vertegenwoordigers van beursvennootschappen is positief ten aanzien van de vraag of de bedenktijd het doel van het bieden van rust voor het bestuur kan bereiken. Een meer verdeeld beeld is te zien bij de categorie van de externe adviseurs.

In welke mate bent u het eens met de volgende stelling: 'de Wet bedenktijd heeft gezorgd voor rust, zodat het bestuur kan komen tot een zorgvuldige beleidsbepaling en in dialoog kan gaan met *stakeholders*'								
	Vennootschappen		**Adviseurs**		**Investeerders**		**Totaal**	
Sterk eens	4	31%	1	7%	0	0%	5	11%
Eens	5	38%	3	20%	4	24%	12	27%
Neutraal	2	15%	4	27%	3	18%	9	20%
Oneens	1	8%	5	33%	5	29%	11	24%
Sterk oneens	0	0%	1	7%	5	29%	6	13%
Geen mening	1	8%	1	7%	0	0%	2	4%
Totaal	13		15		17		45	

Tabel 1: antwoorden op vraag 4 van de enquête.

Een vergelijkbaar beeld komt naar voren uit de interviews. Tijdens de interviews werd een vergelijkbare vraag gesteld namelijk: 'Denkt u dat de Wet bedenktijd slaagt in het behalen van deze doelen (een zorgvuldige beleidsbepaling en dialoog met *stakeholders*)?' Uit de antwoorden op deze vraag blijkt dat de vertegenwoordigers van beursvennootschappen veelal van mening zijn dat de bedenktijd de doelstelling om het bestuur tijd en rust te gunnen kan bereiken. De mogelijkheid om de bedenktijd in te roepen wordt gezien als een belangrijk instrument om achter de hand te hebben om rust te creëren en de vennootschap te beschermen.

[300] De algemene methodologie van de enquête en interviews wordt besproken in paragraaf 1.4.1 en annex 4 bij dit rapport.

Hoewel de bedenktijd volgens de respondenten niet formeel werd ingeroepen, gaat er volgens sommigen wel een preventieve werking van uit.[301]

Uit de interviews blijkt voor wat betreft de categorie van externe adviseurs dat een aantal de bedenktijd overbodig vindt, omdat de Nederlandse beursvennootschappen al goed beschermd zijn, en dat het inroepen van de bedenktijd juist tot onzekerheid kan leiden. Andere externe adviseurs zijn van mening dat de bedenktijd wel rust kan bieden bij aandeelhoudersactivisme, past binnen het Nederlandse rechtssysteem en een nuttige aanvulling kan zijn van het beschermingsinstrumentarium. Beide meningen komen ook terug in de besproken literatuur (zie hierboven in paragraaf 2.6.5). Daarnaast komt naar voren in de interviews met externe adviseurs dat de bedenktijd in ieder geval een rol speelt in de advisering in die zin dat het door adviseurs wordt meegenomen bij het bespreken van het beschikbare instrumentarium. Daarbij wordt wel de vraag gesteld of het veel toevoegt aan de andere beschermingsconstructies.[302]

Bij de groep van de investeerders wordt erop gewezen dat het moeilijk is om vast te stellen of de wet het doel bereikt, aangezien de bedenktijd nog niet formeel is ingeroepen en investeerders weinig zicht hebben op wat er zich achter de schermen afspeelt. Wel wijst een respondent erop dat het in de praktijk nog steeds voorkomt dat aandeelhoudersactivisten het bestuur op andere wijze onder druk zetten, bijvoorbeeld door middel van brieven die vervolgens openbaar worden gemaakt.

2.7.2 Zijn de waarborgen voldoende?

Voorts werd zowel in de interviews als in de enquête nader ingegaan op de manier waarop aan de wettelijke bedenktijd gestalte is gegeven. Zo werd de vraag gesteld of de waarborgen waarmee de wet omgeven is, voldoende zijn om oneigenlijk gebruik van de bedenktijd tegen te gaan. Daarbij werd uitgegaan van de volgende waarborgen: het feit dat een verzoek tot schorsing/ontslag van bestuurders en/of commissarissen, of een bod, in strijd moet zijn met het vennootschappelijk belang; dat de raad van commissarissen moet instemmen met het inroepen van de bedenktijd; en de mogelijkheid om de Ondernemingskamer te verzoeken om de bedenktijd te beëindigen.

De resultaten van de enquête en interviews laten zien dat de vertegenwoordigers van de beursvennootschappen de waarborgen voldoende vinden. Daarbij wordt onder meer gewezen op de rol van de Ondernemingskamer als een belangrijke waarborg.

De meningen onder de externe adviseurs zijn meer verdeeld, zowel in de interviews als in de enquête. In de interviews wordt door een aantal externe adviseurs aangegeven dat het feit dat sprake moet zijn van strijd met het vennootschappelijk belang en er goedkeuring moet zijn van de raad van commissarissen geen extra waarborgen zijn omdat het bestuur steeds in het belang van de vennootschap moet handelen en de strategie eveneens steeds gedragen moet worden door de raad van commissarissen. De adviseurs zijn echter verdeeld over de vraag of de controle door de Ondernemingskamer een betekenisvolle controle is. Sommige adviseurs geven aan dat de Ondernemingskamer het best geplaatst is om de belangen af te wegen en misbruiken aan te kaarten. Andere adviseurs merken evenwel op dat de kans dat het inroepen van de bedenktijd succesvol wordt aangevochten eerder klein is.

[301] Deze preventieve werking wordt in meer detail besproken in hoofdstuk 4.
[302] Op de meerwaarde van de bedenktijd ten opzichte van andere beschermingsconstructies wordt verder in paragraaf 3.3 en 3.4 nog ingegaan.

Ten slotte blijkt uit de enquête dat de meerderheid van de investeerders van mening is dat de waarborgen onvoldoende zijn. Het voornaamste bezwaar is met name dat de procedure voor de Ondernemingskamer duur en tijdrovend is en dat aan het bestuur (samen met de raad van commissarissen) een ruime discretionaire bevoegdheid toekomt om te beoordelen of de bedenktijd al dan niet moet worden ingeroepen, hetgeen volgens hen slechts marginaal getoetst zal worden door de Ondernemingskamer.

Er is een aantal waarborgen in de Wet bedenktijd opgenomen om het oneigenlijk gebruik van de bedenktijd, en een eventueel negatieve invloed op het investeringsklimaat, tegen te gaan. Deze waarborgen zijn: een verzoek tot schorsing/ontslag van bestuurders en/of commissarissen, of een bod, moeten bijvoorbeeld in strijd zijn met het vennootschappelijk belang; de raad van commissarissen moet instemmen met het inroepen van de bedenktijd; en er is de mogelijkheid om de Ondernemingskamer te verzoeken om de bedenktijd te beëindigen. Zijn deze waarborgen, volgens u, voldoende om oneigenlijk gebruik van de bedenktijd tegen te gaan?

	Vennootschappen		**Adviseurs**		**Investeerders**		**Totaal**	
Ja	11	100%	8	57%	3	19%	22	54%
Nee	0	0%	3	21%	13	81%	16	39%
Weet niet	0	0%	3	21%	0	0%	3	7%
Totaal	11		14		16		41	

Tabel 2: antwoorden op vraag 8 van de enquête.

2.7.3 Zijn er neveneffecten door de invoering van de bedenktijd?

Zowel in de interviews als in de enquête werd de open vraag gesteld of de bedenktijd neveneffecten heeft en zo ja welke. In het algemeen zien vertegenwoordigers van beursvennootschappen geen neveneffecten, al wees één respondent er wel op dat de bedenktijd de besluitvorming van vennootschappen verder kan vertragen.

Ook kan de bedenktijd volgens bepaalde externe adviseurs ervoor zorgen dat het bestuur een defensieve houding aanneemt in plaats van de dialoog met een bieder of aandeelhouder aan te gaan. Een adviseur stelt ook dat de onduidelijkheid over de mogelijkheid tot stapeling van de bedenktijd met andere beschermingsconstructies en de controle van de Ondernemingskamer hierop vragen kan doen rijzen over de toelaatbaarheid van de samenloop van beschermingsconstructies in het algemeen.

Daarnaast wordt er, met name door investeerders en door enkele adviseurs, op gewezen dat de bedenktijd kan leiden tot een *Dutch discount* en ervoor zorgt dat Nederland verder bekend komt te staan als beschermingsparadijs, hetgeen volgens deze respondenten een negatief effect kan hebben op het investeringsklimaat. Andere geïnterviewden trekken het bestaan van een *Dutch discount* dan weer in twijfel. De impact van de bedenktijd op het investerings- en vestigingsklimaat wordt verder in hoofdstuk 5 besproken.

Ten slotte wordt vaak vermeld dat vanwege het gebrek aan ervaring met en inzet van de bedenktijd, het moeilijk is om met zekerheid vast te stellen of en zo ja welke neveneffecten de wet heeft.

2.7.4 Is de duur van de bedenktijd gepast?

In de enquête en interviews werd de vraag gesteld wat men vindt van de duur van de bedenktijd. Daarbij kon men aangeven of die te kort, te lang of juist goed was. Respondenten konden in de enquête ook aangeven dat ze geen mening hadden. Uit onderstaande tabel blijkt dat in de enquête de grote meerderheid van de vertegenwoordigers van beursvennootschappen de bedenktijd van 250 dagen de juiste termijn vindt. Als reden wordt hiervoor over het algemeen gegeven dat het proces enige tijd in beslag kan nemen en dat de 250 dagen een maximumtermijn is waarbij het van de omstandigheden van het geval af hangt hoe lang nodig is. Ook uit de interviews blijkt dat de vertegenwoordigers van beursvennootschappen de maximale duur van 250 dagen passend vinden, al merken sommigen wel op dat ze liever nog iets langer hadden gezien.

De vertegenwoordigers van de investeerders vinden de termijn van de bedenktijd in de enquête en de interviews bijna unaniem te lang. Als reden om de termijn als te lang te bestempelen wordt veelal aangegeven dat de termijn langer duurt dan nodig om de nodige gesprekken te voeren en de mogelijkheden af te wegen, en dat het problematisch is om zo lang de aandeelhoudersrechten te pauzeren. Ook wordt verwezen naar de kortere responstijd in de Code. De termijn van 250 dagen wordt daarnaast door sommigen ook als arbitrair ervaren.

Ten slotte zijn de meningen van de externe adviseurs ook op dit punt verdeeld. 29% vindt de termijn te lang, 29% vindt de termijn net goed, en 43% heeft hierover geen mening. Hetzelfde blijkt uit de interviews. Verschillende adviseurs merken op dat 250 dagen wellicht langer is dan nodig om in dialoog te gaan. Een adviseur stelt wel dat wanneer de termijn korter zou zijn, het signaal van de bedenktijd wegvalt.

Wat vindt u van de maximale duur van de bedenktijd (250 dagen)?								
	Vennootschappen		**Adviseurs**		**Investeerders**		**Totaal**	
Te lang	1	9%	4	29%	16	100%	21	51%
Net goed	8	73%	4	29%	0	0%	12	29%
Te kort	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Geen mening	2	18%	6	43%	0	0%	8	20%
Totaal	11		14		16		41	

Tabel 3: antwoorden op vraag 10 van de enquête.

2.7.5 Moet de bedenktijd worden gehandhaafd?

Aan het eind van de interviews werd de concluderende vraag gesteld of de bedenktijd volgens de geïnterviewde moet worden gehandhaafd of afgeschaft. Hierop antwoordden de vertegenwoordigers van beursvennootschappen unaniem dat de bedenktijd zou moeten worden gehandhaafd, terwijl de vertegenwoordigers van investeerders antwoordden dat de bedenktijd mag worden afgeschaft, en de adviseurs ongeveer gelijk verdeeld waren over deze vraag. De antwoorden reflecteren dus de verdeeldheid over de wenselijkheid van de bedenktijd die ook al bestond op moment van de consultatie, zoals besproken in paragraaf 2.6. Een interessante observatie die door een enkeling werd gemaakt was nog dat zelfs als de toegevoegde waarde van de bedenktijd beperkt is, de afschaffing van de bedenktijd onbedoeld een negatief signaal zou afgeven.

2.7.6 Moet de bedenktijd worden aangepast?

Na de vraag of de bedenktijd moet worden gehandhaafd, werd tijdens de interviews ook nog de vraag gesteld of de bedenktijd dient te worden aangepast. Het antwoord dat hier het vaakst terugkomt, is dat het naast elkaar bestaan van de responstijd uit de Code en de wettelijke bedenktijd voor verwarring zorgt en moeilijk uit te leggen is, voornamelijk aan buitenlandse partijen die niet vertrouwd zijn met deze instrumenten. Verschillende respondenten stellen dan ook voor om slechts een van beide instrumenten te behouden, of in ieder geval de toepassingsvoorwaarden en termijnen op elkaar af te stemmen. Respondenten waren echter niet eensgezind over de vraag welk instrument finaal moet dienen als model voor de overblijvende bedenktijd/responstijd, zeker omdat de meningen over de optimale duur sterk verschillen tussen vertegenwoordigers van beursvennootschappen en investeerders (zie hierboven in paragraaf 2.7.4).

Sommige respondenten pleiten er ook voor om de regel dat de bedenktijd afloopt bij gestanddoening van een bod af te schaffen, of afhankelijk te maken van een aanmeldingsdrempel. Anderen vinden het echter logisch dat de bedenktijd afloopt bij gestanddoening van een bod.

Ten slotte merken enkele respondenten ook nog op dat de test die de Ondernemingskamer gebruikt om de bedenktijd al dan niet te beëindigen verduidelijkt moet worden, zeker met betrekking tot de stapeling van beschermingsconstructies. Uit de literatuurstudie blijkt ook dat dit een van de onduidelijkheden is (zie hierboven in paragraaf 2.6.4).

2.8 Conclusie

In dit hoofdstuk is in kaart gebracht wat de gedachte is achter de bedenktijd, wat het beoogde doel is van de wet en op welke wijze en met welke waarborgen dit doel moet worden bereikt. Het doel van de wet is kort gezegd, tijdelijk rust creëren voor het bestuur en de raad van commissarissen om de verschillende *stakeholders*-belangen af te wegen en daarmee druk op het bestuur en de raad van commissarissen te voorkomen wanneer aandeelhouders door benoeming, ontslag of schorsing van bestuurders of commissarissen proberen de strategie te beïnvloeden of in geval van een openbaar bod. Daarnaast wordt verwacht dat van de wettelijke bedenktijd een preventief effect uitgaat. De achterliggende gedachte is dat een zorgvuldige besluitvorming de vennootschap en alle *stakeholders*, inclusief de aandeelhouders, ten goede komt. De bedenktijd beoogt daarmee kortetermijngerichtheid te voorkomen en langetermijnwaardecreatie te bevorderen.

Voor wat betreft de wijze waarop dit doel moet worden bereikt, voorziet de bedenktijd in een versteviging van de positie van het bestuur. De bedenktijd biedt het bestuur de mogelijkheid om een bedenktijd van maximaal 250 dagen in te roepen wanneer een openbaar bod wordt uitgebracht of de aandeelhouder/certificaathouder het ontslag, de benoeming of schorsing van een bestuurder, een commissaris of een wijziging van een statutaire bepaling die daarmee verband houdt, agendeert.

De wet is met een aantal waarborgen omkleed. De eerste waarborg is dat het bestuur de bedenktijd enkel kan inroepen indien sprake is van wezenlijke strijd met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De tweede waarborg wordt gevormd door het feit dat het bestuursbesluit strekkende tot inroeping van de bedenktijd dient te worden

goedgekeurd door de raad van commissarissen. Ten derde is er de mogelijkheid voor aandeelhouders om de Ondernemingskamer te vragen de bedenktijd te beëindigen.

De mening in de literatuur en in de reacties op de consultaties zijn sterk verdeeld over de vraag of de bedenktijd de beoogde doelen kan bereiken. Tijdens de consultatiefase bleken vooral (vertegenwoordigers van) beursvennootschappen voorstander te zijn van de invoering van de bedenktijd, terwijl vanuit de kant van de investeerders vooral kritiek kwam op de invoering van de wet. Gezien de verschillende meningen, is het niet mogelijk om een eenduidig antwoord te geven op de vraag of de doelen volgens de literatuur kunnen worden bereikt. Wel kan een aantal mogelijke slagingskansen en knelpunten worden geïdentificeerd.

Veel van de meningen die in de literatuur en in de consultatie op het voorontwerp naar voren kwamen, zijn ook terug te zien in de interviews en de enquête. Dit is niet verrassend aangezien nog geen ervaring is opgedaan met de toepassing van de bedenktijd. Het is daarom logisch dat de interviews en enquête voornamelijk de vooraf bestaande meningen reflecteren. Investeerders zijn overwegend van mening dat de Wet bedenktijd er niet in slaagt om het beoogde doel te bereiken. De meerderheid van de vertegenwoordigers van beursvennootschappen is daarentegen positief ten aanzien van de vraag of de bedenktijd het doel van het bieden van rust voor het bestuur kan bereiken. Een meer verdeeld beeld is te zien bij de categorie van de externe adviseurs.

De voorstanders verwachten vooral dat de bedenktijd nuttig kan zijn tegen aandeelhouders die door middel van een benoeming van bestuurders of commissarissen trachten de strategie te bepalen. De bedenktijd wordt gezien als een van de instrumenten die het bestuur kan inzetten om de langetermijnstrategie te beschermen en om het bestuur en de raad van commissarissen rust te gunnen. Er zijn auteurs en respondenten in de interviews en de enquête die van mening zijn dat dit absoluut noodzakelijk is, terwijl anderen een meer genuanceerde positie innemen of zelfs die noodzaak in twijfel trekken. In de interviews geven de vertegenwoordigers van beursvennootschappen aan dat de bedenktijd best gehandhaafd wordt, terwijl de vertegenwoordigers van investeerders pleiten voor de afschaffing, en de externe adviseurs verdeeld zijn over het nut en de noodzaak van de bedenktijd.

Tegenstanders zijn veelal van mening dat de bedenktijd onnodig is gezien de vele andere beschermingsmogelijkheden voor Nederlandse vennootschappen. Dit argument komt terug in de literatuur, de reacties op de consultaties, de enquête en de interviews. De beschermingsconstructies bij Nederlandse beursvennootschappen worden in hoofdstuk 3 in kaart gebracht (zie paragraaf 3.3 en verder).

Over de mogelijke effecten van de bedenktijd bestaat grote verdeeldheid. De in de interviews en enquête gesignaleerde neveneffecten komen overeen met hetgeen tijdens de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel en tijdens de consultaties is gesignaleerd, met name de vrees dat de bedenktijd aanleiding kan geven tot een *Dutch discount* en daarmee ook een negatief effect zal hebben op het investerings- en wellicht ook het vestigingsklimaat. Voorts bestaan er zorgen over de vraag of de wettelijke bedenktijd zich verdraagt met de verplichtingen in verband met het agenderingsrecht in de aandeelhoudersrichtlijn en de bestaande *checks and balances* tussen het bestuur en de aandeelhouders (zie hierboven in paragraaf 2.6.9).

Eensgezindheid lijkt te bestaan over het feit dat de bedenktijd vooral nuttig kan zijn in geval van (ongewenst) aandeelhoudersactivisme, maar minder effectief is in geval van een vijandig bod, aangezien de bedenktijd een bod niet kan tegenhouden, opschorten of vertragen en

vijandige biedingen in Nederland weinig voorkomen. De bedenktijd heeft enkel gevolgen voor de benoeming en/of het ontslag/schorsing van de bestuurders en/of de commissarissen (zie hierboven in paragraaf 2.6.3). Dit blijkt zowel uit de literatuur en de reacties op de consultaties als uit de enquête en interviews. Vooral het feit dat de bedenktijd het bod niet vertraagt en er ook niet voor zorgt dat de bieder zijn vijandig bod niet kan doorzetten, doet de vraag rijzen of in een dergelijk geval de bedenktijd wel het geschikte middel is om het beoogde doel te bereiken.

Bij de vraag over de wenselijke duur van de bedenktijd in de enquête en interviews is er een duidelijke tegenstelling tussen de vertegenwoordigers van de beursvennootschappen, die tevreden zijn met de termijn van 250 dagen, en vertegenwoordigers van investeerders, die deze termijn te lang vinden; de adviseurs zijn minder unaniem.

Naast het analyseren van de belangrijkste voor- en nadelen van de bedenktijd, zijn in dit hoofdstuk tevens een aantal nog openstaande vragen rondom de bedenktijd gesignaleerd. Zonder volledigheid te pretenderen, kan in dit verband worden gewezen op de volgende vragen:

1. wat moet worden verstaan onder wezenlijke strijd met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming? Is dit wel de juiste maatstaf met het oog op de marginale toetsing van bestuursbesluiten en het feit dat de bedenktijd als doel heeft om rust te creëren teneinde de voorstellen van de potentiële bieder/aandeelhouder af te wegen?
2. wat zou in de toekomst de verhouding moeten zijn tussen de wettelijke bedenktijd en de responstijd? Moet de responstijd uit de Code nog gehandhaafd worden naast de wettelijke bedenktijd en andersom?
3. kan de bedenktijd nog worden ingeroepen wanneer de aandeelhouder na een openbaar bod op alle aandelen de meerderheid maar niet alle aandelen heeft verworven?
4. welke beschermingsconstructies zijn naar doel, aard en strekking vergelijkbaar met de bedenktijd en in hoeverre is een samenloop van beschermingsconstructies toegestaan en wenselijk?

Hoofdstuk 3 Toepassing van de bedenktijd in de praktijk en samenloop met andere beschermingsconstructies

3.1 Inleiding

Dit hoofdstuk richt zich op de tweede onderzoeksvraag, te weten: *hoe vaak, op welke wijze en waarom is de wet toegepast en is er samenloop met andere beschermingsconstructies geweest?*

In paragraaf 3.2 wordt onderzocht of de bedenktijd formeel is toegepast door Nederlandse vennootschappen met een binnenlandse of buitenlandse beursnotering.[303] Omdat dit niet het geval blijkt te zijn, wordt in paragraaf 3.2 ook ingegaan op mogelijke verklaringen hiervoor. Een van die mogelijke verklaringen is dat Nederlandse beursvennootschappen (nog) geen behoefte hebben om de bedenktijd toe te passen omdat reeds voldoende andere beschermingsconstructies voor handen zijn. In paragraaf 3.3 wordt daarom het gebruik van andere beschermingsconstructies door Nederlandse beursvennootschappen in kaart gebracht. De methodologie voor dat deel van het onderzoek wordt daar eveneens toegelicht. Uit paragraaf 3.3 blijkt dat Nederlandse beursvennootschappen vaak al gebruik kunnen maken van andere beschermingsconstructies dan de bedenktijd. In de enquête en interviews is daarom de vraag gesteld of de bedenktijd een meerwaarde biedt ten opzichte van de bestaande beschermingsconstructies. De antwoorden op die vraag worden uiteengezet in paragraaf 3.4. Paragraaf 3.5 bevat de conclusie en een antwoord op de in dit hoofdstuk centraal staande onderzoeksvraag.

3.2 Toepassing van de bedenktijd in de praktijk

3.2.1 Geen gebruik van de bedenktijd door Nederlandse beursvennootschappen

In de literatuur wordt vooralsnog geen melding gemaakt van gevallen waarin de bedenktijd is ingeroepen. Aan de hand van de hierna beschreven (en in annex 6 verder uitgewerkte) methode is onderzocht of dit inderdaad niet het geval is geweest.

In de eerste plaats is de groep van vennootschappen die de bedenktijd had kunnen inroepen gedefinieerd. Zoals hierboven in paragraaf 2.3 en 2.5.1 beschreven, is de bedenktijd van toepassing sinds 1 mei 2021 op Nederlandse vennootschappen (zowel NV's als BV's) met een beursnotering in Nederland of in het buitenland. Helaas is er geen actuele lijst van dergelijke Nederlandse beursvennootschappen. Daarom is een aantal stappen doorlopen om een zo accuraat mogelijke lijst van Nederlandse vennootschappen (NV's en BV's) met een beursnotering sinds de inwerkingtreding van de bedenktijd te creëren. Hiervoor werd gebruik gemaakt van een lijst van vennootschappen genoteerd op Euronext Amsterdam (gedownload van de website van Euronext); een lijst van Nederlandse vennootschappen met een beursnotering (in Nederland of het buitenland) afkomstig van de financiële databank Orbis;[304]

[303] Of de bedenktijd 'gebruikt' is als onderhandelings- of afschrikkingsinstrument, zonder de bedenktijd formeel in te roepen, wordt niet in dit hoofdstuk onderzocht. Dat valt onder de preventieve werking van de bedenktijd en komt aan bod in hoofdstuk 4.

[304] Orbis is een financiële databank van Bureau van Dijk (ondertussen onderdeel van Moody's) die informatie bevat over vennootschappen. Zie over Orbis: https://www.moodys.com/web/en/us/capabilities/company-reference-data/orbis.html.

een lijst van verwijderde beursnoteringen uit de jaarlijkse Euronext Factbooks;[305] lijsten uit de literatuur[306] en een lijst met beursnoteringen van Eumedion. Vennootschappen die hun statutaire zetel niet in Nederland hebben werden uit de lijst verwijderd. Vennootschappen die hun beursnotering hebben beëindigd werden enkel opgenomen in de lijst als dit gebeurde na 1 mei 2021 (de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd). Ook investeringsfondsen en *special purpose acquisition companies* (SPAC's)[307] werden uit de lijst verwijderd omdat zij door hun specifieke structuur geen behoefte hebben aan beschermingsconstructies zoals de bedenktijd. Voorts werden dubbeltellingen voorkomen door wanneer een vennootschap van naam wijzigt, ervoor te zorgen die slechts één keer op de lijst voorkomt. Het resultaat hiervan is een lijst van 192 vennootschappen, waarvan 106 (55%) genoteerd zijn of waren op Euronext Amsterdam in de periode na de inwerkingtreding van de bedenktijd (de rest van de vennootschappen is genoteerd op een andere beurs), en waarvan 163 (85%) nog steeds beursgenoteerd zijn op het moment dat dit deel van het onderzoek werd uitgevoerd (augustus 2024). In annex 6 wordt in meer detail beschreven hoe deze lijst werd samengesteld, en in annex 7 wordt de volledige lijst van vennootschappen opgenomen.

Om te identificeren of de bedenktijd daadwerkelijk werd gebruikt door een van de Nederlandse beursvennootschappen op deze lijst, werden de persberichten na 1 mei 2021 op de website van elk van deze vennootschappen nagekeken om te bezien of melding werd gemaakt van (het inroepen van) de bedenktijd. Daarnaast werd onderzocht of de vennootschappen een verslag over de bedenktijd ter bespreking op de agenda van een algemene vergadering van aandeelhouders hadden geplaatst, zoals verplicht is na het verstrijken van de bedenktijd wanneer die is ingeroepen (zie hierboven in paragraaf 2.5.2). Er werd geen enkele Nederlandse vennootschap met notering in Nederland of het buitenland gevonden die de bedenktijd heeft toegepast.

Voor de vennootschappen op onze lijst waarvan de beursnotering werd geschrapt na 1 mei 2021, was het moeilijker om een overzicht van de persberichten en de algemene vergaderingen te vinden op de website, voor zover deze vennootschappen nog een actieve website hadden. Het bijhouden van deze informatie is na het schrappen van de notering immers niet langer verplicht. Daarom werd naast een onderzoek van de website (als deze beschikbaar was) tevens een andere methode toegepast: de naam van deze vennootschap werd gezocht via Google, in combinatie met een aantal zoektermen die verband houden met de bedenktijd.[308] Ook deze methode leverde geen enkel voorbeeld op van de toepassing van de bedenktijd.

3.2.2 Geen gebruik van de bedenktijd in overnamebiedingen

Om zeker te zijn dat de bedenktijd niet werd toegepast, werden ook de biedingsberichten sinds 1 mei 2021 (de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd) met betrekking tot (voorgenomen)

[305] De Euronext Factbooks bevatten jaarlijkse informatie over de verschillende Euronext markten, bijvoorbeeld het aantal nieuwe en geschrapte beursnoteringen, en worden uitgegeven door Euronext. Zie: https://live.euronext.com/en/resources/statistics/factbook.
[306] B. Kemp & A.S. Renshof, 'Het gebruik van oligarchische clausules bij benoeming en ontslag door Nederlandse beursvennootschappen', *MvO* 2020/3.2, p. 68-69; A.A. Bootsma, E.J. Breukink, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'Multiple corporate citizenship in een veranderende wereld', *OR* 2021/97, afl. 14, p. 601-614.
[307] SPAC's kunnen worden gedefinieerd als 'een lege huls die een beursnotering verkrijgt, en vervolgens probeert binnen twee jaar een substantieel belang in een target te verwerven, waardoor die target beursgenoteerd wordt'. Zie: H.M. van Kessel & D.J.R. Lemstra, 'De SPAC (special purpose acquisition company)', *OR* 2020/143, afl. 15, p. 794.
[308] Meer bepaald: 'bedenktijd', 'responstijd', 'response time', 'standoff time', 'cooling off period' en 'reflection period'.

overnamebiedingen bestudeerd. Hiervoor werd een beroep gedaan op de website met de lijst van biedingsberichten van de AFM.[309] Vervolgens werden deze (voorgenomen) overnamebiedingen geclassificeerd in vier categorieën: (1) neutraal, (2) vijandig, (3) vriendelijk, en (4) initieel ongevraagd maar later vriendelijk. In totaal waren er 16 overnamebiedingen na 1 mei 2021,[310] waarvan twee vijandig en vier initieel ongevraagd maar later vriendelijk. De methode voor het samenstellen van de lijst met (voorgenomen) overnamebiedingen en de classificatie in de vier categorieën wordt uitgebreider besproken in annex 10. De lijst van (voorgenomen) overnamebiedingen is opgenomen in annex 11 van dit rapport.

Ten aanzien van de vijandige en initieel ongevraagde (voorgenomen) overnamebiedingen na 1 mei 2021 werd uitgebreider onderzocht of het bestuur de bedenktijd heeft ingeroepen, door de persberichten en biedingsberichten te bestuderen. In geen van deze biedingen werd de bedenktijd echter ingeroepen.

3.2.3 Geen gebruik van de bedenktijd in activistische campagnes

Om verder te onderzoeken of de bedenktijd is toegepast, werden alle activistische campagnes[311] tegen Nederlandse beursvennootschappen na 1 mei 2021 bekeken, om te onderzoeken of de bedenktijd formeel werd ingeroepen in deze gevallen. Data over activistische campagnes werden verzameld via de databank van Diligent Market Intelligence.[312] Dit werd aangevuld met de data die door Breukink in zijn proefschrift werd verzameld over convocatie- en agenderingsverzoeken bij Nederlandse beursvennootschappen.[313] De methode voor het samenstellen van de lijst van activistische campagnes wordt meer uitgebreid besproken in annex 13. Annex 14 bevat de finale lijst van activistische campagnes tegen Nederlandse beursvennootschappen.

Sinds 1 mei 2021 (zijnde de datum inwerkingtreding van de wet) vonden er 21 activistische campagnes plaats tegen Nederlandse beursvennootschappen. Hierbij werden alle campagnes meegerekend met een einddatum na de inwerkingtreding van de bedenktijd. Van deze vennootschappen werd nogmaals specifiek onderzocht of de bedenktijd werd ingeroepen, door persberichten rond de datum van de campagne te bestuderen. Dit bleek niet het geval te zijn. Dat is niet verbazingwekkend, aangezien slechts één van de activistische campagnes de specifieke situatie betrof waarvoor de bedenktijd in het leven werd geroepen, te weten het agenderen van het ontslag, schorsing of de benoeming van een of meer bestuurders of commissarissen of het wijzigen van een daarmee verband houdende statutaire bepaling: in de campagne van Business Holdings tegen Novisource gebruikte de aandeelhouder zijn agenderings- en convocatierecht om de algemene vergadering te laten stemmen over het ontslag van de CEO en commissarissen. Het agenderingsverzoek werd echter op 29 maart 2021 ingediend, dus voor de inwerkingtreding van de bedenktijd. Het bestuur weigerde het verzoek

[309] https://www.afm.nl/nl-nl/sector/registers/meldingenregisters/openbare-biedingen.
[310] Voor deze berekening werd in principe uitgegaan van de datum van de aankondiging van het voorgenomen bod, tenzij het bod op 1 mei 2021 nog steeds vijandig was. Zo kondigde VDL Groep op 30 april 2021 reeds een indicatief voorstel aan voor een bod op Neways Electronics International, maar werd dit vijandig bod pas ingetrokken op 6 juli 2021, en werd dit geval dus meegerekend.
[311] Aandeelhoudersactivisme werd hierboven reeds gedefinieerd in paragraaf 1.5.
[312] Diligent Market Intelligence is een financiële databank uitgegeven door Diligent die onder andere data over aandeelhoudersactivisme bevat.
[313] E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.2, p. 305-355.

te agenderen op een andere grond, namelijk dat er een enquêteprocedure over de onderwerpen hangende was.[314]

3.2.4 Geen gebruik van de bedenktijd volgens de respondenten van de enquête en de interviews

Het gebruik van de bedenktijd kwam ook aan de orde in de enquête en de interviews.[315] Een van de vragen aan de respondenten in de enquête en de interviews was: 'Bent u op de hoogte van een vennootschap/vennootschappen die de bedenktijd heeft/hebben ingeroepen?' Tijdens de interviews gaven alle respondenten aan niet op de hoogte te zijn van een geval waarin de bedenktijd daadwerkelijk werd ingeroepen, met één uitzondering: deze respondent, een extern adviseur, meende dat de bedenktijd een tweetal keer was ingeroepen. De respondent kon echter geen concrete casus of vennootschap noemen. Ook bij navraag door het onderzoeksteam na het interview is hier geen nadere info of concrete casus achterhaald. In de enquête gaf eveneens slechts één respondent (van de 41 die de vraag invulden), een extern adviseur, aan dat de bedenktijd werd ingeroepen, zonder daarbij in de volgende vraag aan te geven om welke vennootschap het ging. Gezien de anonimiteit van de enquête is het onmogelijk om na te vragen waarom de respondent de vraag op die manier invulde. In elk geval kan uit de interviews en de enquête geen bewijs worden gevonden van een concreet geval waarin de bedenktijd is ingeroepen.

Dat de bedenktijd niet formeel werd ingeroepen, betekent niet noodzakelijk dat de bedenktijd geen rol heeft gespeeld. Om die rol te bestuderen, werd zowel tijdens de interviews als in de enquête de vraag gesteld: 'Bent u op de hoogte van een vennootschap waar is overwogen om de bedenktijd in te roepen, zonder dat er daadwerkelijk gebruik van is gemaakt?' Hierop werd in de enquête bevestigend geantwoord door twee vertegenwoordigers van beursvennootschappen, zeven externe adviseurs en twee investeerders. Op de vraag om welke vennootschappen het ging werden echter geen namen genoemd, mogelijk omdat het vertrouwelijke informatie betreft. Eén van de respondenten, een externe adviseur, schreef wel in de toelichting bij de enquête: 'Bij openbare biedingen komt de vraag wel eens op, maar vervolgens ziet iedereen dat het geen zin heeft'. Tijdens de interviews werd meestal ontkennend geantwoord op de vraag, en als er bevestigend werd geantwoord, dan was het vaak in de zin dat de bedenktijd wel wordt meegenomen in advisering over beschermingsconstructies als één van de mogelijke beschermingsconstructies tegen een overnamebieding of activistische aandeelhouder. Uiteindelijk wordt in die situaties de bedenktijd echter niet gebruikt bijvoorbeeld omdat een oplossing wordt gevonden of de aandeelhouder of bieder zich terugtrekt.

Daarnaast werd melding gemaakt in een interview van het feit dat een beursvennootschap die met een ongevraagd voorgenomen bod werd geconfronteerd heeft overwogen om de bedenktijd in te roepen om de onderhandelingspositie van het bestuur te verbeteren. De bedenktijd bleek uiteindelijk niet te zijn ingeroepen omdat een akkoord over het bod werd bereikt, nadat de voorwaarden van het bod werden aangepast in het voordeel van de doelvennootschap. De geïnterviewde merkte op dat het niet nodig was om expliciet te dreigen met het inroepen van de bedenktijd omdat goed geadviseerde bieders van het bestaan van die mogelijkheid op de hoogte zijn. Volgens de geïnterviewde droeg de bedenktijd naar alle waarschijnlijkheid ook bij

[314] Zie voor een kritiek van de weigering: E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.2.2.19, p. 343-348.
[315] De methodologie van de enquête en interviews is beschreven in paragraaf 1.4.1 en in annex 4 bij dit rapport.

aan het behalen van een beter resultaat voor de doelvennootschap, al is het moeilijk om een oorzakelijk verband te leggen

In de enquête is ook de vraag gesteld waarom uiteindelijk geen gebruik werd gemaakt van de bedenktijd. Volgens een aantal respondenten was dat uiteindelijk niet nodig: de bieder of aandeelhoudersactivist zette zijn eis uiteindelijk niet door, of er kon een akkoord worden bereikt. Eén respondent wees ook op het feit dat de bedenktijd eindigt bij gestanddoening van het bod (*i.e.*, de beslissing van de bieder of hij het bod doorzet), en dat het inroepen van de bedenktijd een signaal van zwakte zou kunnen geven, omdat de vennootschap zich blootstelt aan kritiek van investeerders.[316] Dit laatste argument kwam ook terug in verschillende interviews als reden waarom adviseurs vaak niet adviseren om de bedenktijd in te roepen. In sommige gevallen was de aanwezigheid van andere beschermingsconstructies ook een reden om de bedenktijd niet te moeten inroepen.

Voorts werd de vraag gesteld of in plaats van het daadwerkelijk inroepen van de bedenktijd, in het verleden was gedreigd met het inroepen van de bedenktijd. Het expliciet dreigen met het inroepen van de bedenktijd ten opzichte van een bieder of aandeelhoudersactivist lijkt nog minder vaak voor te komen dan het intern overwegen om de bedenktijd in te roepen: slechts één vertegenwoordiger van een beursvennootschap en één investeerder gaven in de enquête te kennen dat zij op de hoogte waren van een dergelijk geval. Het is mogelijk dat het hierbij gaat om hetzelfde geval, maar dit kan niet worden gecontroleerd. In beide gevallen was volgens de respondenten het dreigen met het inroepen van de bedenktijd voldoende om de vijandige bieder of aandeelhoudersactivist zijn plannen te doen aanpassen. In de interviews wordt ook opgemerkt dat het niet noodzakelijk is om expliciet te dreigen met het inroepen van de bedenktijd, omdat de partijen van elkaar weten welke instrumenten ze kunnen inroepen.

Bij dit alles moet in het achterhoofd worden gehouden dat het mogelijk is dat respondenten niet steeds vrijuit wilden spreken over het overwegen van of dreigen met het inroepen van de bedenktijd, omwille van de vertrouwelijke aard van dergelijke situaties. Enkele respondenten gaven dit expliciet aan als reden waarom ze niet specifieker konden zijn.

3.2.5 Geen gebruik van clausules die op de bedenktijd anticiperen

Tot slot is onderzocht of Nederlandse beursvennootschappen anticiperen op de toepassing van de bedenktijd door in de statuten of in het benoemingsbesluit van de algemene vergadering te bepalen dat de termijn van een bestuurder of commissaris doorloopt wanneer die zou aflopen in een periode waarin de bedenktijd is ingeroepen. Een dergelijke bepaling werd gesuggereerd in de literatuur (zie hierboven in paragraaf 2.6.5.2), omdat het stemmen op de algemene vergadering over de herbenoeming van een bestuurder of commissaris tot ophef zou kunnen leiden wanneer dit moet gebeuren in een periode waarin de bedenktijd is ingeroepen. Dit zou het doel van de bedenktijd om rust te creëren kunnen ondermijnen.

Om dit te onderzoeken werden de statuten van alle in Euronext Amsterdam genoteerde Nederlandse beursvennootschappen (zie de lijst in annex 7) onderzocht per 30 april 2024, alsook de (her)benoemingsbesluiten van de algemene vergaderingen die beschikbaar waren op de website van de vennootschap in de jaren 2023 en 2024. Geen enkele vennootschap nam echter een dergelijke clausule op in de statuten of in het (her)benoemingsbesluit.

[316] Zie ook de bespreking hierboven in paragraaf 4.6.

3.2.6 Verklaringen voor het gebrek aan gebruik van de bedenktijd

Op basis van het hiervoor beschreven onderzoek kan met een grote mate van zekerheid worden vastgesteld dat de bedenktijd in de onderzochte periode niet formeel werd ingeroepen door een Nederlandse beursvennootschap met notering aan een Nederlandse of buitenlandse beurs. Hiervoor kan een aantal mogelijke verklaringen worden gegeven, dat in elkaars verlengde ligt.

Een eerste mogelijke verklaring is dat van de mogelijkheid om de bedenktijd in te roepen een preventieve werking uitgaat, waardoor deze reeds het gewenste effect heeft en het niet meer nodig is om de bedenktijd daadwerkelijk in te roepen. Deze verklaring wordt verder onderzocht in hoofdstuk 4.

Een tweede mogelijke verklaring is dat vijandige overnamebiedingen en activistische campagnes bij Nederlandse vennootschappen relatief weinig voorkomen, in combinatie met het feit dat er relatief weinig tijd is verstreken sinds de inwerkingtreding van de wet op 1 mei 2021.[317] De minister waarschuwde ten tijde van het toezeggen van de tussentijdse evaluatie reeds voor het mogelijke gebrek aan data gezien de relatief korte periode sinds de inwerkingtreding van de wet.[318] Er waren sinds 1 mei 2021 slechts 21 activistische campagnes en twee vijandige en vier initieel ongevraagde maar later vriendelijke biedingen. Het is mogelijk dat tussen dit beperkte aantal overnamebiedingen en activistische campagnes geen enkele situatie zat waarin de noodzaak bestond om de bedenktijd in te roepen. Dit geeft echter nog geen antwoord op de vraag over het nut van de bedenktijd in het algemeen, in toekomstige overnamebiedingen en activistische campagnes.

Een derde mogelijke verklaring is dat de bedenktijd enkel nuttig is in het geval van een activistische campagne als de aandeelhoudersactivist formeel zijn aandeelhoudersrechten uitoefent om de benoeming, de schorsing of het ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen te agenderen op een algemene vergadering (of een statutenwijziging met betrekking tot deze onderwerpen).[319] In slechts één van de 21 campagnes sinds 1 mei 2021 oefende een aandeelhoudersactivist het recht uit om een van deze onderwerpen te agenderen op een algemene vergadering van aandeelhouders. Hoewel zeven campagnes in die periode het ontslag van een bestuurder of commissaris als doel hadden, werd dit doel meestal nagestreefd door het uitoefenen van publieke druk, eventueel samen met de oproep om tegen de herbenoeming van de bestuurder of commissaris te stemmen die reeds door de vennootschap op de algemene vergadering werd geagendeerd. In zulke gevallen kan de bedenktijd geen bescherming bieden tegen aandeelhoudersactivisme. In vier gevallen leidde dit dan ook tot het ontslag of de weigering van de herbenoeming van een commissaris of bestuurder.

Een vierde mogelijke verklaring is dat Nederlandse beursvennootschappen al voldoende in staat zijn om zich te beschermen tegen vijandige overnames en aandeelhoudersactivisme. Zo werden bijvoorbeeld twee aangekondigde vijandige biedingen stopgezet kort nadat het bestuur kenbaar had gemaakt niet geïnteresseerd te zijn in het bod. In één geval was dat omdat de

[317] Activistische campagnes en vijandige overnames worden ook nog meer uitgebreid besproken in paragraaf 4.2 en 4.5.
[318] Zie *Kamerstukken I* 2020/21, 35367, C, p. 7 waarin de minister aangaf: '*Het evalueren na een betrekkelijk korte periode heeft als risico dat er te weinig gegevens beschikbaar zijn om effecten in kaart te brengen.*'
[319] Artikel 114b lid 2(a) BW.

doelvennootschap een akkoord bereikt had met een alternatieve bieder;[320] in het andere geval is het mogelijk dat het bod werd stopgezet omdat de doelvennootschap sterk beschermd was door de aanwezigheid van een controlerende aandeelhouder en een oligarchische clausule, zodat het inroepen van de bedenktijd wellicht niet nodig was.[321] Bij de vier initieel ongevraagde maar later vriendelijke biedingen ging het bestuur uiteindelijk akkoord met de gewijzigde voorwaarden van het bod, zodat het ook daar niet nodig was om de wettelijke bedenktijd in te roepen. Deze vennootschappen waren doorgaans ook al goed beschermd.[322] Niet valt uit te sluiten dat de mogelijkheid van het inroepen van de bedenktijd wel een rol kan hebben gespeeld bij het onderhandelen over verbeterde voorwaarden voor het bod.[323]

Een vijfde mogelijke verklaring is dat de bedenktijd niet als een effectieve beschermingsconstructie wordt gezien. Zoals hierboven in paragraaf 2.7.1 al werd besproken vinden verschillende respondenten van de enquête en de interviews dat de bedenktijd weinig effectief is. Verder in paragraaf 3.4 komt aan bod in welke mate de respondenten van de enquête en de interviews vinden dat de bedenktijd een meerwaarde biedt ten opzichte van andere beschermingsconstructies. Hieruit komt naar voren dat een aantal respondenten de meerwaarde als onbestaand of zeer beperkt inschatten.

3.3 Gebruik van andere beschermingsconstructies

3.3.1 Inleiding

Zoals hiervoor uiteengezet (paragraaf 2.6.5), is een van de aandachtspunten bij de bedenktijd de samenloop tussen de bedenktijd en andere beschermingsconstructies. In de commentaren op de consultaties en in de literatuur werd in dit verband enerzijds opgemerkt dat een bedenktijd noodzakelijk is naast de reeds bestaande beschermingsconstructies. Anderzijds werd aangevoerd dat Nederlandse beursvennootschappen reeds voldoende mogelijkheden hebben om zich te beschermen tegen activistische aandeelhouders en vijandige biedingen.[324] Voorts werden tijdens de consultatie en in de Tweede Kamer vragen gesteld over de samenloop of cumulatie van de bedenktijd met andere beschermingsconstructies.[325] Deze vragen gingen, kort samengevat, over hoe moet worden omgegaan met de stapeling van de bedenktijd met andere beschermingsconstructies. Hoewel het gebruik van de bedenktijd samen met andere beschermingsconstructies niet volledig is uitgesloten, wilde de wetgever een stapeling voorkomen.[326] Dit is uiteindelijk op basis van het amendement[327] Van Gent ook neergelegd in artikel 2:114b lid 2 sub c BW, dat bepaalt dat de Ondernemingskamer een verzoek tot het beëindigen van de bedenktijd toewijst indien gedurende de bedenktijd een of meer maatregelen

[320] Het aangekondigde bod van VDL Groep op Neways Electronics International werd stopgezet omdat Neways Electronics International een akkoord bereikte met Infestos Sustainable Solutions over een beter bod, waarna VDL Groep afzag van het uitbrengen van het aangekondigde bod en haar aandelen verkocht aan Infestos Sustainable Solutions. Het inroepen van de bedenktijd was dan ook niet nodig.
[321] Het betreft het bod van Nederlandse Paarden Registratie Maatschappij op GeoJunxion. In dit geval had het bestuur en de raad van commissarissen aangegeven dat het bod te laag was.
[322] Lucas Bols en Beter Bed Holding hadden bijvoorbeeld een oligarchische clausule; Koninklijke Boskalis Westminster had naast een oligarchische clausule ook een *call*-optie op preferente aandelen voor een stichting continuïteit; en ook Accell Group had een *call*-optie op preferente aandelen voor een stichting continuïteit.
[323] Dit betreft de preventieve werking van de bedenktijd, die verder in hoofdstuk 4 wordt besproken.
[324] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 30-32; zie ook *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 15, p. 2.
[325] Zie voor een verdere uiteenzetting en bronverwijzingen paragraaf 2.6.5.1 hierboven.
[326] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 18.
[327] *Kamerstukken II* 2020/21, 35367, nr. 15, p. 1.

actief zijn die naar aard, doel en strekking met de bedenktijd overeenkomen en die maatregelen niet binnen redelijke termijn na een daartoe strekkend verzoek zijn beëindigd of opgeschort.

Om beter inzicht te krijgen in de rol van andere beschermingsconstructies ten opzichte van de bedenktijd, zijn de beschermingsconstructies van in Nederland gevestigde en genoteerde beursvennootschappen in kaart gebracht.[328] Voor dit deel van het empirisch onderzoek is slechts gekeken naar Nederlandse beursvennootschappen met een notering aan een Nederlandse beurs. Hiervoor is de lijst van 88 aan Euronext Amsterdam genoteerde beursvennootschappen die reeds werd samengesteld voor het empirisch onderzoek in paragraaf 3.2.1 als uitgangspunt genomen (zie annex 7). Hieruit werden echter twee vennootschappen, Aegon en Flow Traders, verwijderd, omdat zij reeds hun statutaire zetel van Nederland naar Bermuda hebben verplaatst op het moment van het onderzoek, en dus geen Nederlandse vennootschap meer zijn.[329] Het resultaat is een lijst van 86 vennootschappen. Beursvennootschappen met enkel een notering buiten Nederland zijn niet meegenomen in dit deel van het onderzoek, omdat bescherming in andere jurisdicties mogelijk mede wordt beïnvloed door het effectenrecht dat op de notering van toepassing is.

Voor het doel van dit onderzoek werden de volgende twaalf beschermingsconstructies als relevant aangemerkt:

(a) Statutaire *ad hoc* beschermingsconstructies

1. preferente beschermingsaandelen en een stichting continuïteit

(b) Niet-statutaire *ad hoc* beschermingsconstructies

2. responstijd
3. wettelijke bedenktijd
4. bescherming door het enquêterecht
5. alternatieve bieder (*white knight*)[330]

(c) Permanente statutaire beschermingsconstructies

6. structuurregime[331]
7. prioriteitsaandelen
8. loyaliteitsaandelen en meervoudig stemrecht
9. oligarchische regelingen
10. beperking van het stemrecht en stemrechtloze aandelen
11. certificering door een stichting-administratiekantoor

(d) Permanente niet-statutaire beschermingsconstructies

12. controlerende aandeelhouder[332]

[328] Hiervoor in paragraaf 3.2.1 en in annex 6 wordt uiteengezet hoe deze vennootschappen werden geïdentificeerd.
[329] Zij worden wel meegenomen in de lijst die voor paragraaf 3.2.1 wordt gebruikt, omdat ze voor een periode na de inwerkingtreding van de bedenktijd wel een Nederlandse beursvennootschap waren.
[330] De alternatieve bieder wordt beschouwd als een beschermingsconstructie, omdat deze als zodanig wordt erkend in artikel 9 van de Overnamerichtlijn. Bovendien zou het vinden van een alternatieve bieder met een beter bod ervoor moeten zorgen dat aandeelhouders niet langer een prikkel hebben om de vijandige bieder/activistische aandeelhouder te steunen in een verzoek tot schorsing of ontslag van een bestuurder of commissaris.
[331] Het structuurregime wordt als een beschermingsconstructie beschouwd omdat de toepassing van dit regime ervoor zorgt dat een commissaris niet zonder tussenkomst van de Ondernemingskamer kan worden ontslagen, en bij het opzeggen van het vertrouwen in de gehele raad van commissarissen de Ondernemingskamer moet worden aangezocht om nieuwe commissarissen te benoemen. Wordt het volledige structuurregime toegepast, dan kan de aandeelhouder ook geen bestuurders benoemen, schorsen of ontslaan.
[332] Als gevolg van het hebben van een controlerende aandeelhouder kan een activistische aandeelhouder of bieder zonder steun van de controlerende aandeelhouder effectief geen campagne of bieding inzetten. Daarmee biedt een controlerende aandeelhouder *de facto* bescherming tegen dergelijke campagnes en biedingen.

In de literatuur worden meer beschermingsconstructies geïdentificeerd.[333] Gekozen is om aan te sluiten bij de traditionele en goed te identificeren beschermingsconstructies, die (a) in de regel met enige regelmaat worden toegepast en (b) het toepassen van de bedenktijd minder snel nodig of geheel overbodig kunnen maken. Het zijn allemaal beschermingsconstructies die ervoor zorgen dat het bestuur zichzelf niet, of in mindere mate, zou hoeven te beschermen tegen aandeelhouders die haar willen vervangen. Het overzicht blijft relatief breed, waarbij bijvoorbeeld ook de alternatieve bieder, de controlerende aandeelhouder en het enquêterecht als beschermingsconstructie worden gekwalificeerd. De twaalf hierboven genoemde beschermingsconstructies zijn in annex 8 beschreven en onderverdeeld in vier categorieën. Dit zijn (a) niet-statutaire *ad hoc* beschermingsconstructies, (b) statutaire *ad hoc* beschermingsconstructies, (c) permanente statutaire beschermingsconstructies en (d) permanente niet-statutaire beschermingsconstructies. Met deze categorieën worden verschillende keuzes inzichtelijk gemaakt. De eerste keuze is of de beschermingsconstructies een permanent of *ad hoc* karakter hebben. Hiermee wordt aangegeven of de beschermingsconstructie altijd aanwezig is ('permanent'), of in een specifieke bedreigende situatie moet worden ingeroepen ('*ad hoc*'). Bij sommige beschermingsconstructies is het onderscheid tussen permanent en *ad hoc* moeilijk(er) te maken. Denk bijvoorbeeld aan preferente beschermingsaandelen. Deze maatregel wordt weliswaar vooraf opgezet, maar beschermt slechts daadwerkelijk zodra de *call*-optie is ingeroepen.[334] Deze beschermingsconstructie is om die reden ingedeeld bij de *ad hoc* beschermingsconstructies. De tweede keuze is of de beschermingsconstructie een statutair karakter heeft, in tegenstelling tot beschermingsconstructies die door wet- of regelgeving worden mogelijk gemaakt zoals bijvoorbeeld het enquêterecht, de bedenktijd en de responstijd die de vennootschap op basis van de wet ter beschikking staan. Daarmee wordt duidelijk of de beursvennootschap – in de regel met steun van haar aandeelhouders – zelf een bewuste keuze heeft gemaakt om de bescherming in haar *governance* op te nemen, dan wel of deze bescherming een wettelijk gegeven is waarvoor – vooraf – geen keuze hoeft te worden gemaakt door de beursvennootschap.[335] Deze laatste categorie, de niet-statutaire *ad hoc* beschermingsconstructies, worden niet meegenomen in het empirisch onderzoek, omdat zij in beginsel door iedere beursvennootschap kunnen worden toegepast. Het hebben van een controlerende aandeelhouder is weliswaar een niet-statutaire beschermingsconstructie maar is wel (apart) onderzocht, waarbij een onderscheid is gemaakt tussen beursvennootschappen die

[333] Zie bijvoorbeeld de opsomming in: C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen. Beschouwingen over de vennootschapsrechtelijke, financieeltoezichtrechtelijke, contractuele en praktische aspecten van beursovernames (Serie Van der Heijden Instituut nr. 143)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019. Onder meer worden genoemd (a) de Pac-Man, (b) de poison pill, (c) alternatieve transacties of verkoop kroonjuwelen, (d) bescherming op dochterniveau, (e) maximum aandelenbezit en (f) *staggered boards*. Deze beschermingsconstructies komen relatief weinig voor (zoals Pac-Man en poison pill), zijn vaak moeilijk vooraf in kaart te brengen (zoals alternatieve transacties of verkoop kroonjuwelen) en/of functioneren maar in beperkte mate als een beschermingsconstructie in Nederland (zoals *staggered boards*). Toegegeven kan echter worden dat het gekozen onderscheid tussen de beschermingsconstructies die wel of niet worden meegenomen enigszins arbitrair is. De onderzoekers hebben uiteindelijk ergens de grens moeten trekken voor welke beschermingsconstructies voldoende relevant zijn.

[334] Zie voor meer informatie over de mechaniek van de *call*-optie: R.A.F. Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen*, Deventer: Kluwer 2018, hoofdstuk 4; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 643 e.v.

[335] Voor het structuurregime ligt dit genuanceerd. Soms kunnen beursvennootschappen ervoor kiezen het structuurregime op een lager niveau in de groep toe te passen en daardoor profiteren van een vrijstelling op het niveau van de beursvennootschap zelf, maar die mogelijkheid bestaat niet altijd.

een aandeelhouder met meer dan 30% van de aandelen hebben en beursvennootschappen die een aandeelhouder met meer dan 10% van de aandelen hebben (maar niet meer dan 30%).[336]

Hierboven is al benoemd dat de oligarchische clausule één van de beschermingsconstructies is waarnaar wordt gekeken. Een oligarchische clausule is een statutaire bepaling waarbij een bevoegdheid van een individuele aandeelhouder of de algemene vergadering wordt ingeperkt doordat de uitoefening van die bevoegdheid (i) ten dele afhankelijk wordt gemaakt van een ander orgaan of een derde of (ii) wordt bemoeilijkt.[337] Er zijn veel verschillende vormen van oligarchische clausules, maar er kan een aantal bredere categorieën worden onderscheiden. Voor dit onderzoek is uitgegaan van vier categorieën:

1. clausules die het initiatiefrecht wegnemen van de algemene vergadering en bij een ander orgaan of een derde leggen;
2. clausules waarbij het nemen van een besluit van de algemene vergadering voorwaardelijk wordt gemaakt aan voorafgaande goedkeuring door een ander orgaan, zoals het bestuur of de raad van commissarissen, of een derde;
3. clausules waarbij het effectueren van een besluit van de algemene vergadering voorwaardelijk wordt gemaakt aan goedkeuring achteraf door een ander orgaan, zoals het bestuur of een raad van commissarissen, of een derde; en
4. clausules die een verzwaarde drempel voor besluitvorming door de algemene vergadering voorschrijven.[338]

Vervolgens is in (relatief) brede zin gekeken naar bevoegdheden waarbij deze categorieën van oligarchische clausules een rol kunnen spelen. Dit zijn (i) uitgifte van aandelen; (ii) benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen; en (iii) statutenwijziging en ontbinding.

Daarnaast verdient opmerking dat de twaalf beschermingsconstructies niet allemaal in dezelfde mate maatregelen zijn die naar aard, doel en strekking met de bedenktijd overeenkomen.[339] Hierna zullen eerst de empirische bevindingen rondom het gebruik van beschermingsconstructies worden toegelicht. Vervolgens zal worden ingegaan op de vraag in hoeverre deze maatregelen daadwerkelijk naar aard, doel en strekking overeenkomen met de bedenktijd.

Verder kan een beursvennootschap er voor kiezen om 'onbeschermd' te zijn, in die zin dat de vennootschap in haar statuten overeenkomstig artikel 2:359b BW bepaalt dat een openbaar bod

---

[336] Zie de methodologie in annex 9 voor een nadere toelichting hoe dit is bepaald.

[337] B. Kemp & S.A. Renshof, 'Het gebruik van oligarchische clausules bij benoeming en ontslag door Nederlandse Beursvennootschappen', *MvO* 2020/3.2. Zie over oligarchische clausules onder meer G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 59; R.G.J. Nowak, 'Inperking van het agenderingsrecht door oligarchische besluitvormingsclausules', in: C.D.J. Bulten, M.P. Nieuwe Weme & N.S.G.J. Vermunt, *Vertrouwen in het ondernemingsrecht en het financiële recht*, Deventer: Wolters Kluwer 2017; A.G.H. Klaassen, *Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2007, p. 131 e.v.; G.J. Boelens, *Oligarchische clausules in statuten van naamloze vennootschappen*, Kampen: J.H. Kok N.V. 1946.

[338] Zie voor een sterk vergelijkbare verdeling: G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 59; B. Kemp & S.A. Renshof, 'Het gebruik van oligarchische clausules bij benoeming en ontslag door Nederlandse beursvennootschappen', *MvO* 2020/3.2.

[339] Hetgeen een van de elementen is voor de Ondernemingskamer om de toepassing van de bedenktijd te beëindigen (artikel 2:114b lid 4 sub c BW).

op aandelen uitgegeven door de vennootschap, kort samengevat, tot gevolg heeft dat zij gedurende een openbaar bod geen beschermingsconstructies zal nemen zonder voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering.[340] Dit is onder meer relevant omdat het de toepassing van de bedenktijd blokkeert.[341] Als onderdeel van de inventarisatie naar het gebruik van de twaalf beschermingsconstructies, is ook gekeken in hoeverre er beursvennootschappen zijn die artikel 2:359b BW toepassen en dus bijna volledig onbeschermd zijn.[342] Zoals hieronder uiteengezet, blijkt uit het onderzoek dat geen enkele vennootschap deze bepaling heeft toegepast.

3.3.2 Resultaten empirisch onderzoek

Bij de 86 beursvennootschappen is gekeken in de jaarverslagen en statuten om vast te stellen welke beschermingsconstructies zij hebben. Er is gekeken naar de statuten zoals die in de Kamer van Koophandel per 1 juli 2024 waren opgenomen en de meest recent gepubliceerde jaarverslagen. Daarbij is allereerst nagegaan hoeveel vennootschappen beschermingsconstructies hebben zoals hierboven waren opgenomen. Dit geeft het volgende beeld:

Beschermingsconstructies	**Aantal**
Oligarchische clausules	85
Preferente aandelen en stichting continuïteit	30
Certificering	4
Structuurregime	19
Prioriteitsaandelen	8
Beperking stemrecht en stemrechtloze aandelen	2
Loyaliteitsaandelen / meervoudig stemrecht	1
Onbeschermd[343]	1
Bewust onbeschermd (art. 2:359b BW)	0

Tabel 4: overzicht van aantal beschermingsconstructies toegepast door de 86 onderzochte beursvennootschappen.

Zoals ook in eerdere onderzoeken al werd vastgesteld,[344] maakt het overgrote deel van de Nederlandse beursvennootschappen gebruik van oligarchische clausules. Alleen Ease2Pay N.V. heeft in haar statuten geen oligarchische clausules opgenomen, en ook overigens geen

[340] Zie nader paragraaf 2.5.4.
[341] M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, afl. 6.
[342] Zij kunnen slechts gebruikmaken van de 'alternatieve bieder' als beschermingsconstructie conform artikel 2:359 lid 1 sub a BW.
[343] Dit houdt in dat de beursvennootschap helemaal geen beschermingsconstructies heeft, inclusief oligarchische clausules, maar niet heeft geopteerd voor toepassing van artikel 2:359b BW.
[344] Zie bijvoorbeeld: B. Kemp & A.S. Renshof, 'Het gebruik van oligarchische clausules bij benoeming en ontslag door Nederlandse beursvennootschappen', *MvO* 2020/3.2, p. 55; P.L. Hezer & B. Kemp, 'De mogelijkheid tot statutenwijziging en de oligarchische clausule: historie, praktijk en dogmatiek (I)', *WPNR* 2019/7222, p. 26-35; P.L. Hezer & B. Kemp, 'De mogelijkheid tot statutenwijziging en de oligarchische clausule: historie, praktijk en dogmatiek (II, slot)', *WPNR* 2019/7223, p. 47-53.

andere beschermingsconstructies.[345] Op het gebruik van deze clausules wordt hieronder nog verder ingegaan. Verder valt op dat 30 beursvennootschappen gebruikmaken van een stichting continuïteit, 19 van het structuurregime en acht van prioriteitsaandelen. Dit zijn daarmee regelmatig gebruikte beschermingsconstructies, waarbij de stichting continuïteit het populairst is. Certificering komt vier keer voor, de beperking van het stemrecht en stemrechtloze aandelen komt twee keer voor, en loyaliteitsaandelen of meervoudig stemrecht komen één keer voor, en worden daarmee amper toegepast.[346]

Een substantieel aantal beursvennootschappen maakt gebruik van meer dan één beschermingsconstructie. Het overzicht hieronder laat zien in hoeverre sprake is van 'stapeling' en hoe hoog die stapeling is.

Aantal beschermingsconstructies	**Aantal**
Vijf beschermingsconstructies	1
Vier beschermingsconstructies	1
Drie beschermingsconstructies	17
Twee beschermingsconstructies	23
Eén beschermingsconstructie	43
Geen beschermingsconstructie	1

Tabel 5: overzicht van stapeling van beschermingsconstructies door de 86 onderzochte beursvennootschappen.

Hoewel een substantieel deel (ongeveer de helft) van de beursvennootschappen gebruikmaakt van meerdere beschermingsconstructies, zijn er maar weinig beursvennootschappen waarbij sprake is van een stapeling van drie of meer beschermingsconstructies. TKH Group N.V. is de enige beursvennootschap met vijf beschermingsconstructies. Deze beschermingsconstructies bieden bovendien een sterke bescherming, aangezien het gaat om een stichting continuïteit, prioriteitsaandelen, certificering, het structuurregime en oligarchische clausules. Hierbij dient te worden opgemerkt dat het gaat om aanvullende beschermingsconstructies naast de beschermingsconstructies die iedere vennootschap al ter beschikking staan, zoals het aantrekken van een alternatieve bieder, het enquêterecht, de responstijd en de bedenktijd. Hieronder in tabel 6 is ook een overzicht opgenomen van de beschermingsconstructies die naast elkaar worden gehanteerd. Het gaat daarbij om het aantal beursvennootschappen dat naast de beschermingsconstructie in de eerste kolom ook een beschermingsconstructie hebben zoals benoemd op de horizontale as. Ter illustratie: vier vennootschappen met een stichting continuïteit hebben ook prioriteitsaandelen, en 12 vennootschappen hebben ook het structuurregime.

[345] Zo volgt uit de meest recente statuten zoals opgenomen in de Kamer van Koophandel. Dit in tegenstelling tot hetgeen in haar prospectus van 16 september 2022 stond opgenomen. Daar werd wel degelijk gerefereerd aan oligarchische clausules, in ieder geval rondom voorstellen om de statuten te wijzigen alsook ontbinding van de vennootschap (p. 63 van het prospectus).

[346] Voor loyaliteitsaandelen en meervoudig stemrecht kan daarbij worden opgemerkt dat die vooral bij beursvennootschappen met alleen een notering buiten Nederland vaker lijkt te worden toegepast. Zie voor een overzicht van beursvennootschappen met loyaliteitsaandelen en meervoudig stemrecht en hoe die worden gestructureerd: F.C.M. In De Braekt, 'Limitations to the Development of Loyalty Shares in the Netherlands?', *ECL* 2023/2.

Beschermingsconstructies	Stichting continuïteit	Prioriteits-aandelen	Loyaliteits-aandelen/ meervoudig stemrecht	Certificering	Structuur-regime	Oligarchische clausule	Beperking stemrecht en stemrechtloze aandelen
Stichting continuïteit		4	0	2	12	31	1
Prioriteitsaandelen	4		0	1	3	8	0
Loyaliteitsaandelen / meervoudig stemrecht	0	0		0	0	1	0
Certificering	2	1	0		3	4	0
Structuurregime	12	3	0	3		19	0
Oligarchische clausule	31	8	1	4	19		2
Beperking stemrecht en stemrechtloze aandelen	1	0	0	0	0	2	

Tabel 6: overzicht van beschermingsconstructies die met elkaar worden gecombineerd door de 86 onderzochte beursvennootschappen.

Hiervoor werd er al aan gerefereerd dat nagenoeg alle onderzochte beursvennootschappen gebruikmaken van oligarchische clausules (85 van de 86, dus afgerond 99%), alsook dat de oligarchische clausules kunnen worden onderverdeeld in vier categorieën, zijnde (i) wegnemen van het initiatiefrecht, (ii) goedkeuring vooraf, (iii) goedkeuring achteraf en (iv) een verzwaarde drempel voor het nemen van besluiten door aandeelhouders. Veel vennootschappen maken gebruik van meerdere categorieën van oligarchische clausules, zoals ook volgt uit de tabellen hieronder.

Oligarchische clausules	**Aantal**
(i) Initiatiefrecht	81
(ii) Verzwaarde drempel	75
(iii) Goedkeuring vooraf	55
(iv) Goedkeuring achteraf	2

Tabel 7: overzicht van oligarchische clausules gebruikt door de 86 onderzochte beursvennootschappen.

Aantal oligarchische clausules	**Aantal**
Vier oligarchische clausules	2
Drie oligarchische clausules	46
Twee oligarchische clausules	28
Eén oligarchische clausule	9
Geen oligarchische clausules	1

Tabel 8: overzicht van aantal oligarchische clausules dat op elkaar wordt gestapeld door de 86 onderzochte beursvennootschappen.

Deze cijfers lijken de conclusie te rechtvaardigen dat (a) een absolute meerderheid van de beursvennootschappen drie van de vier categorieën oligarchische clausules toepast, (b) de categorie ‘goedkeuring achteraf’ amper wordt toegepast, (c) een zeer grote meerderheid (76 van de 86 vennootschappen) ten minste twee categorieën van oligarchische clausules toepast en (d) slechts twee vennootschappen (ASML Holding N.V. & Koninklijke Philips N.V.) alle categorieën van oligarchische clausules toepassen. Hieronder is een overzicht opgenomen van de categorieën van oligarchische clausules die naast elkaar worden gehanteerd.

Oligarchische clausules	(i) Initiatiefrecht	(ii) Verzwaarde drempel	(iii) Goedkeuring vooraf	(iv) Goedkeuring achteraf
(i) Initiatiefrecht		70	54	2
(ii) Verzwaarde drempel	70		49	2
(iii) Goedkeuring vooraf	54	49		2
(iv) Goedkeuring achteraf	2	2	2	

Tabel 9: overzicht van oligarchische clausules die met elkaar worden gecombineerd door de 86 onderzochte beursvennootschappen.

Tot slot is bij het bestuderen van deze cijfers nog van belang dat een aantal vennootschappen een controlerende aandeelhouder heeft. Daarbij is allereerst gekeken naar aandeelhouders die alleen of tezamen ten minste 30% van de aandelen houden. In dat geval kan immers in de regel worden gesproken van *de facto* controle over de beursvennootschap. De tweede categorie zijn aandeelhouders die alleen of tezamen 10% van de aandelen houden. In dat geval kan wat ons betreft worden gesproken van een substantiële aandeelhouder die zich in de regel actiever zal opstellen.[347] Dat leidt tot het volgende overzicht:

Aandeelhouders	Aantal
Aandeelhouders met meer dan 30% van de aandelen	34
Aandeelhouders met meer dan 10% van de aandelen (maar niet meer dan 30%)	36

Tabel 10: vennootschappen met een controlerende aandeelhouder (30% respectievelijk 10% (maar niet meer dan 30%) van de aandelen) door de 86 onderzochte beursvennootschappen.

Vennootschappen met een controlerende aandeelhouder, zeker wanneer die meer dan 30% van de uitstaande aandelen in het kapitaal van de vennootschap houdt, hebben minder belang bij uitvoerige beschermingsconstructies. Daarbij is wel van belang dat de achtergrond van de aandeelhouders bij de individuele beursvennootschappen kan verschillen. Soms betreft het, zeker bij de aandeelhouders met meer dan 10% van aandelen, institutionele beleggers, zoals Blackrock of NN Group. Vooral voor de aandeelhouders met meer dan 30% van aandelen geldt dat in de regel sprake is van een zekere mate van controle van de controlerende aandeelhouder over de beursvennootschap, die zich ook zal vertalen in een nauwere band tussen de vennootschapsleiding en de controlerende aandeelhouder. Dit kan ertoe leiden dat de aanwezigheid van beschermingsconstructies minder relevant is als bescherming tegen overnamebiedingen. De bedenktijd en andere beschermingsconstructies kunnen wel nog relevant zijn als bescherming tegen de controlerende aandeelhouder zelf.

3.3.3 Samenloop van de bedenktijd met andere beschermingsconstructies?

Zoals hiervoor al is uiteengezet, is uit het onderzoek gebleken dat de wettelijke bedenktijd sinds de invoering niet is toegepast. Er is dan ook geen antwoord te geven op de vraag of sprake is geweest van samenloop van de wettelijke bedenktijd met andere beschermingsconstructies. Wel is door meerdere geïnterviewden uitgesproken dat van de bedenktijd een ontmoedigende werking uitgaat, zoals verder wordt besproken in hoofdstuk 4. Daarvoor kan wel relevant zijn

[347] Percentages zoals bijvoorbeeld 9,9% of 29,9% zijn naar boven afgerond en dus ook in dit schema meegenomen.

in hoeverre de bedenktijd samenloopt met andere beschermingsconstructies. Daarnaast kan de mate van samenloop van de bedenktijd met andere beschermingsconstructies ook bijdragen aan het antwoord op de vraag of de bedenktijd toegevoegde waarde heeft ten opzichte van andere beschermingsconstructies.

Hiervoor in paragraaf 2.6.5 e.v. is reeds toegelicht wat bij de totstandkoming van de bedenktijd is geschreven over de samenloop van beschermingsconstructies met de wettelijke bedenktijd. De minister wijst hierop in reactie op vragen van de VVD in de nota naar aanleiding van het verslag, waarbij wordt opgemerkt dat de Ondernemingskamer kan beoordelen of beschermingsconstructies hetzelfde doel hebben. Daarbij wordt specifiek gerefereerd aan bescherming preferente aandelen als zijnde beschermingsconstructies die een met de bedenktijd vergelijkbaar doel hebben.[348] In het amendement Van Gent werd vervolgens specifiek gewezen op preferente beschermingsaandelen, certificering en de responstijd.[349] Voor deze paragraaf gaan we ervan uit dat van samenloop sprake is, althans kan zijn, wanneer (a) met een beschermingsconstructie hetzelfde effect kan worden bereikt als met de wettelijke bedenktijd of (b) de beschermingsconstructie de toepassing van de bedenktijd overbodig maakt.[350] Daarbij is het belangrijk om drie opmerkingen te maken.

Ten eerste, in sommige gevallen kan een andere beschermingsconstructie weliswaar hetzelfde effect hebben als de wettelijke bedenktijd, maar zijn er genuanceerde verschillen tussen de beschermingsconstructies op het vlak van proportionaliteit, wie de maatregel kan inroepen, etc. Een voorbeeld hiervan is de stichting continuïteit met preferente beschermingsaandelen, welke beschermingsconstructie 30 van de 86 onderzochte beursvennootschappen hebben. Het gebruik

---

[348] *Kamerstukken II* 2019/20. 35367, nr. 6, p. 13-14: 'De rechter, bijvoorbeeld de Ondernemingskamer in het kader van de toetsing op grond van artikel 114b lid 4, onderdeel b, kan beoordelen of een ingezette beschermingsmaatregel hetzelfde doel heeft als de bedenktijd, of de gevolgen vergelijkbaar zijn, en of er sprake is van nadeel voor de betrokken aandeelhouders door de gecombineerde inzet van beschermingsmaatregelen. Bij het uitoefenen van een optie door een stichting continuïteit waarbij prioriteitsaandelen worden verkregen met extra zeggenschap, in reactie op een vijandig openbaar bod zou dit waarschijnlijk tot de conclusie leiden dat er sprake is van een met de bedenktijd onverenigbare beschermingsmaatregel en zal de bedenktijd worden beëindigd. Een algemene versterkte meerderheidseis voor besluiten die in de statuten is opgenomen om de zorgvuldigheid van besluitvorming in het algemeen te bevorderen, is daarentegen een andersoortige maatregel met een ander doel dan de bedenktijd en zal in beginsel wel toelaatbaar zijn, ook in combinatie met de bedenktijd.'

[349] *Kamerstukken II* 2020/21, 35367, nr. 15, p. 1: 'Daarbij is het aan de rechter om aan de hand van het doel, de aard en de strekking – in onderlinge samenhang bezien – van de voorliggende maatregel te beoordelen of er sprake is van een in een concreet geval met de bedenktijd onverenigbare maatregel die aanleiding moet geven voor beëindiging van de bedenktijd. Men kan denken aan vennootschappen die: (i) in het verleden een optie tot het verkrijgen van zogenoemde beschermingspreferente aandelen hebben toegekend aan een onafhankelijke stichting of een andere rechtspersoon en deze rechtspersoon de optie (geheel of gedeeltelijk) heeft uitgeoefend, (ii) aandelen hebben geplaatst bij een onafhankelijke rechtspersoon (een zogenoemd administratiekantoor) en vervolgens hebben meegewerkt aan de uitgifte van certificaten van aandelen. Hierbij geldt wel de voorwaarde dat de onafhankelijke rechtspersoon de mogelijkheid moet hebben benut om geen stemvolmachten toe te kennen aan de houders van certificaten van aandelen in de in artikel 2:118a lid 2 BW genoemde situaties. Het gaat daarbij onder meer om vijandige overnamesituaties en situaties waarin naar het oordeel van de onafhankelijke rechtspersoon uitoefening van het stemrecht door een houder van certificaten wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming, en (iii) de zogenoemde responstijd op grond van best practice bepaling 4.1.7 van de Nederlandse corporate governance code hebben ingeroepen. Of deze maatregelen in een concrete casus onverenigbaar zijn met de bedenktijd, zal telkens door de rechter moeten worden beoordeeld, aan de hand van de aard, het doel en de strekking van de maatregel.'

[350] Waarbij zij opgemerkt dat dit een bredere uitleg lijkt te zijn dan de beschrijving die Timmermans, Breukink en Van Olffen hieraan geven. Zie voor hun beschrijving: E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.3.3.2, p. 405-406; M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, afl. 6, p. 222-223; R.A.F. Timmermans, 'Nieuwe regels voor de stichting continuïteit', *OR* 2020/158, afl. 17, p. 924.

van die beschermingsconstructie heeft tot gevolg dat de beslissingsbevoegdheid feitelijk voor bepaalde duur wordt weggenomen van de andere aandeelhouders, waardoor de vennootschapsleiding – in de regel – geen vrees hoeft te hebben voor onwelgevallige stempunten op een algemene vergadering van aandeelhouders. Het gebruik van de bedenktijd zou bij het inroepen van deze beschermingsconstructie in de regel overbodig worden. Het inroepen van de *call*-optie door de stichting continuïteit heeft echter veel verstrekkendere gevolgen dan de bedenktijd. Enerzijds omdat de feitelijke beslissingsmacht voor alle onderwerpen bij de andere aandeelhouders wordt weggenomen en een (meer bescheiden) deel van het winstrecht.[351] Anderzijds omdat de stichting de *call*-optie moet financieren en in dat kader kosten dient te maken die uiteindelijk via de beursvennootschap moeten worden vergoed. Bovendien kan de vennootschapsleiding niet zelf besluiten de *call*-optie uit te oefenen, maar moet het onafhankelijke bestuur van de stichting continuïteit dat doen. Het initiatief ligt in tegenstelling tot bij de wettelijke bedenktijd dus niet bij het bestuur van de beursvennootschap. Deze genuanceerde verschillen tussen de bedenktijd en preferente beschermingsconstructies kan ervoor zorgen dat het gepaster, praktischer en/of beter is dat de bedenktijd wordt ingeroepen.

Ten tweede, de reikwijdte en het effect van een beschermingsconstructie kunnen gedeeltelijk overlappen met de bedenktijd. Een goed voorbeeld hiervan zijn in sommige gevallen prioriteitsaandelen, oligarchische clausules en het structuurregime. Deze beschermingsconstructies kunnen de drempel verhogen en/of de mogelijkheid wegnemen voor een 'vijandige' aandeelhouder om een stempunt op de agenda te krijgen en het besluit vervolgens aan te nemen. Zo is het onder het structuurregime niet mogelijk voor aandeelhouders om individuele commissarissen door middel van een besluit van de algemene vergadering te ontslaan,[352] en kunnen aandeelhouders bij volledige toepassing van het structuurregime niet stemmen over de benoeming, schorsing en het ontslag van bestuurders.[353] Dat maakt de toepassing van de wettelijke bedenktijd voor specifiek die gevallen niet relevant, waardoor sprake is van samenloop. Het structuurregime loopt echter niet (altijd) samen met bescherming die gewenst is in het kader van een openbaar bod. Ook oligarchische clausules bieden niet altijd de bescherming die gewenst is onder een openbaar bod, met als bijkomend punt dat oligarchische clausules in bepaalde gevallen niet zozeer de mogelijkheid wegnemen voor aandeelhouders om het ontslag van een bestuurder of commissaris te agenderen, maar de drempel waarmee een dergelijk voorstel moet worden aangenomen verhogen.[354] Ook in die gevallen is sprake van een vorm van samenloop met de wettelijke bedenktijd, maar het maakt de wettelijke bedenktijd niet noodzakelijkerwijs een overbodige beschermingsconstructie.

Ten derde, als de vennootschap een grootaandeelhouder heeft die *de facto* de zeggenschap in een algemene vergadering geheel of nagenoeg geheel in handen heeft, dan zullen de vennootschapsleiding en die aandeelhouder in de regel – ieder vanuit hun eigen rol – goed met elkaar samenwerken en communiceren. Onder die omstandigheden is het in de meeste gevallen onwaarschijnlijk dat de bedenktijd een betekenisvolle rol zal spelen. Tegelijkertijd zijn er situaties denkbaar waarbij een controlerende aandeelhouder een bepaalde koerswijziging wil

[351] Zie hierover: G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 639.
[352] Artikel 2:161/271 BW. Een individuele commissaris kan slechts met tussenkomst van de Ondernemingskamer worden ontslagen, hetgeen zeldzaam is.
[353] Artikel 2:162/272 BW.
[354] B. Kemp & A.S. Renshof, 'Het gebruik van oligarchische clausules bij benoeming en ontslag door Nederlandse beursvennootschappen', *MvO* 2020/3.2, par. 4.2.1.3.

bewerkstelligen waarmee de vennootschapsleiding het oneens is, hetgeen tot een conflict kan leiden waarbij het inroepen van de wettelijke denktijd tot de mogelijkheden kan behoren.

Kortom, het is mogelijk dat de bedenktijd samenloopt met andere beschermingsconstructies, maar of de beschermingsconstructies dermate nauw samenlopen dat die een beëindiging van de bedenktijd door de Ondernemingskamer mogelijk maken of erop zouden wijzen dat een beursvennootschap de wettelijke bedenktijd niet nodig zou hebben, is in algemene termen niet vast te stellen. Dat moet in het concrete geval worden bepaald zoals ook volgt uit hetgeen de respondenten in de interviews hebben verklaard.

Wat opvalt is dat veel beursvennootschappen over beschermingsconstructies beschikken die in meer of mindere mate de vrees voor een stempunt in de zin van artikel 2:114b lid 2 BW zouden moeten beperken. Zo hebben veel beursvennootschappen oligarchische clausules die het moeilijk(er) maken voor aandeelhouders om het ontslag van commissarissen te bewerkstelligen[355], en kunnen certificering, het structuurregime en een stichting continuïteit met preferente aandelen het onmogelijk maken een individuele commissaris of bestuurder te ontslaan. Uit de hierboven uiteengezette cijfers blijkt dat veel vennootschappen gebruikmaken van dergelijke maatregelen.[356] Er zijn slechts 28 van de 86 beursvennootschappen die geen controlerende aandeelhouder met meer dan 30% van de aandelen hebben, geen preferente beschermingsaandelen hebben, niet het structuurregime toepassen en geen certificering hebben.

Deze beschermingsconstructies komen voor die beursvennootschappen bovenop de mogelijkheden die alle Nederlandse beursvennootschappen hebben, namelijk (i) het enquêterecht, (ii) de responstijd en (iii) het vinden van een alternatieve bieder. Ook met deze beschermingsconstructies kan, met uitzondering van (iii), in veel gevallen een vergelijkbaar effect als bij de toepassing van de bedenktijd worden gerealiseerd, namelijk het voor bepaalde tijd tegenhouden van een specifiek stempunt. Bovendien heeft de vennootschapsleiding onder omstandigheden ook de mogelijkheid een agendaonderwerp te weigeren op grond van artikel 2:8 BW.[357]

Dit alles noopt tot de conclusie dat de bedenktijd vooral moet worden gezien als één van de instrumenten in de gereedschapskist van de beursvennootschap. De bedenktijd kan het meest geschikte en proportionele instrument zijn onder specifieke omstandigheden, maar beursvennootschappen hebben ook andere instrumenten ter beschikking waarmee hetzelfde effect zou kunnen worden bereikt. Deze conclusie komt ook terug in de interviews, zoals hieronder wordt geanalyseerd.

3.4 Interviews en enquête over de meerwaarde van de bedenktijd

In de interviews en enquête werd gevraagd naar de mening van respondenten over de meerwaarde van de bedenktijd ten opzichte van de andere beschermingsconstructies.[358]

[355] Zie uitvoerig hierover: B. Kemp & A.S. Renshof, 'Het gebruik van oligarchische clausules bij benoeming en ontslag door Nederlandse beursvennootschappen', *MvO* 2020/3.2.
[356] Zie paragraaf 3.3.2.
[357] Zie paragraaf 2.2.4.
[358] De algemene methodologie van de enquête en interviews wordt besproken in paragraaf 1.4.1 en annex 4 bij dit rapport.

In de enquête werd respondenten gevraagd in welke mate zij het eens zijn met de stelling: 'de bedenktijd biedt een meerwaarde ten opzichte van de bestaande mogelijkheden voor het gebruik van beschermingsconstructies'. De vertegenwoordigers van beursvennootschappen geven met een grote meerderheid aan het (sterk) eens te zijn met de stelling, terwijl investeerders meestal antwoorden dat ze het (sterk) oneens zijn met de stelling. De meningen bij de externe adviseurs zijn ongeveer gelijk verdeeld.

In welke mate bent u het eens met de volgende stelling: 'de bedenktijd biedt een meerwaarde ten opzichte van de bestaande mogelijkheden voor het gebruik van beschermingsconstructies'.								
	Vennootschappen		**Adviseurs**		**Investeerders**		**Totaal**	
Sterk eens	4	31%	1	7%	1	6%	6	15%
Eens	5	38%	4	29%	3	19%	12	28%
Neutraal	1	8%	3	21%	0	0%	4	9%
Oneens	2	15%	3	21%	8	50%	13	30%
Sterk oneens	0	0%	2	14%	4	25%	6	14%
Geen mening	1	8%	1	7%	0	0%	2	5%
Totaal	13		14		16		43	

Tabel 11: antwoorden op vraag 7 van de enquête.

De bedoeling achter deze vraag was om te peilen of de bedenktijd een bijkomende bescherming biedt ten opzichte van de andere beschermingsconstructies. Uit de toelichtingen bij de antwoorden wordt echter duidelijk dat de vraag ook werd opgevat door de respondenten om hun positieve dan wel negatieve waardering over het aantal beschermingsconstructies uit te drukken. Zo gaf een investeerder die de Engelstalige versie van de enquête heeft ingevuld de volgende toelichting: *'From an investor perspective, it is not a "valuable addition". We do not like defensive measures'*. Een andere investeerder meldde in de toelichting: *'In its current form, it goes beyond a defensive measure. It makes a hostile take over impossible. It makes the board invincible while there should be accountability'*. Sommige investeerders wijzen er in de toelichting bij de antwoorden op de enquête op dat Nederlandse beursvennootschappen doorgaans reeds zeer goed beschermd zijn, zodat de bedenktijd onnodig zou zijn. Niettemin lijken ook investeerders te suggereren in de enquête dat de bedenktijd wel een extra instrument vormt in het bestaande arsenaal van beschermingsconstructies – zij zien die toevoeging echter als ongewenst.[359] Ook in de interviews met investeerders komt regelmatig naar voren dat de bijkomende bescherming die de bedenktijd biedt, niet gewenst is.

De meerwaarde van de bedenktijd ten opzichte van de andere beschermingsconstructies bestaat er volgens de respondenten van de enquête voornamelijk uit dat de bedenktijd 'een additioneel instrument in de gereedschapskist van Nederlandse beursondernemingen' is, zoals een investeerder het verwoordde in de toelichting bij de enquête. Een concreet voordeel van de bedenktijd dat terugkomt in de enquête en interviews is dat het een minder vergaande maatregel is dan andere beschermingsconstructies. Een ander voordeel van de bedenktijd dat wordt genoemd in de interviews is dat de bedenktijd kan worden ingeroepen door het bestuur zelf, met goedkeuring van de raad van commissarissen, terwijl bijvoorbeeld het bestuur van de

[359] Zo meldt een andere investeerder: 'De stapeling van beschermingsconstructies is onwenselijk. Door toevoeging van de wettelijke bedenktijd aan het wettelijk instrumentarium is sprake van een overdaad aan constructies die aandeelhouders effectief hinderen van hun (toch al zeer gemarginaliseerde) rechten gebruik te maken.'

stichting continuïteit beslist over de uitoefening van de *call*-optie op de preferente aandelen en daarmee het in stelling brengen van de beschermingsconstructie. Enkele externe adviseurs nuanceren echter dit laatste voordeel. Het bestuur van de stichting continuïteit en de leiding van de doelvennootschap hebben weliswaar ieder hun eigen verantwoordelijkheden en nemen autonoom hun beslissingen, maar zij zullen wel goed met elkaar moeten overleggen over de gevolgen van bepaalde handelingen.

Ook wordt opgemerkt in de interviews dat de bedenktijd nuttig is voor beursvennootschappen die geen andere beschermingsconstructie hebben, of waarvan de beschermingsconstructies binnenkort aflopen. De bedenktijd is immers van toepassing op alle Nederlandse beursvennootschappen, zonder dat goedkeuring van de algemene vergadering nodig is. Uit de empirische gegevens in paragraaf 3.3 blijkt echter dat op één vennootschap na alle Nederlandse beursvennootschappen beschikken over minstens één beschermingsconstructie, en dat ongeveer de helft van de vennootschappen er twee heeft (vaak oligarchische clausules en een stichting continuïteit). Zo veel onbeschermde vennootschappen zijn er dus niet in Nederland.

Uit de enquête blijkt dat de meeste vertegenwoordigers van beursvennootschappen de bedenktijd als een meerwaarde beschouwen ten opzichte van de andere beschermingsconstructies, omwille van de hierboven genoemde redenen. In het algemeen lijken de externe adviseurs en investeerders sceptischer te zijn over de meerwaarde van de bedenktijd, en vermoeden zij dat deze niet snel zal worden ingeroepen door een vennootschap. Sommigen verwachten bijvoorbeeld dat het bestuur eerder een agendapunt zal weigeren, bijvoorbeeld op grond van de redelijkheid en billijkheid, dan dat de bedenktijd wordt ingeroepen.[360] Anderen wijzen op de hierboven genoemde voordelen, al geven zij wel aan dat deze voordelen relatief beperkt zijn.

3.5 Conclusie

In dit hoofdstuk stond de volgende onderzoeksvraag centraal: hoe vaak, op welke wijze en waarom is de wet toegepast en is er samenloop met andere beschermingsconstructies geweest?

Uit het onderzoek kan met een grote mate van zekerheid worden geconcludeerd dat de bedenktijd nog niet is toegepast. Dit wil zeggen dat er ook geen gevallen zijn geweest van samenloop van de bedenktijd met andere beschermingsconstructies. Wel is het zo dat Nederlandse beursvennootschappen andere beschermingsconstructies ter beschikking staan naast de bedenktijd. Een mogelijke verklaring voor het niet inroepen van de bedenktijd kan gelegen zijn in het feit dat Nederlandse beursvennootschappen al voldoende in staat zijn om zich te beschermen tegen vijandige overnames en aandeelhoudersactivisme en dat de bedenktijd niet als een effectieve beschermingsconstructie wordt gezien. Om dit na te gaan, is in dit hoofdstuk een inventarisatie gemaakt van de beschermingsconstructies bij Nederlandse vennootschappen met een beursnotering in Nederland op het moment van het onderzoek.

Nederlandse beursvennootschappen blijken over het algemeen goed beschermd te zijn. Er zijn geen beursvennootschappen die in hun statuten opteren voor de zogenaamde *no frustration rule* in de zin van artikel 2:359b BW, waardoor het bestuur na de aankondiging van een openbaar bod geen handelingen mag verrichten die het slagen van het bod kunnen frustreren. Slechts één vennootschap van de 86 heeft geen enkele beschermingsconstructie. 85 van de 86 beursvennootschappen hebben oligarchische clausules. Daarnaast is er een groot aantal

[360] Zie hierboven in paragraaf 2.2.4 over de mogelijkheid om een agendapunt te weigeren.

vennootschappen dat via certificering, het structuurregime en een stichting continuïteit met preferente aandelen het aandeelhouders onmogelijk kan maken om een individuele commissaris of bestuurder te ontslaan. Een substantieel deel (ongeveer de helft) van de beursvennootschappen heeft meerdere beschermingsconstructies. Er zijn echter maar weinig beursvennootschappen met een stapeling van drie of meer beschermingsconstructies. Slechts 28 van de 86 beursvennootschappen heeft geen grootaandeelhouder met meer dan 30% van de aandelen, geen preferente beschermingsaandelen, past niet het structuurregime toe of heeft geen certificering. De genoemde beschermingsconstructies komen voor die beursvennootschappen bovenop de mogelijkheden die alle Nederlandse beursvennootschappen hebben om via het enquêterecht en de responstijd in veel gevallen een vergelijkbaar effect als bij de toepassing van de bedenktijd te realiseren, namelijk het voor bepaalde tijd tegenhouden van een specifiek stempunt. Bovendien heeft de vennootschapsleiding onder omstandigheden ook de mogelijkheid om een agendaonderwerp te weigeren op grond van de redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8 BW).

In de enquête en interviews werd ook gevraagd of de bedenktijd een meerwaarde biedt ten opzichte van de bestaande beschermingsconstructies. Uit de enquête blijkt dat de vertegenwoordigers van beursvennootschappen met een grote meerderheid aangeven het (sterk) eens te zijn met de stelling dat de bedenktijd een meerwaarde heeft ten opzichte van andere beschermingsconstructies. Investeerders zijn het vaak oneens met de stelling dat de bedenktijd een 'meerwaarde' heeft ten opzichte van andere beschermingsconstructies, maar hun antwoord lijkt vooral ingegeven door hun mening dat bijkomende beschermingsconstructies niet gewenst zijn. De meningen bij de externe adviseurs lopen ook op dit punt weer uiteen en zijn ongeveer gelijk verdeeld. De meerwaarde van de bedenktijd zou vooral gelegen zijn in het feit dat de bedenktijd een additioneel beschermingsinstrument is naast de andere beschermingsconstructies. Het voordeel is dat de bedenktijd een minder vergaande maatregel is dan een aantal andere beschermingsconstructies en dat die door het bestuur (en de raad van commissarissen) kan worden ingeroepen zonder dat daarvoor goedkeuring of medewerking nodig is van externe partijen zoals bij een aantal andere beschermingsconstructies (bijvoorbeeld de uitoefening van een *call*-optie op preferente aandelen door een stichting continuïteit).

Hoofdstuk 4 De preventieve werking van de bedenktijd

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk staat de vraag centraal: *gaat er een preventieve werking van de wet uit? Zo ja, hoe, zo nee, waarom niet?*

Onder de preventieve werking wordt verstaan het feit dat de wettelijke bedenktijd een zodanige invloed heeft op aandeelhoudersactivisten en potentiële bieders dat het hen afschrikt in die zin dat zij beslissen om geen vijandige biedingen of activistische campagnes door te zetten tegen de wil van het bestuur omdat men weet dat het bestuur gebruik kan maken van de wettelijke bedenktijd, zonder dat het bestuur daadwerkelijk de bedenktijd hoeft in te roepen.[361] Daarnaast is het mogelijk dat de wet een preventieve werking heeft in die zin dat deze vijandige bieders en aandeelhoudersactivisten reeds op voorhand aanspoort om bij hun acties rekening te houden met de lange termijn en de belangen van de *stakeholders*.[362]

De preventieve werking van de bedenktijd is empirisch op vijf manieren onderzocht:

1. Ten eerste is onderzocht of het aantal (vijandige) biedingen gedaald is na de inwerkingtreding van de wet (paragraaf 4.2);
2. Ten tweede is onderzocht of vennootschappen na de inwerkingtreding van de wet meer en sterkere *non-financial covenants* opnemen om *stakeholders* te beschermen (paragraaf 4.3);
3. Ten derde is in de enquête en interviews gevraagd of de bedenktijd vijandige bieders kan ontmoedigen (paragraaf 4.4).
4. Ten vierde is onderzocht of het aantal activistische campagnes gedaald is na de inwerkingtreding van de wet (paragraf 4.5);
5. Ten vijfde is in de enquête en interviews gevraagd of de bedenktijd aandeelhoudersactivisten kan ontmoedigen (paragraaf 4.6).

4.2 Analyse van overnamebiedingen

De hypothese dat de bedenktijd een preventieve werking heeft met betrekking tot overnamebiedingen, houdt in essentie in dat de inwerkingtreding van de wet gepaard zou gaan met een daling van het aantal vijandige overnamebiedingen. Het idee is dat het bestuur via de bedenktijd een sterker instrument heeft om zich te beschermen tegen vijandige bieders, waardoor bieders minder snel geneigd zijn om een vijandig bod uit te brengen, en er dus een bepaalde categorie van overnamebiedingen (namelijk de vijandige biedingen) volledig weg valt. Ook initieel ongevraagde, maar later vriendelijke biedingen zouden minder frequent kunnen voorkomen na de bedenktijd, als bieders afgeschrikt worden om het bestuur te benaderen of afdruipen als het bestuur initieel afwijzend reageert, omdat het bestuur door de

[361] We baseren ons voor deze definitie op de opmerkingen die over de preventieve werking werden gegeven tijdens de parlementaire behandeling: 'Een belangrijke werking van [de wettelijke bedenktijd] kan zijn dat die nooit in werking wordt gesteld, maar wel preventief werkt. Alleen al het feit dat de mogelijkheid bestaat, kan voorkomen dat er pogingen worden gedaan tot vijandige overnames […]. Ik zou willen vragen om, als mijn amendement om de evaluatie over vijf jaar te laten plaatsvinden het redt, dan wel goed te kijken en in het onderzoek mee te nemen wat de preventieve werking ervan is geweest. Dat zal best methodologisch ingewikkeld zijn, maar dat lijkt mij een belangrijk onderdeel, los van alleen maar kijken of het in de praktijk daadwerkelijk is ingeroepen en wat er toen gebeurd is.' (*Handelingen II* 2020/21, nr. 97, item 18, p. 2)

[362] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 12.

bedenktijd een sterkere positie heeft om een bod tegen te houden. Daarnaast is het ook mogelijk dat vijandige bieders eerder geneigd zijn om te onderhandelen met de doelvennootschap. Dit zou moeten leiden tot een afname na de inwerkingtreding van de bedenktijd van het aantal vijandige biedingen en een toename van het aantal initieel ongevraagde maar later vriendelijke biedingen. Deze hypotheses worden in deze paragraaf onderzocht, al moet in het achterhoofd worden gehouden dat het aantal biedingen en of wordt gekozen voor een vriendelijke of vijandige route ook afhankelijk is van verschillende andere factoren dan de bedenktijd.

Ten slotte is het mogelijk dat de bedenktijd een preventieve werking heeft doordat de bedenktijd het bestuur de ruimte geeft over betere voorwaarden voor de relevante aandeelhouders en andere *stakeholders* te onderhandelen bij een overnamebieding. Deze hypothese wordt in paragraaf 4.3 onderzocht, waar het gebruik van zogenaamde *'non-financial covenants'* voor en na de inwerkingtreding van de bedenktijd wordt geanalyseerd.

De methodologie voor het verzamelen van de lijst met overnamebiedingen wordt uiteengezet in annex 10. Via de daar beschreven methode is een lijst tot stand gekomen met 73 overnamebiedingen tussen januari 2011 en maart 2024 op Nederlandse vennootschappen. Voor dit deel van het empirisch onderzoek werden geen overnamebiedingen op Nederlandse vennootschappen met een buitenlandse notering onderzocht, zoals verder toegelicht in annex 10. Annex 11 bevat de lijst van overnamebiedingen. In deze lijst van overnamebiedingen zijn zowel biedingsberichten als aankondigingen van een voorgenomen bieding opgenomen.[363] Daarnaast wordt voor de periode 2001-2010 gebruik gemaakt van de data die werden verzameld door de AFM voor deze periode.[364]

Tabel 12 geeft enkele beschrijvende statistieken weer over de overnamebiedingen die werden bestudeerd, waarbij voor de periode 2001-2011 louter de data van de AFM worden gerapporteerd. Voor de daaropvolgende periodes is gebruik gemaakt van de data die door het onderzoeksteam zijn verzameld. Voor die periodes is in de tabel een onderscheid gemaakt tussen overnamebiedingen voor de inwerkingtreding van de bedenktijd (1 januari 2011 tot 1 mei 2021) en na de inwerkingtreding van de bedenktijd (1 mei 2021 tot maart 2024). De tabel geeft ook inzicht in de periode van drie jaar voor de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd (1 mei 2018 tot 1 mei 2021), omdat dit de vergelijking vergemakkelijkt met de drie jaar na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd. Overnamebiedingen worden ingedeeld in de verschillende periodes op basis van de datum van het eerste persbericht waarin melding wordt gemaakt van het (voorgenomen) bod.[365] Figuur 1 laat de evolutie zien van de verschillende soorten overnamebiedingen in de tijd, enkel op basis van de zelf verzamelde onderzoeksdata.

[363] In dat laatste geval is het mogelijk dat uiteindelijk geen formeel biedingsbericht door de AFM is goedgekeurd.
[364] De AFM gebruikte ook een indeling van overnamebiedingen in vriendelijk, vijandig en neutraal, maar maakt geen gebruik van de categorie 'initieel ongevraagd, later vriendelijk'. De classificatie van de AFM werd niet geverifieerd door het onderzoeksteam
[365] In paragraaf 3.2.2 werd een ander criterium gebruikt om de overnamebiedingen voor en na de Wet bedenktijd in te delen, namelijk op basis van de vraag of het overnameproces nog steeds gaande was. Dat is voor het effectief gebruik van de bedenktijd (maar niet voor de preventieve werking van de bedenktijd) een logischer criterium. Daarom kunnen de cijfers in de tabel hieronder enigszins afwijken van de cijfers in paragraaf 3.2.2.

	2001-2010	1 januari 2011 tot 1 mei 2021	1 mei 2018 tot 1 mei 2021	Na 1 mei 2021	Totale periode
Overnamebiedingen	113	58	14	15	186
Gemiddeld aantal per jaar[366]	12,3	6,1	4,67	5	8,3
Voltooide overnamebiedingen	78	32	10	11	121
Gemiddeld aantal per jaar[367]	7,8	3,7	3,33	3,67	5,4
Vijandige overnamebiedingen	14	10	2	1	25
Initieel ongevraagde, maar later vriendelijke biedingen	/	12	5	4	21

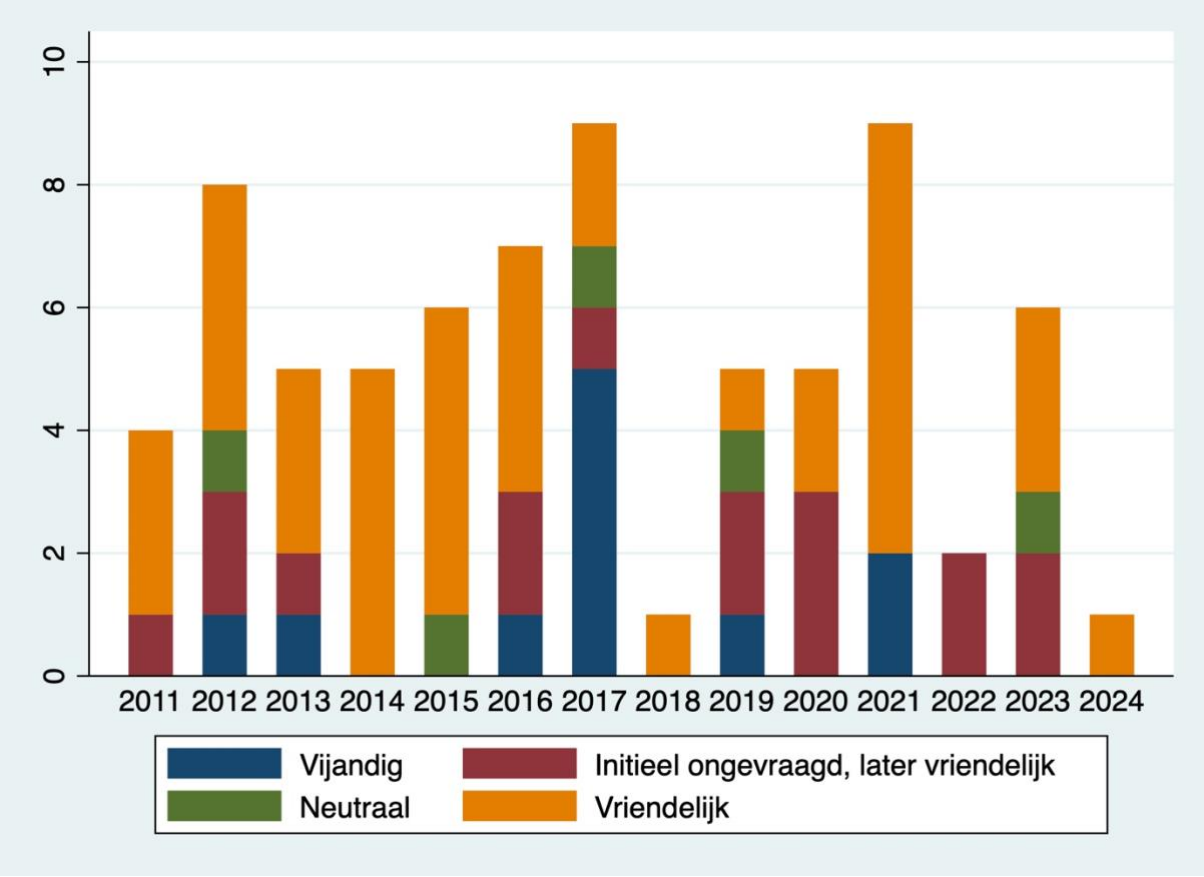
Tabel 12: overnamebiedingen voor en na de Wet bedenktijd, op basis van eigen classificaties (na 1 januari 2011) en van data van het AFM (2001-2010).

Uit tabel 12 blijkt dat er gemiddeld ongeveer acht overnamebiedingen per jaar zijn op Nederlandse beursvennootschappen, al lijkt dit in de periode na 2010 te dalen. Voorts blijkt er geen duidelijke neerwaartse trend te zijn in het aantal overnamebiedingen na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd: het aantal overnamebiedingen blijft ongeveer gelijk, al zijn de aantallen erg klein. Het aantal overnamebiedingen zegt echter weinig over de impact van de bedenktijd omdat de bedenktijd voornamelijk vijandige biedingen kan ontmoedigen maar niet noodzakelijk een invloed heeft op vriendelijke overnamebiedingen. De bedenktijd zou er net voor kunnen zorgen dat vijandige biedingen sneller vriendelijk worden. Ook kan het aantal overnamebiedingen beïnvloed worden door andere factoren, zoals de economische conjunctuur, de interestvoeten, etc.

[366] Bij de kolom 2001-2010 wordt het gemiddelde genomen over tien jaar, bij de kolom 1 januari 2011 tot 1 mei 2021 over 9,5 jaar, bij de kolom 1 mei 2018 tot 1 mei 2021 over drie jaar, bij de kolom na mei 2021 ook over drie jaar, en bij de totale periode over 22,5 jaar.
[367] Bij de kolom 2001-2010 wordt het gemiddelde genomen over tien jaar, bij de kolom 1 januari 2011 tot 1 mei 2021 over 9,5 jaar, bij de kolom 1 mei 2018 tot 1 mei 2021 over drie jaar, bij de kolom na mei 2021 ook over drie jaar, en bij de totale periode over 22,5 jaar.

Het zou ook kunnen dat de preventieve werking van de bedenktijd blijkt uit het feit dat er minder voltooide overnamebiedingen zijn, omdat de doelvennootschap zich door de bedenktijd beter kan beschermen tegen de overnamebieding. Dat blijkt echter niet uit de data: ook het aantal voltooide biedingen blijft ongeveer gelijk na de inwerkingtreding van de bedenktijd.

Een ander mogelijk te verwachten effect van de bedenktijd is dat dit ongevraagde en vijandige biedingen afschrikt en de bieder ertoe aanzet om de goedkeuring van het bestuur te krijgen, omdat het bestuur dankzij de bedenktijd een sterkere positie heeft; of dat vijandige biedingen door de bedenktijd eerder geneigd zijn om 'initieel ongevraagd, maar later vriendelijk' te worden.[368] Uit de data blijkt echter dat er ook na de bedenktijd nog een gelijkaardig aantal vijandige en initieel ongevraagde maar later vriendelijke biedingen plaatsvindt als voor de bedenktijd. De ongevraagde en vijandige biedingen vormen echter een bijzonder klein deel van de biedingen in Nederland. Het gaat gemiddeld genomen om ongeveer één bieding per jaar. Gezien dit kleine aantal kunnen hieruit geen conclusies worden getrokken. Vijandige biedingen zijn ook zelden succesvol als ze niet uiteindelijk gesteund worden door het bestuur van de doelvennootschap: geen enkele van de elf vijandige biedingen die werden bestudeerd op basis van eigen data, werd voltooid.[369] Succesvolle vijandige biedingen komen dus nagenoeg nooit voor in Nederland – of toch niet in de onderzochte periode.



Figuur 1: aantal vijandige, vriendelijke, neutrale en initieel ongevraagde, later vriendelijke overnamebiedingen per jaar op basis van eigen classificaties.

[368] Overnamebiedingen werden in vier categorieën geclassificeerd: vijandig, vriendelijk, neutraal en initieel ongevraagd maar later vriendelijk. Deze classificatie wordt uitgebreider beschreven in annex 10.
[369] Met name de overnamebieding van Ignite Luxembourg op RHI Magnesita in 2023. Het betrof in dit geval echter een partieel bod, waardoor Ignite Luxembourg ongeveer 19,95% van de aandelen verwierf.

Uit de bovenstaande data-analyses kunnen weinig conclusies over de bedenktijd worden getrokken, aangezien het aantal overnamebiedingen (zeker vijandige overnamebiedingen) in Nederland relatief beperkt is. Ook na de inwerkingtreding van de bedenktijd komen vijandige biedingen nog voor, zij het nog steeds erg weinig.

4.3 Analyse van *non-financial covenants*

De preventieve werking van de bedenktijd kan ook van invloed zijn op de inhoud van de biedingen. Doordat het bestuur een sterkere onderhandelingspositie heeft, is het bijvoorbeeld mogelijk dat in het biedingsproces al meer rekening wordt gehouden met de positie van *stakeholders*. Een van de onderdelen waarin dit tot uiting kan komen is in de zogenaamde '*non-financial covenants'*. Dit zijn, kort gezegd, verplichtingen die bieders aangaan om de belangen van bepaalde *stakeholders* te respecteren. De hypothese is dan ook dat als de bedenktijd een preventieve werking heeft, er na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd meer *non-financial covenants* worden opgenomen in biedingsberichten, omdat het bestuur vanaf dan meer onderhandelingsmacht zou moeten hebben.

Om deze hypothese te onderzoeken werden de *non-financial covenants* van de 40 overnamebiedingen in de periode januari 2015 tot maart 2024 onderzocht, voor zover er een biedingsbericht werd gepubliceerd. Deze periode werd gekozen omdat 2015 het jaar is waarin Crain en Alberts in een eerder artikel[370] van start gingen met het verzamelen van data over *non-financial covenants*. Crain en Alberts waren bereid om hun data over *non-financial covenants* (die biedingen groter dan €50 miljoen in de periode 2015-2023 omvat) met het onderzoeksteam te delen. Voor dit onderzoek werden deze data als uitgangspunt genomen en vervolgens verder aangevuld met een aantal kleinere overnamebiedingen[371] en één meer recente overnamebieding (het bod van Ten Cate Investeringsmaatschappij op Hydratec Industries) die Crain en Alberts niet in hun onderzoek hadden meegenomen. Ook werden enkele bijkomende categorieën van *non-financial covenants* in kaart gebracht die Crain en Alberts niet bestudeerden. Ten slotte werden ook alle *non-financial covenants* die Crain en Alberts bestudeerden nog eens opnieuw geanalyseerd. In annex 12 wordt de methodologie voor het analyseren van *non-financial covenants* uitgebreider toegelicht. Hierbij dient te worden opgemerkt dat het niet altijd eenvoudig is om de *non-financial covenants* in de categorieën te classificeren omdat de categorieën moeilijk te definiëren zijn en interpretaties kunnen verschillen.

De *non-financial covenants* in biedingsberichten gelden vaak voor een bepaalde duur, die kan variëren van enkele maanden tot vier jaar, maar de meest voorkomende duur (dit was het geval in 11 van de 32 overnamebiedingen met *non-financial covenants*) is drie jaar. Twee overnamebiedingen met *non-financial covenants* hadden geen specifieke bepalingen met betrekking tot de duur. De gemiddelde duur van *non-financial covenants* is 28 maanden.[372] De *non-financial covenants* met betrekking tot de bescherming van minderheidsaandeelhouders kennen evenwel vaak een duur die afwijkt van de algemene duur, omdat de *non-financial covenant* blijft gelden zolang er minderheidsaandeelhouders zijn. Wel is het bijna altijd mogelijk om af te wijken van de *non-financial covenants*, met goedkeuring van de raad van commissarissen (of de niet-uitvoerende bestuurders in een one-tier structuur), waarbij vaak ook

[370] M.L. Crain & R.B Alberts, 'Non-financial covenants in public M&A. A survey of prevalence and trends of non-financial covenants in public offers since 2015', *TOP* 2023/2, p. 17-23.
[371] Opvallend is dat slechts bij twee van deze kleinere overnamebiedingen, het bod van Bergson Beheer op Hunter Douglas en het bod van Andlinger & Company op Crown van Gelder, *non-financial covenants* aanwezig waren.
[372] In sommige gevallen bepaalde het biedingsbericht een verschillende duur naargelang het type non-financial covenant. In dat geval werd de kortste duur genomen voor het berekenen van het gemiddelde.

in ieder geval de goedkeuring van één of meer onafhankelijke commissarissen (of onafhankelijke bestuurders in een one-tier structuur) vereist is.

Nummer categorie	Categorie	Voor 1 mei 2021	Na 1 mei 2021	Gehele periode
1	Support for (joint) strategy of the target	19 (73%)	12 (86%)	31 (78%)
2	Commitment to implement specific (jointly agreed) business plan	2 (8%)	1 (7%)	3 (8%)
3	Specific R&D investments	3 (12%)	0 (0%)	3 (7,5%)
4	No divestments during a certain period (or in respect to specific divisions within the target)	7 (27%)	11 (79%)	18 (45%)
5	Target will continue to operate independently and maintain its integrity	9 (35%)	3 (21%)	12 (30%)
6	Safeguards for employees in respect of reorganisation or integration	16 (62%)	12 (86%)	28 (70%)
7	Protection of rights of target's current employees	19 (73%)	12 (86%)	31 (78%)
8	Protection of minority shareholders	14 (54%)	11 (79%)	25 (63%)
9a	Continued service for all or some of the supervisory board members (in a two-tier structure) or non-executive directors (in a one-tier structure)	20 (77%)	12 (86%)	32 (80%)
9b	Continued service for all or some of the management board members (in a two-tier structure) or executives (in a one-tier structure)	18 (69%)	12 (86%)	30 (75%)
10	Prudent financing of target after settlement (leverage, debt ratio etc.)	12 (46%)	12 (86%)	24 (60%)
11	Limitation on dividends	1 (4%)	5 (36%)	6 (15%)
12	Available capital for future M&A	2 (8%)	1 (7%)	3 (8%)
13	Agreed criteria and/or support for future M&A	1 (4%)	6 (43%)	7 (18%)
14	Keep headquarters of target at the current location	15 (56%)	9 (64%)	24 (60%)
15	Legal structure for the protection of the target (keep or apply the large company regime, or other continuation or change of the legal structure)	9 (35%)	9 (64%)	18 (45%)
16	Continue current brand name, corporate identity and/or culture	13 (50%)	11 (79%)	24 (60%)
17	Maintain CSR/ESG/sustainability strategy	6 (23%)	10 (71%)	16 (40%)
18	Maintain pension arrangements and pension rights	15 (58%)	12 (86%)	27 (67,5%)
19	Specific maximum leverage ratio of debt to EBITDA	3 (12%)	4 (29%)	7 (18%)
	Gemiddeld aantal non-financial covenants per biedingsbericht	***7,8***	***11,8***	***9,2***

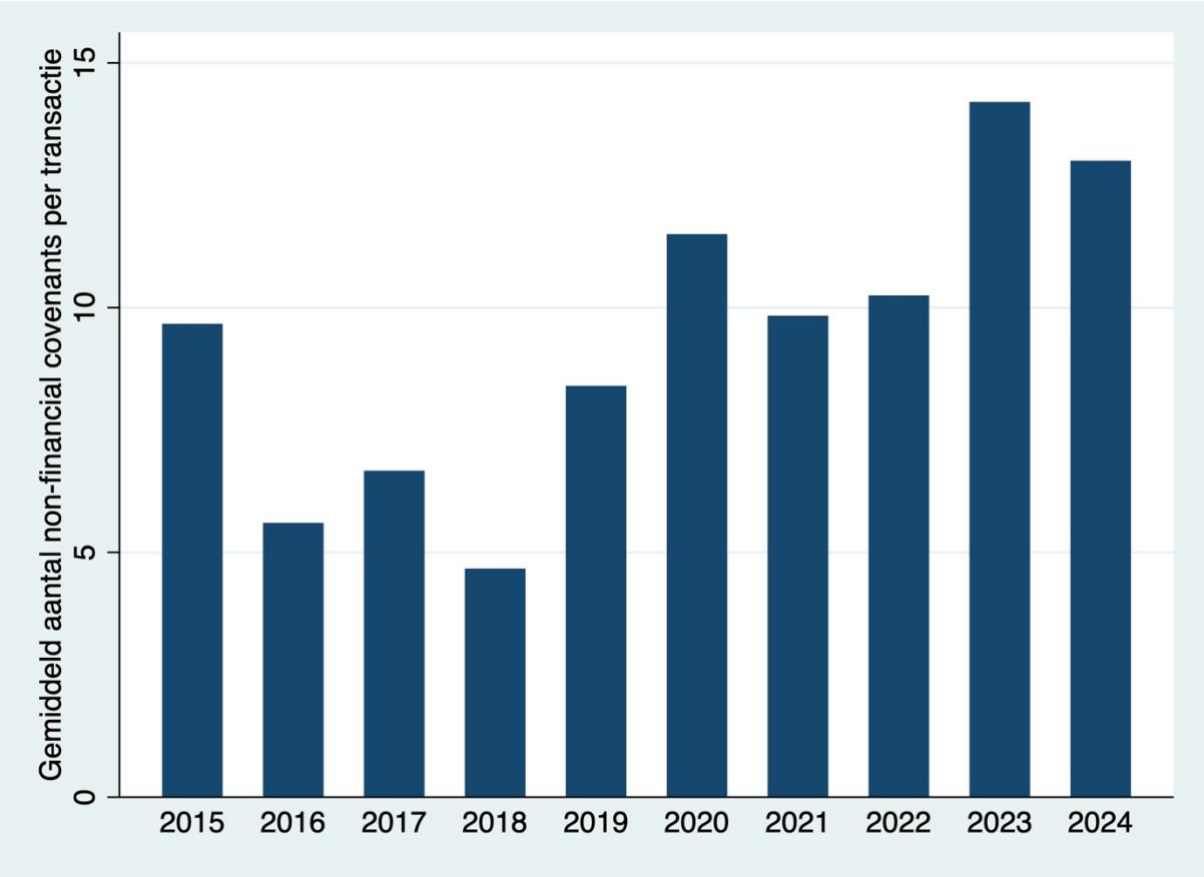
Tabel 13: aantal biedingsberichten voor en na de inwerkingtreding van de bedenktijd dat een bepaalde categorie van *non-financial covenants* bevat (op een totaal van 26 biedingsberichten voor de inwerkingtreding van de bedenktijd en 14 biedingsberichten na).

Tabel 13 geeft een overzicht van het aantal *non-financial covenants* per categorie, zowel voorafgaand aan de inwerkingtreding van de bedenktijd (26 overnamebiedingen) als na de inwerkingtreding van de bedenktijd (14 overnamebiedingen).[373] De categorieën van *non-financial covenants* zijn gebaseerd op het onderzoek van Crain en Alberts voor wat betreft

[373] De indeling in voor en na de inwerkingtreding van de bedenktijd gebeurde op basis van de datum van het biedingsbericht.

categorie 1 tot 16 en zijn aangevuld met enkele bijkomende categorieën die het onderzoeksteam voldoende afwijkend vond van de andere categorieën. Categorie 9 van Crain en Alberts (‘*continued service for all or some of the current board members of the target’*) werd opgesplist in twee aparte categorieën, één voor niet-uitvoerende bestuurders en één voor uitvoerende bestuurders. De namen van de categorieën zijn in het Engels omdat de *non-financial covenants* in het biedingsbericht vaak in het Engels worden beschreven en omdat het artikel van Crain en Alberts, waarvan de categorisatie werd overgenomen, in het Engels is geschreven.

De tabel toont aan dat het aantal verschillende categorieën van *non-financial covenants* per biedingsbericht gemiddeld genomen gestegen is na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd op 1 mei 2021: gemiddeld genomen 11,8 *non-financial covenants* per biedingsbericht na de inwerkingtreding, in vergelijking met 7,8 ervoor. Dit stemt overeen met de hypothese dat de inwerkingtreding van de bedenktijd gepaard is gegaan met een verhoging in het aantal *non-financial covenants* dat de doelvennootschap kan onderhandelen. Het verschil is statistisch significant op het 5% betrouwbaarheidsniveau.[374] De stijging manifesteert zich voor bijna elk van de individuele categorieën van *non-financial covenants*, met uitzondering van categorie 2, 3, 5 en 12, maar die laatste categorieën van *non-financial covenants* worden globaal genomen weinig gebruikt in biedingsberichten. In bepaalde categorieën is de stijging bijzonder sterk, zoals in categorie 4 en 17.



Figuur 2: gemiddeld aantal categorieën van *non-financial covenants* per biedingsbericht voor 40 overnamebiedingen.

[374] Er werd gebruik gemaakt van een eenzijdige t-test van het verschil in gemiddeldes.

Figuur 2 geeft de evolutie van het totaal aantal *non-financial covenants* in biedingsberichten weer over de jaren. Ook hier lijkt er een stijgende trend te zijn. De figuur toont echter ook aan dat de stijgende trend al is ingezet voor de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd.

Deze resultaten moeten met de nodige nuance worden geïnterpreteerd: de bovenstaande empirische gegevens zijn onvoldoende bewijs dat de stijging in het aantal *non-financial covenants* te wijten is aan de inwerkingtreding van de bedenktijd. Het is immers goed mogelijk dat de stijging verklaard wordt door andere factoren, zoals bijvoorbeeld de toegenomen aandacht in de maatschappij voor de bescherming van *stakeholders* en voor discussies rond duurzaamheid. Het is dan ook niet toevallig dat de sterkste stijging te merken is in de categorie '*Maintain CSR/ESG/sustainability strategy'*, aangezien '*ESG*' ('*environmental, social and governance'*) factoren de laatste jaren meer aandacht krijgen. Zo lanceerde de Europese Commissie in 2018 een *'action plan' over 'financing sustainable growth'*,[375] wat heeft geleid tot veel wetgevende initiatieven op het gebied van duurzaamheid. Dit valt ook ongeveer samen met het begin van de stijgende trend in het gemiddeld aantal categorieën van *non-financial covenants* per biedingsbericht.

Uit het bovenstaande kan niet worden geconcludeerd dat de bedenktijd heeft gezorgd voor een toename van het aantal *non-financial covenants*, maar enkel dat er een toename is van het aantal *non-financial covenants* in biedingsberichten in de laatste jaren, waarvoor de inwerkingtreding van de bedenktijd één van de mogelijke relevante factoren kan vormen.

4.4 Resultaten van de enquête en interviews voor overnamebiedingen

Hier wordt gerapporteerd over de bevindingen uit de enquête en interviews die te maken hebben met de preventieve werking van de bedenktijd op overnamebiedingen. [376]

In de enquête werd de volgende vraag gesteld die peilt naar de preventieve werking van de bedenktijd op overnamebiedingen*:* in welke mate bent u het eens met de volgende stelling: 'de mogelijkheid om de bedenktijd in te roepen ontmoedigt bieders om een vijandige overname te doen'. Respondenten konden antwoordopties kiezen uit een schaal die ging van 'sterk mee eens', 'mee eens', 'neutraal', 'mee oneens' tot 'sterk mee oneens'. Respondenten konden ook kiezen voor de mogelijkheid 'geen mening' en konden hun antwoord bijkomend toelichten.

[375] Europese Commissie, 'Action Plan: Financing Sustainable Growth', COM(2018) 97 final, 8 maart 2018, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097.
[376] De algemene methodologie van de enquête en interviews wordt besproken in paragraaf 1.4.1 en annex 4 bij dit rapport.

In welke mate bent u het eens met de volgende stelling: 'de mogelijkheid om de bedenktijd in te roepen ontmoedigt bieders om een vijandige overname te doen'								
	Vennootschappen		**Adviseurs**		**Investeerders**		**Totaal**	
Sterk eens	1	8%	0	0%	4	25%	5	12%
Eens	5	38%	2	14%	2	13%	9	21%
Neutraal	3	23%	4	29%	2	13%	9	21%
Oneens	1	8%	6	43%	5	31%	12	28%
Sterk oneens	1	8%	1	7%	2	13%	4	9%
Geen mening	2	15%	1	7%	1	6%	4	9%
Totaal	13		14		16		43	

Tabel 14: antwoorden op vraag 6 van de enquête.

Uit de resultaten blijkt dat de visie over deze vraag verschilt per categorie van respondent: vertegenwoordigers van beursvennootschappen geven vaker aan dat de bedenktijd vijandige bieders ontmoedigt, terwijl externe adviseurs en investeerders het vaker oneens zijn met deze stelling, al zijn er in elke categorie ook enkele respondenten die aangeven dat ze neutraal staan tegenover deze vraag of er geen mening over hebben. De meningen lijken dus sterk verdeeld over deze vraag.

De toelichting bij de enquête en de interviews verschaffen meer duidelijkheid over waarom de bedenktijd al dan niet vijandige overnames kan ontmoedigen. Zo merken veel respondenten op dat vijandige biedingen sowieso niet vaak voorkomen in Nederland (zoals ook blijkt uit de empirische gegevens besproken in paragraaf 4.2). Omdat er weinig vijandige biedingen zijn, is het preventief effect van de bedenktijd ten aanzien van die biedingen beperkt. Andere respondenten merken op dat vijandige biedingen niet zo zeer ontmoedigd worden door de bedenktijd, maar dat de bedenktijd vijandige bieders wel aanzet om in dialoog te gaan met de doelvennootschap.

Daarnaast merken respondenten ook op dat de bedenktijd weinig impact heeft op vijandige overnames omdat het geen invloed heeft op de tijdslijn van het bod, individuele aandeelhouders nog steeds vrij blijven om het bod al dan niet te aanvaarden, en de bedenktijd afloopt zodra het bod wordt gestand gedaan.[377] Om die redenen geven de meeste respondenten (en vooral de externe adviseurs) aan dat de bedenktijd geen ontmoedigend effect heeft op vijandige bieders die goed geïnformeerd en geadviseerd zijn. Verschillende respondenten geven aan dat de bedenktijd een belangrijkere rol speelt bij aandeelhoudersactivisme dan bij vijandige overnames (zie verder in paragraaf 4.6).

Andere respondenten geven wel aan in de toelichting bij de enquête of tijdens de interviews dat de bedenktijd een kleine impact kan hebben op vijandige biedingen. De bedenktijd wordt door hen gezien als een van de beschermingsconstructies die ervoor zorgt dat Nederlandse vennootschappen moeilijk over te nemen zijn. Zo merken verschillende respondenten op dat het bestuur de bedenktijd kan inroepen nadat het bod gestand wordt gedaan om te verhinderen dat de vijandige bieder meteen de controle verwerft over de doelvennootschap. Deze respondenten geven echter ook aan dat het maar zeer de vraag is of het bestuur bereid zal zijn om de bedenktijd in te roepen als de bieder al de controle verworven heeft, en dat dit

[377] Deze kritiek op de bedenktijd kwam ook terug in de literatuur. Zie hierboven in paragraaf 2.6.3.

uiteindelijk de controle van de vijandige bieder enkel kan vertragen maar niet blokkeren. Niettemin kost een dergelijke vertraging de bieder ook geld, en dus kan de bedenktijd de onderhandelingspositie van het bestuur van de doelvennootschap versterken.

Tijdens de interviews werd ook opgemerkt dat het belangrijk is dat door de bedenktijd het bestuur niet kan worden vervangen op voorstel van een (potentiële) vijandige bieder (of een aandeelhoudersactivist die de bieder steunt), zoals bijvoorbeeld in de AkzoNobel zaak werd geprobeerd. Dit maakt het moeilijker voor de bieder om het bestuur onder druk te zetten om het bod te aanvaarden, hetgeen de bestuurders van de doelvennootschap rust kan geven in hun functie. Deze respondent merkt op dat dit vooral relevant is als de medewerking van het bestuur van de doelvennootschap belangrijk is, bijvoorbeeld voor een strategische bieder die mededingingsrechtelijke goedkeuring nodig heeft of een financiële bieder die de doelvennootschap fiscaal wil integreren. In die gevallen kan de bedenktijd wel een impact hebben op de tijdslijn van het bod, doordat een potentiële bieder door de bedenktijd minder snel en makkelijk de medewerking van het bestuur kan verkrijgen. Andere adviseurs gaven daarentegen aan dat dit geen relevante overweging is. Zo werd opgemerkt dat het bestuur al over andere middelen beschikt om te voorkomen dat het wordt vervangen.

Ten slotte gaf een respondent nog aan dat de bedenktijd een signaal kan geven aan de stichting continuïteit van de doelvennootschap dat het bestuur het bod niet in het belang van de vennootschap vindt. Breder gezien geeft de bedenktijd ook het signaal aan de buitenwereld dat het niet eenvoudig is om Nederlandse beursvennootschappen over te nemen, en dat een dialoog tussen de bieder en de doelvennootschap wordt verwacht.

De conclusie uit de interviews lijkt dus te zijn dat de bedenktijd in elk geval geen belangrijk preventief effect heeft op vijandige overnames, die al zeldzaam zijn. Sommige respondenten gaan zelfs zo ver dat zij stellen dat de bedenktijd irrelevant is bij vijandige overnames, terwijl andere van mening zijn dat door de bedenktijd wel enige bijkomende bescherming wordt geboden tegen vijandige overnamebiedingen en vijandige bieders kan ontmoedigen of minstens kan aanmoedigen om zich constructiever op te stellen, ook al zijn andere beschermingsconstructies relevanter. Een adviseur vat het mooi als volgt samen in een interview: ‘ik denk dat de hele suite aan beschermingsmaatregelen op zichzelf erg ontmoedigend werkt voor vijandelijke biedingen. Dit [de bedenktijd] is er eentje van. Is het de belangrijkste? Nou, ik denk het eigenlijk niet. Zou je zonder deze wettelijke bedenktijd veel meer vijandelijke biedingen hebben? Dat denk ik ook niet’.

4.5 Analyse van activistische campagnes

Een tweede aspect van de preventieve werking van de bedenktijd is dat de mogelijkheid van het inroepen van de bedenktijd aandeelhoudersactivisme kan ontmoedigen. De hypothese is dat de bedenktijd een ontmoedigend effect heeft op aandeelhoudersactivisme. Indien deze hypothese klopt, moet er een daling te zien zijn in het aantal activistische campagnes na de inwerkingtreding van de wet.

Ook deze hypothese werd empirisch onderzocht. In annex 13 wordt de methodologie voor het verzamelen van de lijst met activistische campagnes uiteengezet. Op basis van data van Diligent Market Intelligence[378] werd een lijst samengesteld van 60 activistische campagnes

[378] Diligent Market Intelligence is een financiële databank uitgegeven door Diligent die onder andere data over aandeelhoudersactivisme bevat.

tussen 1 juni 2009 en 22 maart 2024 bij Nederlandse vennootschappen met een Nederlandse of buitenlandse beursnotering. Deze lijst werd aangevuld met de gevallen waarin aandeelhouders gebruik hebben gemaakt van hun agenderingsrecht (zeven gevallen) of convocatierecht (vier gevallen, waarbij in één geval ook van het agenderingsrecht werd gebruik gemaakt) die werden geïdentificeerd door Breukink en niet in de databank van Diligent Market Intelligence te vinden waren.[379] De finale lijst van 70 activistische campagnes is te vinden in annex 14. Hieronder worden deze activistische campagnes beschreven en worden evoluties sinds de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd geïnventariseerd.

Tabel 15 geeft enkele beschrijvende statistieken weer over de activistische campagnes die in het onderzoek werden bestudeerd. Zoals in paragraaf 1.5 al besproken, wordt een activistische campagne door Diligent Market Intelligence als volg gedefinieerd: *'The advocacy by minority shareholders that a public company change its strategy. This can be with the aim of creating shareholder value, which is broadly achieved by improving underlying operational performance, exploring strategic alternatives, lifting environmental, social or governance standards, and returning capital to shareholders. Activism is sometimes described as either offensive or defensive in nature. Offensive activism represents the proactive and systematic targeting of underperforming companies as part of an established activist investment strategy. Defensive activism describes instead the reaction of existing shareholders to the underperformance of public companies.'*[380] Dit is een relatief brede definitie van activistische campagnes, en de bedenktijd is niet noodzakelijk relevant voor alle activistische campagnes die onder deze definitie vallen, zoals verder wordt uitgelegd.

[379] E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.2, p. 305-355. Het lijkt dat Diligent Market Intelligence voornamelijk activistische campagnes door grootaandeelhouders en door atypische aandeelhoudersactivisten heeft gemist.

[380] Zie: Diligent Market Intelligence, 'FAQ – Definitions', https://one.insightia.com/faqhelp/activism/definition, geraadpleegd op 4 juni 2024.

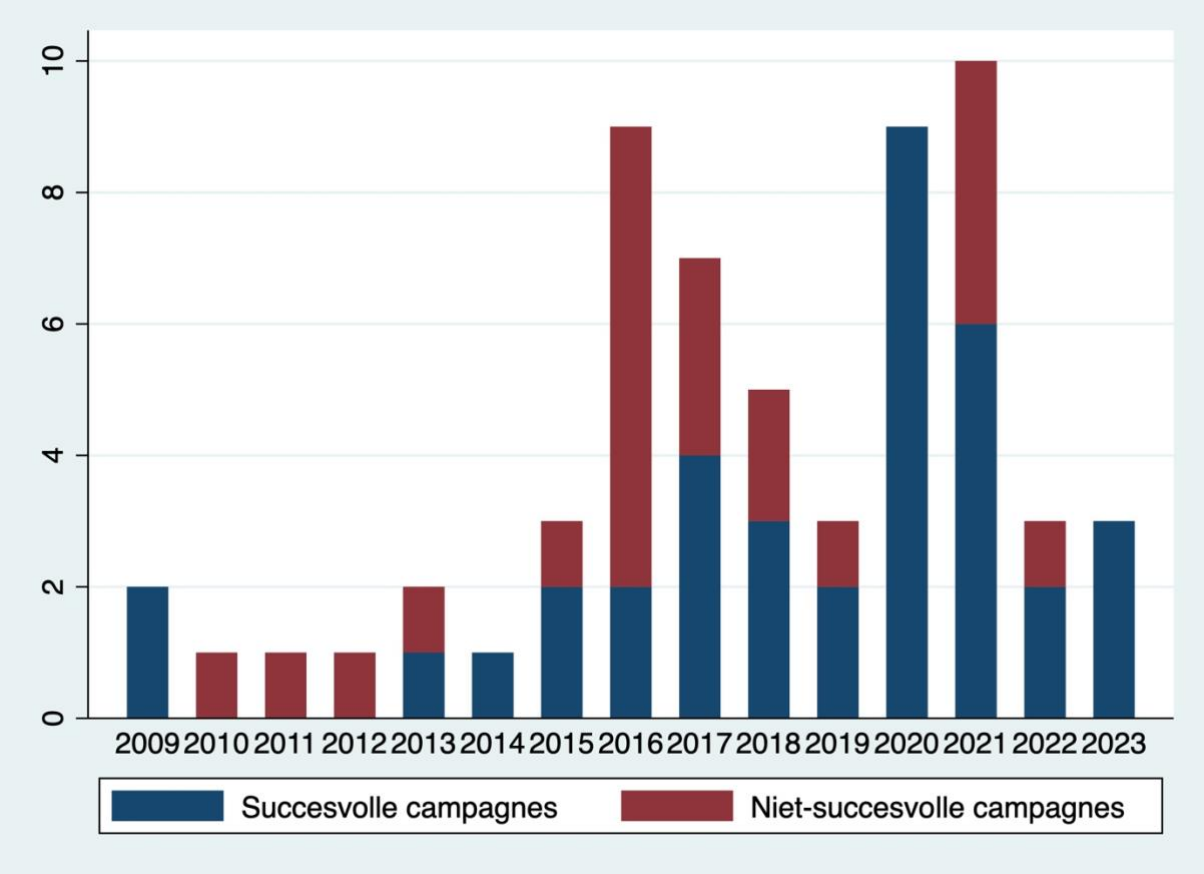
	1 juni 2009 tot 1 mei 2021	1 mei 2018 tot 1 mei 2021	1 mei 2021 tot 22 maart 2024	Totale periode
Activistische campagnes	53	16	17	70
Gemiddeld aantal activistische campagnes per jaar	4,4	5,3	5,7	4,7
Minstens gedeeltelijk succesvolle campagnes	31	14	10	41
Gemiddeld aantal succesvolle activistische campagnes per jaar	2,6	4,7	3,3	2,7
Campagnes over benoeming of ontslag van bestuurders of commissarissen	15	4	7	22
Campagnes met formele uitoefening aandeelhoudersrechten	21	4	3	24

Tabel 15: alle activistische campagnes bij Nederlandse beursvennootschappen voor en na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd, op basis van data van Diligent Market Intelligence en Breukink.

De tabel geeft weer dat er aanzienlijk meer activistische campagnes zijn voorafgaand aan de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd (53) dan erna (17).[381] Dit kan echter een vertekend beeld geven omdat de periode van juni 2009 tot 1 mei 2021 natuurlijk veel langer is dan van 1 mei 2021 tot maart 2024. Daarom geeft tabel 15 ook het gemiddeld aantal campagnes per jaar weer, zowel voor de twaalf jaar voor de inwerkingtreding van de bedenktijd als voor de drie jaar voor en na de inwerkingtreding van de bedenktijd. In de drie jaar na de inwerkingtreding is een kleine stijging waar te nemen in het aantal activistische campagnes ten opzichte van de twaalf jaar voor de inwerkingtreding van de wet – in tegenstelling tot wat de hypothese van de preventieve werking van de Wet bedenktijd zou voorspellen. Dit moet echter worden

[381] Activistische campagnes werden geclassificeerd in de tijd aan de hand van de datum van de start van de campagne zoals opgenomen in de Diligent Market Intelligence dataset. Diligent Market Intelligence definieert deze variabele als volgt: *'The start of an investor or group of investor(s) activist campaign. This is defined as the earliest demand date included within the activist campaign.'* Zie: Diligent Market Intelligence, 'FAQ – Definitions', https://one.insightia.com/faqhelp/activism/definition, geraadpleegd op 4 juni 2024. Voor de gevallen die werden geïdentificeerd door Breukink werd de datum van de algemene vergadering gebruikt, omdat het niet altijd mogelijk was meer informatie te vinden over de concrete begin- en einddatum van de campagne. Als er uiteindelijk geen algemene vergadering werd bijeengeroepen, werd de datum van het verzoek gebruikt.

genuanceerd: figuur 3 hieronder toont aan dat activistische campagnes minder vaak voorkomen aan het begin van de onderzochte periode dan aan het einde. Daarom is het ook nuttig om te kijken naar een kortere periode voorafgaand aan de inwerkingtreding van de bedenktijd (bijvoorbeeld drie jaar) en die te vergelijken met de drie jaar na de inwerkingtreding van de bedenktijd.[382] Als louter wordt gekeken naar de drie jaren voor de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd (1 mei 2018 tot 1 mei 2021) en de drie jaren na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd (vanaf 1 mei 2021), dan is het aantal activistische campagnes zeer gelijkaardig (16 voor en 17 na). Hierdoor, en ook omdat het totaal aantal activistische campagnes beperkt is, kan niet worden geconcludeerd dat de bedenktijd een preventief effect heeft op activistische campagnes.



Figuur 3: aantal activistische campagnes tegen Nederlandse beursvennootschappen per jaar, op basis van data van Diligent Market Intelligence en Breukink.

Een bijkomende nuance is hier op zijn plaats. Natuurlijk wordt het aantal activistische campagnes ook beïnvloed door andere factoren dan de bedenktijd, zoals de economische conjunctuur of de coronapandemie. Het is mogelijk dat zonder de bedenktijd het aantal activistische campagnes nog veel hoger was geweest. Het is onmogelijk hier volledig voor te controleren. Wel kan de trend in Nederland worden vergeleken met de trend in andere (Europese) landen. Zo toont een rapport van Diligent Market Intelligence aan dat er een dalende

[382] De kans dat aandeelhoudersactivisten al anticiperen op de toepassing van de bedenktijd achten wij eerder klein, te meer omdat er in die periode eerder meer campagnes zijn dan in de periode ervoor, en hetzelfde aantal campagnes als in de periode erna.

trend was van aandeelhoudersactivisme in Europa van 2019 tot 2023.[383] In Nederland waren 2020 en 2021 jaren met bijzonder veel aandeelhoudersactivisme, maar is er een sterke daling in het aantal activistische campagnes in 2022 en 2023, zoals blijkt uit figuur 3. De bedenktijd lijkt hier echter niet de verklaring voor, omdat in het jaar van inwerkingtreding van de wet (2021) er een relatief groot aantal activistische campagnes was ten opzichte van de andere jaren. In elk geval maken de kleine aantallen, samen met de algemene economische trends die van invloed kunnen zijn, het moeilijk om conclusies uit de data te trekken.

Het inventariseren van het aantal activistische campagnes is niet voldoende. Om een beeld te kunnen vormen van de impact van de bedenktijd moeten ook andere kenmerken van de activistische campagnes worden bestudeerd. De preventieve werking van de bedenktijd zou er bijvoorbeeld ook toe kunnen leiden dat activistische campagnes minder succesvol zijn omdat het bestuur zich gesterkt voelt om de aandeelhoudersactivist te negeren. Dit effect kan zich ook voordoen wanneer er gemiddeld geen daling is in het aantal activistische campagnes. Om dit te beoordelen werden de campagnes geclassificeerd als 'succesvol' als Diligent Market Intelligence de campagne als '*Implemented Activist Demands'* of '*Partially Implemented Activist Demands'* classificeert.[384] Hieruit blijkt dat er meer succesvolle campagnes zijn vóór de inwerkingtreding van de bedenktijd dan erna, maar niet als dit als een gemiddelde per jaar wordt beschouwd. Dan was de slaagkans vóór inwerkingtreding lager. Echter, als enkel wordt gekeken naar de drie jaar voor en na de inwerkingtreding van de bedenktijd is het aantal succesvolle campagnes licht gedaald (14 campagnes in de drie jaar voor de inwerkingtreding ten opzichte van 10 campagnes na inwerkingtreding). De getallen zijn echter opnieuw te klein om duidelijke conclusies aan te verbinden.

Uit tabel 15 blijkt tevens in hoeveel activistische campagnes het doel was om invloed uit te oefenen op het ontslag of de benoeming van bestuurders of commissarissen. In zeven campagnes na de inwerkingtreding van de bedenktijd was dit het geval. Dit is een lichte stijging ten opzichte van de drie jaren voorafgaand aan de inwerkingtreding van de bedenktijd. Wel valt het op dat de meeste activistische campagnes niet gaan over deze onderwerpen (slechts 22 van de 70 in totaal). Dit suggereert dat het aantal activistische campagnes waarvoor de bedenktijd relevant zou kunnen zijn beperkt is.

Tabel 15 bevat ook data over het formeel gebruik van aandeelhoudersrechten bij een activistische campagne. Voor het maken van deze classificatie werd onderzocht of de aandeelhoudersactivist gebruik maakte van:

1. het recht om onderwerpen toe te voegen aan de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders (dit gebeurde in twaalf campagnes),
2. het recht om de algemene vergadering bijeen te roepen (negen campagnes), of
3. het recht om een enquêteprocedure te starten (vier campagnes).

Hierbij werden onsuccesvolle pogingen ook meegerekend als het formeel uitoefenen van aandeelhoudersrechten (zoals het voorbeeld van AkzoNobel). Uiteindelijk gaat het om dermate kleine aantallen, en vaak ook nog eens om gelijktijdige campagnes tegen dezelfde vennootschap, dat ook hier weinig conclusies aan kunnen worden verbonden over een trend na de inwerkintreding van de Wet bedenktijd. Wel kan een meer algemene opmerking worden

[383] Diligent Market Intelligence, 'Shareholder Activism Annual Review 2024', https://www.olshanlaw.com/media/news/1074_Diligent%20Shareholder%20Activism%20Annual%20Review%202024.pdf, p. 15 (215 campagnes in 2019, 212 in 2020, 177 in 2021, 140 in 2022 en 123 in 2023).

[384] Voor de gevallen die werden geïdentificeerd door Breukink werd de activistische campagne als succesvol beschouwd als een voorgesteld agendapunt werd goedgekeurd door de algemene vergadering.

gemaakt: in de overgrote meerderheid van de activistische campagnes wordt geen gebruik gemaakt van formele aandeelhoudersrechten, maar wordt druk uitgeoefend op het bestuur via publieke campagnes tegen het bestuur, of betreft het onderwerpen die reeds door het bestuur op de algemene vergaderingen werden geagendeerd. De activistische campagnes in Nederland zijn zelden van het type waartegen de bedenktijd gericht is. Een situatie waarin dit wel het geval was waren de campagnes tegen AkzoNobel, waarbij werd gepoogd om via de rechter een algemene vergadering bijeen te roepen om de voorzitter van de raad van commissarissen te ontslaan en die mede aan de basis heeft gelegen aan het invoeren van de bedenktijd.[385] Tegelijkertijd toont de zaak AkzoNobel ook aan dat het bestuur al over andere juridische instrumenten beschikt om zich te verweren tegen aandeelhoudersactivisten die hun aandeelhoudersrechten uitoefenen, zoals de exclusieve bevoegdheid van het bestuur om de strategie te bepalen en de strikte interpretatie van het vereiste van een 'redelijk belang' om een algemene vergadering bijeen te roepen.

Concluderend blijkt uit de data niet dat de bedenktijd een ontmoedigend effect heeft gehad op het aantal activistische campagnes of dat de bedenktijd het aantal succesvolle campagnes drastisch heeft gereduceerd. Figuur 3 hierboven toont geen duidelijke trendbreuk na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd wat betreft het aantal (succesvolle) activistische campagnes. Dit kan worden verklaard doordat de bedenktijd niet relevant is voor de meest voorkomende typen van aandeelhoudersactivisme. Dit neemt natuurlijk niet weg dat in specifieke gevallen van aandeelhoudersactivisme via de formele uitoefening van aandeelhoudersrechten om de samenstelling van het bestuur of de commissarissen te beïnvloeden, de bedenktijd wel een grote (preventieve) rol zou kunnen spelen. Dergelijke activistische campagnes komen echter zelden voor.

4.6 Resultaten van de enquête en interviews voor aandeelhoudersactivisme

Hier wordt gerapporteerd over de bevindingen uit de enquête en interviews die te maken hebben met de preventieve werking van de bedenktijd op aandeelhoudersactivisme. [386]

In de enquête werd de volgende vraag gesteld die peilt naar de preventieve werking van de bedenktijd op aandeelhoudersactivisten: in welke mate bent u het eens met de volgende stelling: 'de mogelijkheid om de bedenktijd in te roepen ontmoedigt aandeelhouders om het bestuur onder druk te zetten om de strategie te wijzigen, bijvoorbeeld door het ontslag van een bestuurder of commissaris'. Respondenten konden antwoordopties kiezen uit een schaal die ging van 'sterk mee eens', 'mee eens', 'neutraal', 'mee oneens' tot 'sterk mee oneens'. Respondenten konden ook kiezen voor de mogelijkheid 'geen mening' en konden hun antwoord bijkomend toelichten.

[385] H.M. Vletter-van Dort, 'De bedenktijd: naïef of noodzaak?', *OR* 2019/161, afl. 16, p. 899.
[386] De algemene methodologie van de enquête en interviews wordt besproken in paragraaf 1.4.1 en annex 4 bij dit rapport.

In welke mate bent u het eens met de volgende stelling: 'de mogelijkheid om de bedenktijd in te roepen ontmoedigt aandeelhouders om het bestuur onder druk te zetten om de strategie te wijzigen, bijvoorbeeld door het ontslag van een bestuurder of commissaris'								
	Vennootschappen		**Adviseurs**		**Investeerders**		**Totaal**	
Sterk eens	1	8%	0	0%	3	19%	4	9%
Eens	3	23%	7	50%	2	13%	12	28%
Neutraal	3	23%	1	7%	1	6%	5	12%
Oneens	4	31%	4	29%	8	50%	16	37%
Sterk oneens	1	8%	1	7%	2	13%	4	9%
Geen mening	1	8%	1	7%	0	0%	2	5%
Totaal	13		14		16		43	

Tabel 16: antwoorden op vraag 5 van de enquête.

Zoals bij het onderzoek naar de preventieve werking van de bedenktijd op vijandige biedingen lijken de meningen hier ook sterk verdeeld. Daarom is het vooral belangrijk om te kijken naar de toelichting bij de enquête en naar de interviews (waar dezelfde vraag werd gesteld).

In de toelichting bij de enquête en in de interviews komt regelmatig terug dat aandeelhouders nog steeds over andere manieren beschikken om invloed uit te oefenen op de strategie van de vennootschap, zoals bijvoorbeeld door middel van private dialoog met de vennootschap, een publieke brief, of het stemmen op de algemene vergadering tegen décharge of de herbenoeming van een bestuurder. Een respondent merkt op dat het agenderingsrecht, dat wordt opgeschort door de bedenktijd, in de praktijk toch al niet vaak wordt gebruikt. Respondenten merken ook op dat vastberaden aandeelhoudersactivisten niet ontmoedigd worden door de bedenktijd. Veel respondenten zeggen dan ook niet de indruk te hebben dat aandeelhoudersactivisme door de bedenktijd minder vaak voorkomt, sommigen verwachten wel dat kortetermijngerichte aandeelhoudersactivisten door de bedenktijd ontmoedigd worden. Respondenten geven echter aan dat zij niet op de hoogte zijn van concrete gevallen waarin aandeelhoudersactivisten besloten om geen campagne te lanceren omwille van de bedenktijd.

Daarnaast wordt verschillende keren opgemerkt dat Nederlandse vennootschappen al sterk beschermd zijn tegen aandeelhoudersactivisme. Hierbij wordt onder meer gewezen op het bestaan van de responstijd en jurisprudentie zoals Boskalis/Fugro en AkzoNobel, die toelaat om agenderingsvoorstellen van aandeelhouders niet te agenderen wanneer die gaan over de strategie.[387] Dat kan verklaren waarom aandeelhouders er in de praktijk niet vaak voor kiezen om het agenderingsrecht uit te oefenen (zoals blijkt uit de empirische gegevens besproken in paragraaf 4.5). Ook werd opgemerkt dat het inroepen van de bedenktijd een teken van zwakte kan zijn, omdat de vennootschap zich blootstelt aan kritiek, en dat het moeilijker wordt om na afloop van de bedenktijd nog de agendering van het agendapunt te weigeren op basis van de Boskalis/Fugro en AkzoNobel jurisprudentie. Sommige respondenten merken op dat de bedenktijd bijdraagt aan het beeld dat aandeelhoudersactivisme (in het bijzonder via uitoefening van het agenderingsrecht) relatief moeilijk is in Nederland.

[387] Zie hierboven in paragraaf 2.2.4 over deze mogelijkheid.

Een respondent merkte op dat de bedenktijd wel een ontmoedigend effect kan hebben op een aandeelhoudersactivist die druk op het bestuur probeert te leggen om de vennootschap een M&A-transactie aan te laten gaan met een derde partij, omdat de tijdslijn daar wel van belang kan zijn. Andere respondenten merken daarnaast op dat bepaalde (voornamelijk buitenlandse en kleinere) aandeelhoudersactivisten niet snel bereid zullen zijn om de periode van de bedenktijd uit te zitten, en dus na inwinnen van advies van een advocaat kunnen beslissen om geen activistische campagne te lanceren.

De conclusie uit de interviews en de enquête lijkt te zijn dat het ontmoedigend effect op aandeelhoudersactivisme beperkt is. Dit komt ook overeen met de empirische gegevens besproken in paragraaf 4.5, waaruit blijkt dat aandeelhoudersactivisten doorgaans geen gebruik maken van de formele aandeelhoudersrechten die worden opgeschort door de bedenktijd, maar eerder van andere instrumenten, zoals een publieke brief aan de doelvennootschap. Voor dit type activistische campagnes is de bedenktijd van beperkt belang.

4.7 Conclusie

In dit hoofdstuk stond de volgende onderzoeksvraag centraal: *gaat er een preventieve werking van de wet uit? Zo ja, hoe, zo nee, waarom niet?*

De verwachting is dat indien van de wet een preventieve werking uitgaat, dit zal leiden tot een daling in het aantal overnamebiedingen (met name het aantal vijandige overnamebiedingen), meer *non-financial covenants* in overnamebiedingen en een afname in het aantal activistische campagnes. Uit de voorgaande paragrafen volgt echter dat de preventieve werking van de bedenktijd naar verwachting beperkt is. Hier dient bij te worden opgemerkt dat het gebrek aan effectief gebruik, de korte periode, en de mogelijke andere factoren die spelen de beoordeling hiervan niet eenvoudig maakt.

Voor wat betreft het aantal overnamebiedingen is er geen duidelijke neerwaartse trend in het aantal overnamebiedingen na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd, integendeel, het aantal lijkt te zijn toegenomen, al zijn de aantallen te klein om van een trendbreuk te kunnen spreken. Uit de data blijkt voorts dat ook na de invoering van de bedenktijd het aantal vijandige en initieel ongevraagde maar later vriendelijke biedingen ongeveer gelijk is gebleven aan het aantal van voor de bedenktijd. Voorts is van belang dat de ongevraagde en vijandige biedingen slechts een bijzonder klein deel zijn van de biedingen in Nederland. Gezien dit kleine aantal kunnen hieruit geen conclusies aan worden getrokken.

Voor wat betreft het aantal *non-financial covenants* kan worden geconcludeerd dat hier de laatste jaren een stijging is waar te nemen. De verschillende categorieën van *non-financial covenants* per biedingsbericht zijn gemiddeld genomen gestegen is na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd op 1 mei 2021. Echter, die stijging lijkt al te zijn ingezet voor de invoering van de bedenktijd. Hierdoor kan door middel van de verzamelde data niet worden aangetoond dat de stijging in het aantal *non-financial covenants* te wijten is aan de inwerkingtreding van de bedenktijd. Een mogelijke verklaring voor de toename kan gelegen zijn in andere factoren, zoals bijvoorbeeld de toegenomen aandacht in de maatschappij voor de bescherming van *stakeholders* en voor discussies rond duurzaamheid.

De antwoorden in de interviews en de enquête suggereren eveneens dat de bedenktijd in elk geval geen belangrijk preventief effect heeft op vijandige overnames, die al zeldzaam zijn. Sommige respondenten gaan zelfs zo ver dat zij stellen dat de bedenktijd irrelevant is bij

vijandige overnames, terwijl anderen van mening zijn dat door de bedenktijd wel enige bijkomende bescherming wordt geboden tegen vijandige overnamebiedingen en vijandige bieders kan ontmoedigen of minstens kan aanmoedigen om zich constructiever op te stellen, ook al zijn andere beschermingsconstructies relevanter.

Ook uit het aantal activistische campagnes kan geen duidelijke preventieve werking worden afgeleid. Het aantal activistische campagnes is gelijkaardig in de drie jaren voor de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd (1 mei 2018 tot 1 mei 2021) als in de drie jaren erna. Ook het aantal succesvolle campagnes is gelijkaardig. In elk geval zijn de aantallen te klein om conclusies aan te verbinden. Opvallend is ook dat de meeste activistische campagnes niet gaan over de benoeming, schorsing of het ontslag van bestuurders of commissarissen, en dat in de overgrote meerderheid van de activistische campagnes geen gebruik wordt gemaakt van formele aandeelhoudersrechten. Voor dergelijke activistische campagnes is de bedenktijd dus niet relevant.

Ook voor aandeelhoudersactivisme komt in de interviews en de enquête regelmatig terug dat de preventieve werking van de bedenktijd beperkt is. Zo wordt opgemerkt dat de bedenktijd slechts relevant is voor een bepaald type van aandeelhoudersactivisten dat niet bereid is om de bedenktijd uit te zitten, dat aandeelhoudersactivisten zelden gebruik maken van formele aandeelhoudersrechten om bestuurders of commissarissen te vervangen, en dat beursvennootschappen al sterk beschermd zijn tegen aandeelhoudersactivisme via andere manieren dan de bedenktijd. Niettemin, kan de bedenktijd voor bepaalde gevallen van aandeelhoudersactivisme wel een nuttig additioneel instrument zijn.

Deel II De Wet bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat

Hoofdstuk 5 Het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat

5.1 Inleiding

In de parlementaire geschiedenis van de Wet bedenktijd wordt aandacht besteed aan de vraag of deze wet een mogelijk negatief effect kan hebben op het investerings- en vestigingsklimaat van Nederland.[388] De algemene zorg, zoals die eveneens tot uitdrukking kwam in de literatuur en de consultaties ten aanzien van het voorontwerp voor de wet, is dat de wettelijke bedenktijd een negatieve invloed kan hebben op de bereidheid van bedrijven en investeerders om voor Nederland te kiezen als vestigings- en investeringsland.[389] Nederland is ingericht als een open economie met een open kapitaalmarkt.[390] Dit is enerzijds stimulerend voor (inter)nationale concurrentie, maar biedt anderzijds ook mogelijkheden voor Nederlandse en buitenlandse bedrijven en investeerders om hun middelen in te zetten in andere, wellicht meer gunstige, landen.

Hoewel tijdens de consultatie breed werd gewaarschuwd voor het potentiële negatieve effect van de bedenktijd op het investerings- en/of vestigingsklimaat, blijft het een open vraag of dit effect in de praktijk daadwerkelijk bestaat. Het is bijvoorbeeld onzeker of de bedenktijd een relevante factor is in de beslissing van bedrijven en investeerders over de keuze voor Nederland als vestigings- dan wel investeringsland. Het is tevens onduidelijk of de waarborgen die in de wet zijn opgenomen, indien er een dergelijk negatief effect zou zijn, voldoende zijn om een mogelijk negatief effect te voorkomen of te minimaliseren.

Deze onzekerheid vormt de focus van dit onderdeel van het rapport en leidt tot de volgende onderzoeksvraag: *in hoeverre is het terecht de (preventieve) werking van de Wet bedenktijd te relateren aan het investerings- en vestigingsklimaat in Nederland?*

Om deze onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden, dient een antwoord te worden geformuleerd op de volgende deelvragen:

1. Welke factoren zijn van invloed op het investerings- en vestigingsklimaat in het algemeen?
2. Welke factoren zijn van invloed op het investerings- en vestigingsklimaat specifiek in Nederland?
3. In hoeverre wordt de Wet bedenktijd als beschermingsconstructie meegenomen in de overwegingen die een investerings- en vestigingsklimaat bepalen?
4. Hoe is de werking van de wet van invloed op het investerings- en vestigingsklimaat?
5. Zijn de andere beschermingsconstructies op dezelfde wijze van invloed?
6. Wat is de invloed van de wet op het aantal beursvennootschappen dat zich in Nederland heeft gevestigd en uit Nederland is vertrokken?

[388] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 2; *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 5 (Verslag II), p. 6; *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 6, p. 15..
[389] Zie hoofdstuk 2 voor deze commentaren.
[390] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 1; Rapport van de Adviescommissie belastingheffing van multinationals, *Op weg naar balans in de vennootschapsbelasting: Analyses en aanbevelingen,* 2020, p. 9.

In paragraaf 5.2 wordt eerst het investerings- en vestigingsklimaat in het algemeen besproken, om zo tot een definitie van deze concepten te komen. Vervolgens worden in paragraaf 5.3 de factoren die volgens de literatuur een invloed op het investerings- en vestigingsklimaat kunnen hebben in kaart gebracht. Daarna wordt in paragraaf 5.4 dieper ingegaan op de verhouding tussen de bedenktijd en beschermingsconstructies enerzijds en het investerings- en vestigingsklimaat anderzijds, gebaseerd op de Nederlandse literatuur over de bedenktijd en de bredere internationale literatuur over beschermingsconstructies in het algemeen. In paragraaf 5.5 worden empirische gegevens over het aantal nieuwe beursnoteringen in Nederland in de jaren voor en na de invoering van de Wet bedenktijd geanalyseerd. Vervolgens bevat paragraaf 5.6 een empirische analyse van het aantal beursgenoteerde vennootschappen dat naar of uit Nederland verhuist voor en na de invoering van de Wet bedenktijd. Paragraaf 5.7 bevat een overzicht van de resultaten van de *event study* die werd uitgevoerd, om te bepalen hoe de aandelenkoersen reageerden op de invoering van de Wet bedenktijd. Vervolgens worden in paragraaf 5.8 de resultaten van de enquête en interviews met betrekking tot het investerings- en vestigingsklimaat gerapporteerd. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een conclusie in paragraaf 5.9.

5.2 Het investerings- en vestigingsklimaat in het algemeen

Het investerings- en vestigingsklimaat zijn twee dimensies van het internationale concurrentievermogen van een land zoals Nederland.[391] Het internationale concurrentievermogen heeft betrekking op de capaciteit van een land om economische activiteiten te stimuleren, bijvoorbeeld door de groei van nationale bedrijven en investeerders te faciliteren of door buitenlandse bedrijven en investeerders aan te trekken.[392] Het is algemeen[393] aanvaard dat een land aantrekkelijk moet zijn voor deze activiteiten, hoewel er tegelijkertijd onenigheid bestaat over de beste manier om dit te bereiken.[394]

Het investerings- en vestigingsklimaat kan op verschillende manieren worden omschreven.[395] Het investeringsklimaat kan bijvoorbeeld gaan over hoe gunstig een land is voor bedrijven om

[391] In het algemeen zie: M.E. Porter, 'The Competitive Advantage of Nations', *Harvard Business Review* 1990; Delgado e.a., 'The Determinants of National Competitiveness', *NBER*, Working Paper 18249, 2012.
[392] A. Perry, 'Effective Legal Systems and Foreign Direct Investment: In search of the evidence', *International and Comparative Law Quarterly* 2000.
[393] Maar niet universeel. Voor een kritiek op het idee van nationaal concurrentievermogen, zie bijvoorbeeld Krugman die beargumenteert dat 'The idea that a country's economic fortunes are largely determined by its success on world markets is a hypothesis, not a necessary truth; and as a practical, empirical matter, that hypothesis is flatly wrong. That is, it is simply not the case that the world's leading nations are to any important degree in economic competition with each other, or that any of their major economic problems can be attributed to failures to compete on world markets'.P. Krugman, 'Competitiveness: A dangerous obsession', *Foreign Affairs* 1994/73(2), p. 30.
[394] S.M. Van Rijssel & W.R. Kooiman, 'Het argument van het vestigingsklimaat in het fiscale debat', *WFR* 2021/178. Deze onenigheid komt onder meer naar voren in discussies over of milieu wet- en regelgeving gunstig of nadelig is voor het vestigingsklimaat. Zie M. Faure, 'De rol van het recht in het vestigingsklimaat', *AA* 2018/0009.
[395] Zie bijvoorbeeld de verschillende definities van Dialogic, Buck Consultants International en de Adviescommissie Ter Haar in hun rapporten over het Nederlandse investeringsklimaat, vestigingsklimaat, en belastingklimaat. *Het Nederlandse investeringsklimaat* (Studie naar aanleiding van kamerbrief *Naar meer focus in de acquisitie van buitenlandse bedrijven* (*Kamerstukken II, 32637*, nr. 415 (brief)) 2021; *Redenen waarom bedrijven uit Nederland vertrekken*, bijlage bij *Kamerstukken II* 2023/24, 32637, nr. 584 (bijlage); Rapport van de Adviescommissie belastingheffing van multinationals, *Op weg naar balans in de vennootschapsbelasting: Analyses en aanbevelingen 2020*). Zie ook: M. Delgado e.a., 'The Determinants of National Competitiveness',

er te investeren, zoals door het openen van een nieuwe fabriek, maar kan ook gaan over de aantrekkelijkheid voor investeerders om te beleggen in de beursvennootschappen van dat land.[396] Vergelijkbare variaties zijn zichtbaar rondom het concept van het vestigingsklimaat. Het vestigingsklimaat kan worden omschreven als de aantrekkelijkheid van een land om er wel of niet economische activiteiten te laten plaatsvinden, maar kan ook gaan over de meer specifieke vraag of een land voldoende aantrekkelijk is voor bedrijven om er hun statutaire zetel of hoofdkantoor te vestigen.[397]

Het bestaan van deze verschillende facetten van het investerings- en vestigingsklimaat houdt in dat ze als concepten niet op een universele of eenduidige manier kunnen worden gedefinieerd. Ook kan worden opgemerkt dat ze, als twee dimensies van een breder concept (concurrentievermogen), lastig van elkaar te scheiden zijn vanwege een zekere mate van overlap. Een praktisch gevolg hiervan is dat de termen investerings- en vestigingsklimaat vaak door elkaar worden gehanteerd en dat er verschillende manieren bestaan om ze te definiëren.[398] Dit houdt in dat ieder onderzoek, op basis van de aan dat onderzoek ten grondslag liggende doelstellingen, een selectie moet maken van welke facetten van het investerings- en vestigingsklimaat het wel of niet belicht.

De aantrekkelijkheid van het investerings- en vestigingsklimaat is afhankelijk van zowel omgevingsfactoren als de percepties van diverse partijen zoals consumenten, bedrijven, investeerders, en de overheid ten aanzien van deze factoren.[399]

De verwachting in de literatuur was dat de wettelijke bedenktijd vooral een impact kan hebben op de *corporate governance* van een vennootschap.[400] De bescherming die het biedt, leidt tot

NBER, Working Paper 18249, 2012, p. 6-13 en de recente *Business Climate Heatmap* van PWC waarin zij het Nederlandse *business* klimaat, waar het investerings- en vestigingsklimaat onderdeel van uitmaakt, inschatten aan de hand van 60 relevante factoren. Zij vergelijken de stand van zaken in Nederland ook met andere Europese landen. Zie https://www.pwc.nl/nl/actueel-publicaties/assets/pdfs/pwc-dutch-business-climate-trends.pdf.

[396] De eerste aanpak is bijvoorbeeld terug te vinden in Dialogic, *Het Nederlandse investeringsklimaat,* Studie naar aanleiding van kamerbrief *Naar meer focus in de acquisitie van buitenlandse bedrijven, Kamerstukken II*, 32637, nr. 415 (brief)) 2021. De tweede is vooral prominent in literatuur over de relatie tussen (inter)nationaal concurrentievermogen en de effectiviteit van juridische stelsels. Zie bijvoorbeeld: R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny, 'Legal Determinants of External Finance', *Journal of Financial Economics* (52) 1997, afl. 3; A. Perry, 'Effective Legal Systems and Foreign Direct Investment: In search of the evidence', *International and Comparative Law Quarterly* 2000; S. Deakin, P. Sarkar & M. Siems, 'Is there a relationship between shareholder protection and stock market development', *European Corporate Governance Institute*, Law Working Paper 377, 2017.

[397] De eerste aanpak is bijvoorbeeld terug te vinden in: Rapport van de Adviescommissie belastingheffing van multinationals, *Op weg naar balans in de vennootschapsbelasting: Analyses en aanbevelingen* 2020. De tweede in: E. Wymeersch, 'The Transfer of the Company's Seat in European Company Law', *European Corporate Governance Institute*, Law Working Paper 08, 2003.

[398] Dialogic, *Het Nederlandse investeringsklimaat* (Studie naar aanleiding van kamerbrief *Naar meer focus in de acquisitie van buitenlandse bedrijven* (*Kamerstukken II,* 32637, nr. 415 (brief)) 2021), p. 9-10; *Redenen waarom bedrijven uit Nederland vertrekken,* bijlage bij *Kamerstukken II* 2023/24, 32637, nr. 584 (bijlage); Rapport van de Adviescommissie belastingheffing van multinationals, *Op weg naar balans in de vennootschapsbelasting: Analyses en aanbevelingen* 2020.

[399] Zie bijvoorbeeld de aanpak die in leidende ranglijsten wordt gebruikt zoals de IMD *World Competitiveness Ranking* ('World Competitiveness Ranking', *IMD* 2023, https://www.imd.org/centers/wcc/world-competitiveness-center/rankings/world-competitiveness-ranking/.) en de 2020 versie van de World Economic Forum (WEF) *The Global Competitiveness Report* (WEF, *The Global Competitiveness Report: Special Edition 2020 – How Countries are Performing on the Road to Recovery*), Genève Switzerland 2020). Zee ook: T. Berger, 'Concepts of National Competitiveness', *Journal of International Business and Economy*, 2008/9(1).

[400] B.T.M. Steins Bisschop, 'Enige aantekeningen bij de wettelijke bedenktijd', *TvOB* 2022, afl. 1, p. 22-23.

een verschuiving in de relaties tussen het bestuur en de investeerders,[401] en voegt een nieuwe dimensie toe voor bedrijven die overwegen of ze hun *governance* structuur, via de statutaire zetel, wel of niet in Nederland onderbrengen. De verwachting is dat de bedenktijd slechts een indirecte impact heeft op het al dan niet ontplooien van bedrijfsactiviteiten in Nederland. Dit is enerzijds omdat de bedenktijd slechts één aspect is van de *corporate governance* structuur en anderzijds omdat ook zonder dat gekozen wordt voor een Nederlandse vennootschap (en dus voor de bedenktijd), bedrijfsactiviteiten in Nederland kunnen worden ontwikkeld.

Het bovenstaande leidt tot de volgende definities, die tevens de basis vormen voor de rest van het onderzoek in dit hoofdstuk. Het *investeringsklimaat* betreft de bereidheid van investeerders om te investeren in Nederlandse beursvennootschappen, ongeacht of deze investeerders nationaal of internationaal zijn. Het *vestigingsklimaat* betreft de bereidheid van buitenlandse bedrijven om zich met hun statutaire zetel in Nederland te vestigen, of van al gevestigde bedrijven om hun zetel in Nederland te behouden. Hieronder worden de factoren besproken die, volgens de literatuur, een invloed kunnen hebben op deze bereidheid.

5.3 Factoren die van invloed zijn op het investerings- en vestigingsklimaat

De lijst van factoren die een mogelijke invloed kunnen hebben op het investerings- en vestigingsklimaat is breed en kan niet uitputtend worden opgesomd.[402] De verschillende factoren die in dit kader worden genoemd zijn vaak met elkaar verweven waardoor het moeilijk is om ze apart te classificeren. Om een voorbeeld te noemen: is het belastingklimaat een factor op zichzelf of maakt het onderdeel uit van het juridische of fiscale stelsel van een land? De verwevenheid van de economische omgeving houdt in dat er geen eenvoudig antwoord bestaat op dit soort vragen.

Een bijkomend probleem is dat verschil van mening bestaat over welke factoren wel, meer, minder, of niet relevant zijn voor het internationale concurrentievermogen, en dat dit mede wordt beïnvloed door verschillende opvattingen over hoe de economie werkt en eruit zou moeten zien.[403] Dit is te zien bijvoorbeeld in de vraag of de Nederlandse beschermingsconstructies voor vennootschappen leiden tot een lagere beurskoers – de bekende *Dutch discount*.[404] Enerzijds wordt beargumenteerd dat deze constructies leiden tot *managerial entrenchment* omdat ze een beperkend effect hebben op de zeggenschap van beleggers over de vennootschap, en dat dit een dempend effect heeft op hun bereidheid om te investeren in Nederlandse beursondernemingen.[405] Anderzijds luidt het argument dat beschermingsconstructies wél gunstig zijn voor beleggers omdat ze het bestuur meer ruimte geven om te focussen op langetermijnwaardecreatie, wat op termijn leidt tot een betere

[401] M. Van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, afl. 6, p. 219-224.
[402] Faure schrijft bijvoorbeeld dat 'Als er een ding uit de literatuur naar voren komt dan is het wel dat de factoren waarmee bedrijven rekening houden bij hun vestiging buitengewoon gevarieerd zijn. Niet alleen spelen zeer veel niet-juridische factoren een rol, maar ook het aantal juridische factoren dat een vestigingsbeslissing beïnvloedt, is groot'. M. Faure, 'De rol van het recht in het vestigingsklimaat', *AA* 2018/0009, p. 17.
[403] Zie bijvoorbeeld: T. Berger, 'Concepts of National Competitiveness', *Journal of International Business and Economy* 2008/9(1).
[404] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 17.
[405] Zie bijvoorbeeld: W.L. Cary, 'Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware', *Yale Law Journal* 1974/83, afl. 4; R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny, 'Legal Determinants of External Finance', *Journal of Financial Economics* (52) 1997, afl. 3; R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny, 'Law and finance', *Journal of Political Economy* (106) 1998, afl. 6; L.Y. Dann & H. DeAngelo, 'Standstill agreements, privately negotiated stock repurchases, and the market for corporate control', *Journal of Financial Economics* 1983/11, p. 277; R.A.F. Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 147)* (diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2018.

beurskoers; het kan zo dus méér, en niet minder, aantrekkelijk zijn voor investeerders dat vennootschappen verschillende beschermingsconstructies kunnen gebruiken.[406] Belangrijk om hier te noemen is dat het bestaan van de *discount* empirisch gezien niet overtuigend is vastgesteld.[407]

Tegenstrijdigheid zoals die rondom de *Dutch discount* is ook elders zichtbaar, bijvoorbeeld in de vraag of milieuwet- en regelgeving wel of niet een nadelig effect heeft op het concurrentievermogen van een land.[408] Hierbij wordt ook wel eens gesproken over een *race to the top* en een *race to the bottom*, waarbij de vraag is of landen bereid zijn om het beschermingsniveau van hun wetgeving op te offeren om een gunstig investerings- en vestigingsklimaat te creëren.[409] Ook hier geldt dat het empirisch zeer lastig is om te bewijzen of bepaalde factoren, zoals wetten of andere maatregelen, al dan niet leiden tot een *race*, en wat voor effect ze hebben op onder andere het investerings- en vestigingsklimaat.[410]

Als laatste, voordat wij de factoren zelf bespreken, is het nodig om stil te staan bij de vraag wat het precies inhoudt voor een land om 'economisch aantrekkelijk' te zijn. Dit wordt wederom beïnvloed door verschillende opvattingen over hoe de economie werkt en eruit zou moeten zien. Zo kan enerzijds worden beargumenteerd dat aantrekkelijkheid wordt gekenmerkt door het in absolute zin aantrekken van zo veel mogelijk bedrijven en investeerders. De tegengestelde gedachte is dat het niet wenselijk is om álle soorten bedrijven en investeerders te verwelkomen, maar alleen diegene die bereid zijn om bij te dragen en te voldoen aan de economische en niet-economische normen en waarden die in een land gelden.

Nederland heeft gekozen voor het Rijnlandse model, dat zich kenmerkt door een focus op langetermijnwaardecreatie en het balanceren van de belangen van verschillende *stakeholders*.[411] Eén gevolg hiervan is dat drempels voor bedrijven en investeerders niet automatisch kunnen worden aangemerkt als negatief voor het investerings- en vestigingsklimaat. Ze kunnen namelijk ook leiden tot een positieve selectie als ze een aantrekkend effect hebben op bedrijven en beleggers die bekommerd zijn over langetermijnwaardecreatie en de bescherming van *stakeholders*, naast hun werend effect op partijen die zoeken naar kortetermijnwinsten.

Zoals reeds aangegeven, is het niet mogelijk om een volledige lijst van factoren te maken die van potentiële invloed zijn op het investerings- en vestigingsklimaat. Het is echter wel mogelijk om een overzicht te maken van en uitleg te geven over een aantal van de belangrijkste factoren die vaak worden genoemd in de academische literatuur, onderzoeksrapporten, en bedrijfspraktijk.

Het betreft de volgende factoren:

- *Corporate governance* en het ondernemingsrecht
- Financiële en fiscale omstandigheden
- De arbeidsmarkt
- Wet- en regelgeving en de effectiviteit van het juridisch stelsel

[406] Zie bijvoorbeeld: Winter 1977; Easterbrook & Fischel 1996, p. 212-227; Romano 1993, p. 151; Romano 1985.
[407] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 17. Zie ook de bespreking in paragraaf 5.4.2.
[408] M. Faure, 'De rol van het recht in het vestigingsklimaat', *AA* 2018/0009.
[409] M. Faure, 'De rol van het recht in het vestigingsklimaat', *AA* 2018/0009, p. 9-12.
[410] M. Faure, 'De rol van het recht in het vestigingsklimaat', *AA* 2018/0009.
[411] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 1; Code, p. 5 (preambule); *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 2.

- De intensiteit van milieuwet- en regelgeving
- Infrastructuur

Hieronder volgt een algemene uitleg van de manier waarop deze factoren van invloed kunnen zijn op het investerings- en vestigingsklimaat van een land.

5.3.1 Corporate governance en het ondernemingsrecht[412]

Corporate governance en het ondernemingsrecht zijn van belang, zowel in Nederland als internationaal, voor de verhoudingen tussen belangrijke vennootschappelijke *stakeholders* zoals het bestuur, de raad van commissarissen, de aandeelhouders, medewerkers, en crediteuren.[413] Het omhelst niet alleen de juridische basisstructuur van de relaties tussen deze partijen maar ook de flexibiliteit die wordt geboden aan ondernemingen, bijvoorbeeld voor het wel of niet gebruiken van bepaalde beschermingsconstructies zoals de Wet bedenktijd.

In paragraaf 5.4 wordt de relatie tussen de bedenktijd en het Nederlandse ondernemingsrecht nader besproken.

5.3.2 Financiële en fiscale omstandigheden[414]

Internationaal opererende bedrijven kunnen, dankzij de openheid van de Nederlandse en andere economieën, hun structuur, bezittingen, en activiteiten inrichten om minder belastingdruk te ervaren[415] of om betere toegang te verkrijgen tot krediet.[416] Tegelijkertijd staat het uitoefenen

---

[412] W.L. Cary, 'Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware', *Yale Law Journal* 1974/83, afl. 4; R.K. Winter, 'State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation', *Journal of Legal Studies* (6) 1977, afl. 2; F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge: Harvard University Press 1996, p. 212-227; R. Romano, 'Law as Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle'. *Journal of Law, Economics and Organization* (1) 1985, afl. 2, p. 225-283; R. Romano, *The Genius of American Corporate Law*, Washington: AEI Press 1993, p. 151; G. Subramaniam, 'The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the Race Debate and Antitakeover Overreaching', *University of Pennsylvania Law Review* (150) 2002, afl. 6; L.A. Bebchuk & A. Cohen, 'Firms' Decisions Where to Incorporate', *Journal of Law & Economics* (46) 2003, afl. 2, p. 383-425; R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny, 'Legal Determinants of External Finance', *Journal of Financial Economics* (52) 1997, afl. 3; R. Braun e.a., 'Does Charter Competition Foster Entrepreneurship? A difference-in-difference approach to European company law reforms', *Journal of Common Market Studies* 2013/51(3); M. Faure, 'De rol van het recht in het vestigingsklimaat', *AA* 2018/0009, p. 15; G. de Jong e.a., *Het Nederlandse Innovatielandschap: De Toekomst Tegemoet*, SEO, Amsterdam 2022; J. Levie & E. Autio, 'Regulatory Burden, Rule of Law, and Entry of Strategic Entrepreneurs: An international panel study, *Journal of Management Studies* 2011/48(6); E. Wymeersch, 'The Transfer of the Company's Seat in European Company Law', *European Corporate Governance Institute*, Law Working Paper 08, 2003.

[413] D.R. Fischel, 'The Corporate Governance Movement', *Vanderbilt Law Review* 1982/35; J.N. Gordon & W-G. Ringe, *The Oxford Handbook of Corporate Law and* Governance, Oxford: United Kingdom 2018, p. 7-9; D.S. Lund & E. Pollman, 'The Corporate Governance Machine', *European Corporate Governance Institute*, Law Working Paper 564/2021, 2022; Ernst & Young 2020, 'Study on Director's duties and sustainable corporate governance', *Publications Office of the European Union* (https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en).

[414] M.G. Baaij e.a., 'Why do multinational corporations relocate core parts of their corporate headquarters abroad?', *Long Range Planning* 2015/48; VNO-NCW & MKB Nederland, *Het verdienvermogen van Nederland* (Brief aan de Commissie voor Economische Zaken en Klimaat) 19 januari 2024; *Redenen waarom bedrijven uit Nederland vertrekken,* bijlage bij *Kamerstukken II* 2023/24, 32637, nr. 584 (bijlage).

[415] J.D. Wilson, 'Theories of Tax Competition', *National Tax Journal* 1999/52(2).

[416] R.G. Rajan & L. Zingales, 'Financial Dependence and Growth', *NBER* Working Paper Series 5758 1996; J.B. Ang, 'A Survey of recent developments in the literature of finance and growth', *Journal of Economic Surveys* 2008/22(3).

van deze keuzevrijheid op gespannen voet met de maatschappelijke verwachting dat bedrijven, bijvoorbeeld door belastingen te betalen aan de overheid, op een eerlijke manier bijdragen aan de financiële situatie van een land.[417] De dynamiek rondom deze spanning, en de verschillende manieren waarop landen hiermee omgaan, zorgt ervoor dat fiscale omstandigheden zoals toegang tot kapitaal, belastingtarieven- en regels, de kwaliteit van financiële markten, van belangrijke invloed zijn op het investerings- en vestigingsklimaat.[418]

5.3.3 Arbeidsmarkt[419]

De kwaliteiten en omvang van de arbeidsmarkt wordt vaak genoemd in de literatuur als een significante factor voor het investerings- en vestigingsklimaat.[420] Relevante onderdelen hiervan zijn het opleidingsniveau van de bevolking, de loonkosten in vergelijking met andere landen, de flexibiliteit van contracten, en de sociale zekerheid die beschikbaar is in een land.[421]

5.3.4 Wet- en regelgeving en de effectiviteit van het juridisch stelsel[422]

De activiteiten van bedrijven en investeerders worden sterk beïnvloed door wet- en regelgeving en de effectiviteit van het juridisch stelsel.[423] Dit laatste houdt onder andere in dat er voldoende infrastructuur en personeel is voor de rechterlijke macht, en dat dat personeel een goede opleiding en compensatie ontvangt, zodat het beleid kan uitvoeren en handhaven op een onafhankelijke manier.[424]

Een stabiele beleidsrichting wordt in het algemeen gezien als belangrijk voor het investerings- en vestigingsklimaat omdat het ervoor zorgt dat partijen hun economische activiteiten op een

---

[417] Rapport van de Adviescommissie belastingheffing van multinationals *Op weg naar balans in de vennootschapsbelasting: Analyses en aanbevelingen* 2020.
[418] M.P. Devereux, B. Lockwood & M. Redoano, 'Do countries compete over corporate tax rates', *Journal of Public Economics*, 2008/92.
[419] T. Laamanen, T. Simula & S. Torstila, 'Cross-border relocations of headquarters in Europe', *Journal of International Business Studies* 2012/43; M.G. Baaij e.a., 'Why do multinational corporations relocate core parts of their corporate headquarters abroad?', *Long Range Planning* 2015/48, p. 50; *Het Nederlandse investeringsklimaat* (Studie naar aanleiding van kamerbrief *Naar meer focus in de acquisitie van buitenlandse bedrijven* (*Kamerstukken II,* 32637, nr. 415 (brief)) 2021; G. de Jong e.a., *Het Nederlandse Innovatielandschap: De Toekomst Tegemoet*, SEO, Amsterdam 2022; *Redenen waarom bedrijven uit Nederland vertrekken,* bijlage bij *Kamerstukken II* 2023/24, 32637, nr. 584 (bijlage); VNO-NCW & MKB Nederland, *Het verdienvermogen van Nederland* (Brief aan de Commissie voor Economische Zaken en Klimaat) 19 januari 2024.
[420] M.E. Porter, 'The Competitive Advantage of Nations', *Harvard Business Review* 1990; M. Delgado e.a., 'The Determinants of National Competitiveness', *NBER*, Working Paper 18249, 2012; *Het Nederlandse investeringsklimaat* (Studie naar aanleiding van kamerbrief *Naar meer focus in de acquisitie van buitenlandse bedrijven* (*Kamerstukken II,* 32637, nr. 415 (brief)) 2021; G. de Jong e.a., *Het Nederlandse Innovatielandschap: De Toekomst Tegemoet*, SEO, Amsterdam 2022; *Redenen waarom bedrijven uit Nederland vertrekken,* bijlage bij *Kamerstukken II* 2023/24, 32637, nr. 584 (bijlage).
[421] Eindrapport van de Commissie Regulering van Werk, *In wat voor land willen wij werken*? 2020.
[422] M. Faure, 'De rol van het recht in het vestigingsklimaat', *AA* 2018/0009, p. 15; A. Perry, 'Effective Legal Systems and Foreign Direct Investment: In search of the evidence', *International and Comparative Law Quarterly* 2000; G. de Jong e.a., *Het Nederlandse Innovatielandschap: De Toekomst Tegemoet*, SEO, Amsterdam 2022; *Redenen waarom bedrijven uit Nederland vertrekken,* bijlage bij *Kamerstukken II* 2023/24, 32637, nr. 584 (bijlage); VNO-NCW & MKB Nederland, *Het verdienvermogen van Nederland* (Brief aan de Commissie voor Economische Zaken en Klimaat) 19 januari 2024.
[423] T. Besley, 'Law, Regulation, and the Business Climate: The Nature and Influence of the World Bank Doing Business Project', *Journal of Economic Perspectives* 2015/29(3); M. Faure, 'De rol van het recht in het vestigingsklimaat', *AA* 2018/0009.
[424] A. Perry, 'Effective Legal Systems and Foreign Direct Investment: In search of the evidence', *International and Comparative Law Quarterly* 2000, p. 782-784.

relatief voorspelbare en betrouwbare manier kunnen organiseren.[425] De gedachte is dat partijen onder deze omstandigheden minder risico lopen, dus meer rendement mogen verwachten, en daardoor meer geprikkeld zullen zijn om te investeren of te beleggen. Een gerelateerd punt is dat de corruptiegraad van een land ook van invloed kan zijn op het investerings- en vestigingsklimaat.[426]

5.3.5 Intensiteit van milieuwet- en regelgeving[427]

De intensiteit van milieuwet- en regelgeving wordt regelmatig genoemd in discussies over het concurrentievermogen van landen.[428] Eén zienswijze op deze regels is dat ze leiden tot meer kosten voor bedrijven, wat drukt op hun winstgevendheid, en ertoe kan leiden dat ze minder geneigd zullen zijn om hun activiteiten in dat land te laten plaatsvinden.[429] Een andere zienswijze is dat milieuwet- en regelgeving een positieve invloed kan hebben op de concurrentiepositie van bedrijven omdat het ze dwingt om te innoveren, bijvoorbeeld om grondstoffen efficiënter te gebruiken.[430] Tegen de eerste zienswijze wordt soms beweerd dat het kan leiden tot een *race to the bottom* omdat het landen een prikkel geeft om een *pollution haven* te worden door het beschermingsniveau van hun wet- en regelgeving lager in te stellen.[431] De tweede zou dan kunnen leiden, op basis van een tegenovergesteld effect, tot een *race to the top*.[432] Het is niet duidelijk op basis van empirisch onderzoek welk van de *races* een sterker effect heeft, en er is bewijs voor beiden te vinden in verschillende omstandigheden.[433]

---

[425] R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny, 'Legal determinants of external finance', *The Journal of Finance* 1997/3; A. Perry, 'Effective Legal Systems and Foreign Direct Investment: In search of the evidence', *International and Comparative Law Quarterly* 2000, p. 782-784.

[426] In het algemeen zie: A. Perry, 'Effective Legal Systems and Foreign Direct Investment: In search of the evidence', *International and Comparative Law Quarterly* 2000, p. 781-783. Het effect hiervan is niet altijd eenduidig in de voorkeur van minder corruptie. Het is namelijk ook mogelijk dat marktpartijen, via betaling van steekpenningen, er zo in slagen om hun activiteiten soepeler te laten lopen. M. Faure, 'De rol van het recht in het vestigingsklimaat', *AA* 2018/0009, p. 13.

[427] M. Faure, 'De rol van het recht in het vestigingsklimaat', *AA* 2018/0009, p. 16-17; *Het Nederlandse investeringsklimaat* (Studie naar aanleiding van kamerbrief *Naar meer focus in de acquisitie van buitenlandse bedrijven* (*Kamerstukken II,* 32637, nr. 415 (brief)) 2021; *Redenen waarom bedrijven uit Nederland vertrekken,* bijlage bij *Kamerstukken II* 2023/24, 32637, nr. 584 (bijlage), p. 12.

[428] *Redenen waarom bedrijven uit Nederland vertrekken,* bijlage bij *Kamerstukken II* 2023/24, 32637, nr. 584 (bijlage), p. 12.

[429] N. Benatti e.a., 'Environmental regulation and productivity growth in the Euro area: Testing the porter hypothesis', *Journal of Environment Economics and Management* 2024/126, p. 1.

[430] N. Benatti e.a., 'Environmental regulation and productivity growth in the Euro area: Testing the porter hypothesis', *Journal of Environment Economics and Management* 2024/126; S. Ambec e.a., 'The Porter hypothesis at 20: Can environmental regulation enhance innovation and competitiveness?', *Toulouse School of Economics*, Working Paper Series 10-215, 2010; M. Faure, 'De rol van het recht in het vestigingsklimaat', *AA* 2018/0009, p. 12.

[431] A. Levinson & M.S. Taylor, 'Unmasking the Pollution Haven Effect', *International Economic Review* 2008/49(1).

[432] M. Faure, 'De rol van het recht in het vestigingsklimaat', *AA* 2018/0009, p. 12.

[433] M.A. Cohen & A. Tubb, 'The Impact of Environmental Regulation on Firm and Country Competitiveness: A meta-analysis of the porter hypothesis', *Journal of the Association of Environmental and Resource Economists* 2018/5(2); M. Faure, 'De rol van het recht in het vestigingsklimaat', *AA* 2018/0009, p. 18; N. Benatti e.a., 'Environmental regulation and productivity growth in the Euro area: Testing the porter hypothesis', *Journal of Environment Economics and Management* 2024/126.

5.3.6 Infrastructuur[434]

De infrastructuur van een land wordt vaak gezien als een relevante factor voor het investerings- en vestigingsklimaat.[435] De term is echter zeer algemeen en wordt op een nauwe en brede manier ingezet om een scala aan verschillende (sub-)factoren te omschrijven. Sommige studies kijken bijvoorbeeld alleen naar de sociale infrastructuur[436] terwijl anderen zich richten op de fysieke infrastructuur.[437] Hiernaast zijn er ook studies die een bredere aanpak hanteren, zoals de *World Competitiveness Ranking* van het IMD. Deze invloedrijke ranglijst maakt onderscheid tussen vijf verschillende soorten infrastructuur: de basisinfrastructuur (oppervlak, water, wegen, etc.), de technologische infrastructuur (communicatienetwerk, internet), de wetenschappelijke infrastructuur (patenten, intellectueel eigendomsrechten), gezondheid en milieu (CO_2-emissies, vervuiling, bebossing), en onderwijs (geletterdheid, taalvaardigheden, opleidingsniveaus).[438] In dit onderzoek volstaat het om de term infrastructuur op een algemene manier te gebruiken.

5.4 De bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat

In deze paragraaf wordt eerst een overzicht gegeven van de visies in de internationale literatuur over de relatie tussen beschermingsconstructies en het investerings- en vestigingsklimaat. Vervolgens wordt de Nederlandse literatuur over dit onderwerp besproken. Tot slot wordt specifiek ingegaan op de relatie tussen de bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat.

5.4.1 Internationale literatuur over beschermingsconstructies en het investerings- en vestigingsklimaat

Beschermingsconstructies kunnen van invloed zijn op de verhoudingen tussen aandeelhouders en het bestuur. Dit brengt met zich dat ook de bedenktijd als een vorm van beschermingsconstructie een mogelijk relevante factor kan zijn voor het investerings- en vestigingsklimaat. In de internationale literatuur over dit onderwerp staat doorgaans de vraag centraal of beschermingsconstructies een positieve of negatieve invloed hebben op het waardecreërend vermogen van een vennootschap en de bereidheid van aandeelhouders om erin te investeren.

Volgens de *'managerial entrenchment'* hypothese hebben beschermingsconstructies een nadelig effect op het waardecreërend vermogen van vennootschappen omdat ze het bestuur isoleren van de disciplinerende werking van aandeelhouders en de overnamemarkt.[439] Dit

---

[434] *Het Nederlandse investeringsklimaat* (Studie naar aanleiding van kamerbrief *Naar meer focus in de acquisitie van buitenlandse bedrijven* (*Kamerstukken II,* 32637, nr. 415 (brief)) 2021; G. de Jong e.a., *Het Nederlandse Innovatielandschap: De Toekomst Tegemoet*, SEO, Amsterdam 2022; *Redenen waarom bedrijven uit Nederland vertrekken,* bijlage bij *Kamerstukken II* 2023/24, 32637, nr. 584 (bijlage); VNO-NCW & MKB Nederland, *Het verdienvermogen van Nederland* (Brief aan de Commissie voor Economische Zaken en Klimaat) 19 januari 2024.
[435] M. Delgado e.a., 'The Determinants of National Competitiveness', *NBER*, Working Paper 18249/2012; R.J. Dzeng & S.S. Wang 2008, 'An analysis of infrastructure development based on national competitiveness perspectives', *Construction Management and Economics* 2008/26.
[436] M. Delgado e.a., 'The Determinants of National Competitiveness', *NBER*, Working Paper 18249/2012.
[437] Rapport van de Adviescommissie belastingheffing van multinationals, *Op weg naar balans in de vennootschapsbelasting: Analyses en aanbevelingen* 2020, p. 16-17.
[438] 'World Competitiveness Ranking', *IMD 2023*, https://www.imd.org/centers/wcc/world-competitiveness-center/rankings/world-competitiveness-ranking/.
[439] Zie bijvoorbeeld: W.L. Cary, 'Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware', *Yale Law Journal* 1974/83, afl. 4; R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny, 'Legal Determinants of External

vergroot volgens deze hypothese het *managerial agency* probleem dat ontstaat uit de scheiding tussen eigendom en controle, wat zou leiden tot inefficiëntie en het waardecreërend vermogen van vennootschappen zou ondermijnen, met potentieel brede effecten voor de hele economie. Het is dan ook logisch dat beschermingsconstructies vanuit dit perspectief worden aangemerkt als slecht voor het nationale concurrentievermogen.

Uit deze hypothese volgt dat beschermingsconstructies een negatieve impact kunnen hebben op het investeringsklimaat, omdat aandeelhouders minder snel bereid zullen zijn, of enkel tegen een korting, om te investeren in een vennootschap met grotere *managerial agency* problemen. De impact van beschermingsconstructies op het vestigingsklimaat kan volgens deze hypothese in twee richtingen gaan. Enerzijds is het mogelijk dat de aanwezigheid van beschermingsconstructies beursvennootschappen aantrekt doordat het management op zoek gaat naar de grootst mogelijke bescherming.[440] Anderzijds kan de negatieve impact van beschermingsconstructies op het investeringsklimaat het ook onaantrekkelijk maken voor vennootschappen om zich in een bepaalde jurisdictie te vestigen, omdat de vennootschap moeilijker kapitaal zal kunnen ophalen bij investeerders.[441]

Er zijn echter andere theorieën die ervan uitgaan dat beschermingsconstructies wél gunstig kunnen zijn voor aandeelhouders. Ter ondersteuning van deze *'shareholders' interest'* hypothese wordt een aantal argumenten naar voren gebracht.[442] Het eerste argument is dat beschermingsconstructies het bestuur isoleren van de kortetermijnimpulsen van beleggers en meer ruimte geven om te focussen op langetermijnwaardecreatie. Dit zou op lange termijn moeten leiden tot een betere beurskoers en dus een betere samenloop tussen de belangen van het bestuur en de aandeelhouders.[443] Het tweede argument is dat beschermingsconstructies, in het geval van een overname, het bestuur beter in staat stellen om gunstige voorwaarden te onderhandelen.[444] Het derde argument is dat beschermingsconstructies een signaal zijn voor

---

Finance', *Journal of Financial Economics* (52) 1997, afl. 3; R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny, 'Law and finance', *Journal of Political Economy* (106) 1998, afl. 6; L.Y. Dann & H. DeAngelo, 'Standstill agreements, privately negotiated stock repurchases, and the market for corporate control', *Journal of Financial Economics* 1983/11, p. 277; R.A.F. Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 147)* (diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. 6.2.6. e.v.

[440] Zie met betrekking tot de idee van een *race to the bottom* in de Amerikaanse staat Delaware: W.L. Cary, 'Federalism and corporate law: reflections upon Delaware', *Yale Law Journal* (83) 1974, afl. 4, p. 663-705.

[441] Zie voor de idee dat aandeelhoudersbescherming belangrijk is voor de groei van aandelenmarkten (en dus ook voor het vestigingsklimaat) de zogenaamde '*law and finance*' literatuur: R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny, 'Legal Determinants of External Finance', *Journal of Financial Economics* (52) 1997, afl. 3, p. 1131-1150; R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny, 'Law and finance', *Journal of Political Economy* (106) 1998, afl. 6, p. 1113-1155.

[442] Voor een overzicht zie: J.M. Karpoff & M.D. Wittry, 'Corporate takeover defenses', ECGI Finance Working Paper N° 843/2022, p. 12-14. Zie ook: R.K. Winter, 'State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation', *Journal of Legal Studies* 1977, p. 251-292; F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, *The economic structure of corporate law*, Cambridge: Harvard University Press 1996; R. Romano, *The genius of American corporate law*, Washington: AEI Press 1993; R. Romano, 'Law as product: Some pieces of the incorporation puzzle', *Journal of Law, Economics and Organization* 1985.

[443] Zie bijvoorbeeld: J.C. Stein, 'Takeover threats and managerial myopia', *Journal of Political Economy* 1988/96, p. 61-80; T.J. Chemmanur & Y. Jiao, 'Dual class IPOs: A theoretical analysis', *Journal of Banking & Finance* 2012/36, p. 305-319; S. Bhojraj, P. Sengupta & S. Zhang, 'Takeover defenses: Entrenchment and efficiency', *Journal of Accounting and Economics* 2017/63, p. 142-160.

[444] H. DeAngelo & E.M. Rice, 'Antitakeover charter amendments and stockholder wealth', *Journal of Financial Economics* 1983/11, p. 329-359; R. Stulz. 'Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control', *Journal of Financial Economics* 1988/20, p. 25-54; E.G. Harris, 'Antitakeover measures,

strategische partners, leveranciers, managers, en consumenten dat de vennootschap haar beleid niet onder druk van aandeelhouders op een onverwachte en voor hun nadelige manier zal aanpassen.[445] Het lagere risico voor deze partijen zou ook in het voordeel van de aandeelhouders zijn. Uit deze hypothese volgt dat beschermingsconstructies een positieve invloed zouden hebben op het investerings- en vestigingsklimaat.

De relatie tussen beschermingsconstructies en het investerings- en vestigingsklimaat is in de literatuur ook empirisch onderzocht. Wat het investeringsklimaat betreft, is er geen eenduidig antwoord op de vraag of beschermingsconstructies een positief dan wel een negatief effect hebben op aandeelhouderswaarde.[446] Er is veel onderzoek dat het idee van *managerial entrenchment* ondersteunt en vindt dat beschermingsconstructies leiden tot minder aandeelhouderswaarde.[447] Deze hypothese wordt dan ook vaak gebruikt om te adviseren tegen het gebruik van beschermingsconstructies.[448] Er zijn echter verschillende onderzoeken waarin bewijs wordt gevonden voor de tegengestelde *shareholders' interest* visie.[449] Relevant is dat

golden parachutes, and target firm shareholder welfare', *Rand Journal of Economics* 1990/21, p. 614-625; R. Comment & G.W. Schwert 'Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures', *Journal of Financial Economics* 1995/39, p. 3-43; J.F. Cotter, A. Shivdasani, & M. Zenner, 'Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?' *Journal of Financial Economics* 1997/43, p. 195-218; R.A. Heron & E. Lie, 'On the use of poison pills and defensive payouts by takeover targets', Journal of Business, 2006/79, p. 1783-1807; R.A. Heron, 'The effect of poison pill adoptions and court rulings on firm entrenchment', *Journal of Corporate Finance* 2015/35, p. 286-296.

[445] W.C. Johnson, J.M. Karpoff & S. Yi, 'The bonding hypothesis of takeover defenses: Evidence from IPO firms', *Journal of Financial Economics* 2015/117, p. 307-332; L. Cen, S. Dasgupta & R. Sen, 'Discipline or disruption? Stakeholder relationships and the effect of takeover threat', *Management Science* 2016/62, p. 2820-2841; K.M. Cremers, L.P. Litov & S.M. Sepe, 'Staggered boards and long-term firm value, revisited', *Journal of Financial Economics* 2017/126, p. 422-444; K.M. Cremers et al., 'Shadow pills, visible pill policy, and firm value', *Unpublished working paper,* University of Notre Dame, 2022.

[446] T. Vos, *Shareholder protection in share issuances: A comparative law and economics approach* (diss. KU Leuven) 2021, paras. 704-706; M. Burkart & F. Panunzi, 'Takeovers' in X. Freixas, P.H. Hartmann & C. Mayer (eds.) *Financial Markets and Institutions: A European Perspective*, Oxford University Press, Oxford, United Kingdom, 2006, p. 265-297; J.M. Karpoff & M.D. Wittry, 'Corporate takeover defenses', *ECGI Finance Working Paper* N° 843/2022, p. 14-19.

[447] Een selectie: G.A. Jarrell & A.B. Poulsen, 'Shark repellents and stock prices: The effects of antitakeover amendments since 1980', *Journal of Financial Economics* 1987/19, p. 127-168; P.H. Malatesta & R.A. Walkling, 'Poison pill securities: Stockholder wealth, profitability, and ownership structure', *Journal of Financial Economics* 1988/20, p. 347-376; M. Ryngaert, 'The effect of poison pill securities on shareholder wealth', *Journal of Financial Economics*, 1988/20, p. 377-417; J.M. Karpoff & P.H. Malatesta, 'The wealth effects of second-generation state takeover legislation', *Journal of Financial Economics* 1989/25, p. 291-322; V. Cunat, M. Gine & M. Guadalupe, 'The vote is cast: The effect of corporate governance on shareholder value', *Journal of Finance* 2012/67, p. 1943-1977; M.E. Souther, 'The effects of takeover defenses: Evidence from closed-end funds', *Journal of Financial Economics* 2016/119, p. 420-440; P. Gompers, J. Ishii & A. Metrick, 'Corporate governance and equity prices', *Quarterly Journal of Economics* 2003/118, p. 107-156; L.A. Bebchuk, A. Cohen, & A. Ferrell, 'What matters in corporate governance?', *Review of Financial Studies* 2009/22, p. 783-827; M. Cremers & A. Ferrell, 'Thirty years of shareholder rights and firm value', *Journal of Finance* 2014/69, p. 1167-1196; L.A. Bebchuk & A. Cohen, 'The costs of entrenched boards', *Journal of Financial Economics* 2005/78, p. 409-433.

[448] J.M. Karpoff & M.D. Wittry, 'Corporate takeover defenses', *ECGI Finance Working Paper* N° 843/2022, p. 12.

[449] Een selectie: S.C. Linn & J.J. McConnell, 'An empirical investigation of the impact of 'antitakeover' amendments on common stock prices', *Journal of Financial Economics* 1983/11, p. 361-399; J.A. Brickley, J.L. Coles & R.L. Terry, 'Outside directors and the adoption of poison pills', *Journal of Financial Economics* 1994/35, p. 371-390; M. Straska & H.G. Waller, 'Do antitakeover provisions harm shareholders?', *Journal of Corporate Finance* 2010/16, p. 487-497; R. Comment & G.W. Schwert 'Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures', *Journal of Financial Economics* 1995/39, p. 3-43; J.F. Cotter, A. Shivdasani, & M. Zenner, 'Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?' *Journal of Financial Economics* 1997/43, p. 195-218; R.A. Heron & E. Lie, 'On the use of poison pills and

beschermingsconstructies een internationaal gemeengoed zijn. Bijna alle bedrijven in de VS maken gebruik van beschermingsconstructies, ondanks de aandeelhoudersoriëntatie van dat land.[450]

Wat betreft het vestigingsklimaat zijn er relatief weinig empirische studies naar de relatie tussen beschermingsconstructies en het aantal vestigingen. De resultaten van de studies, die vooral gericht zijn op vennootschappen in de VS, zijn niet eenduidig. De meest invloedrijke studies, uit 2002 en 2003, suggereren dat beschermingsconstructies leiden tot meer vestigingen.[451] Andere studies, uit 2002 en 2006, suggereren dat beschermingsconstructies geen noemenswaardig effect hebben op het aantal vestigingen.[452] Volgens de meest recente studie uit 2020 leiden beschermingsconstructies tot een lager aantal vestigingen.[453] Op basis van het geringe aantal studies, de tegenstrijdigheid van de bevindingen, en hun Amerikaans verband, is het niet mogelijk om op basis van de hiervoor besproken literatuur conclusies te trekken over de invloed van de Wet bedenktijd en andere beschermingsconstructies op het aantal vestigingen in Nederland.

5.4.2 Nederlandse literatuur over beschermingsconstructies en het investerings- en vestigingsklimaat

In vervolg op het internationale overzicht wordt hierna ingegaan op de Nederlandse literatuur over de relatie tussen beschermingsconstructies en het investerings- en vestigingsklimaat.

Voor wat betreft het investeringsklimaat bestaat de vrees dat beschermingsconstructies kunnen leiden tot de reeds genoemde *Dutch discount*. Een aantal empirische studies uit de periode tussen 1992-2006 vindt bewijs voor het bestaan van deze *discount*.[454] Meer recent onderzoek,

---

defensive payouts by takeover targets', *Journal of Business* 2006/79, p. 1783-1807; S. Bhojraj, P. Sengupta & S. Zhang, 'Takeover defenses: Entrenchment and efficiency', *Journal of Accounting and Economics* 2017/63, p. 142-160; K.M. Cremers, L.P. Litov & S.M. Sepe, 'Staggered boards and long-term firm value, revisited', *Journal of Financial Economics* 2017/126, p. 422-444; O. Eldar, M.D. Wittry, 'Crisis poison pills', *Review of Corporate Finance Studies* 2021/10, p. 204-251; S. Guernsey et al., 'Classified boards: Endangered species or hidden in plain sight?', *Working paper,* University of Tennessee 2022; W.C. Johnson, J.M. Karpoff & S. Yi, 'The bonding hypothesis of takeover defenses: Evidence from IPO firms', *Journal of Financial Economics* 2015/117, p. 307-332; L. Cen, S. Dasgupta & R. Sen, 'Discipline or disruption? Stakeholder relationships and the effect of takeover threat', *Management Science* 2016/62, p. 2820-2841; K.M. Cremers et al., 'Shadow pills, visible pill policy, and firm value', *unpublished working paper*, University of Notre Dame 2022; A. Dey & J.T. White, 'Labor mobility and antitakeover provisions', *Journal of Accounting and Economics* 2021/71, p. 1-24; L.C. Field & M. Lowry, 'Bucking the trend: Why do IPOs choose controversial governance structures and why do investors let them?', *Journal of Financial Economics* 2022/146, p. 27-54.

[450] J.M. Karpoff & M.D. Wittry, 'Corporate takeover defenses', *ECGI Finance Working Paper* N° 843/2022, p. 1.

[451] L.A. Bebchuk & A. Cohen, 'Firms' decisions where to incorporate', *The Journal of Law and Economics* 2003/46(2), p. 383-425; G. Subramanian, 'The influence of antitakeover statutes on incorporation choice: evidence on the "race" debate and antitakeover overreaching', *University of Pennsylvania Law Review* 2002/150(6), p. 1795-1873.

[452] M. Kahan. 'The demand for corporate law: statutory flexibility, judicial quality, or takeover protection?', *Journal of Law, Economics, and Organization* 2006/22(2), p. 340-365. R. Daines, 'The incorporation choices of IPO firms', *NYUL Rev*. 2002/77, p. 1559.

[453] O. Eldar & L. Magnolfi, 'Regulatory competition and the market for corporate law', *American Economic Journal: Microeconomics* 2020/12(2), p. 60-98.

[454] A.L.R. Cantrijn & M.R. Kabir, 'De invloed van preferente beschermingsaandelen op aandelenkoersen', *MAB* 1992/66, afl.7/8, p. 328-340; R. Bosveld & S.A.M. Goedbloed, 'Effecten van beschermingsconstructies op aandelenkoersen', *MAB* 1996, p. 261-270 (zij zijn echter erg voorzichtig in hun conclusies); L.R.T. van der Goot, 'De prijs van beschermingsconstructies', *De Naamlooze Vennootschap* 1995/73, p. 134-139.

zoals dat van het Centraal Plan Bureau (CPB) uit 2015[455] naar aanleiding van de beursgang van ABN AMRO, laat een wisselend beeld zien. Het CPB geeft aan dat er twee mogelijke effecten zouden zijn afhankelijk van de mate van bescherming. Ten eerste zou een beperkte bescherming een positief effect kunnen hebben vanwege de extra tijd die de onderneming daarmee heeft in geval van een vijandige overname. Ten tweede zou de introductie van een minder beperkte beschermingsconstructie kunnen leiden tot een gemiddelde daling van de waarde van de emittent van ongeveer 8 tot 10 procent. In een beperkte studie van Timmermans uit 2018 op basis van de beurskoers van KPN,[456] wordt geconcludeerd dat beschermingsconstructies vrijwel geen invloed hebben op de waardering van beursvennootschappen. Van belang is erop te wijzen dat studies op basis van de beurskoers van één enkele vennootschap niet noodzakelijk representatief zijn.

In de literatuur wordt gewezen op andere factoren die een *Dutch discount* zouden kunnen veroorzaken, zoals liquiditeitsverschillen tussen markten,[457] en wordt het mogelijk geacht dat beschermingsconstructies, voor vergelijkbare redenen als reeds gegeven bij de *shareholders' interest* zienswijze, kunnen compenseren voor een eventueel lagere beurskoers.[458] De conclusie is dat er geen eenduidige visie is in de literatuur over de invloed van beschermingsconstructies op het investeringsklimaat. Wel is het algemeen erkend dat er, in ieder geval op dit moment, onvoldoende bewijs is voor het bestaan van een *Dutch discount* vanwege deze constructies.

De Nederlandse academische literatuur besteedt relatief weinig aandacht aan de relatie tussen beschermingsconstructies en het vestigingsklimaat. Meerdere auteurs onderstrepen het belang van het vestigingsklimaat,[459] vaak met een verwijzing naar overheidsdoelstellingen en beleid, maar vullen dit niet aan met een theoretische of empirische beschouwing.

5.4.3 Nederlandse literatuur over de bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat

Meer specifiek voor wat betreft de relatie tussen de bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat is de positie van de regering, blijkende uit de memorie van toelichting, dat de bedenktijd een effect kan hebben op het investeringsklimaat, maar dat er voldoende waarborgen in de wet zijn opgenomen om dit effect te voorkomen of te minimaliseren.[460]

---

[455] CPB Risicorapportage Financiële Markten 2015, 5 juni 2015, p. 22. Bijlage bij *Kamerstukken II* 2014/15, nr. 9. Den Boogert bekritiseert dat het CPB-onderzoek is gebaseerd op studies uit de VS over andere beschermingsvormen en niet uitlegt waarom deze studies en vormen relevant zijn voor de Nederlandse situatie rondom ABN Amro die het analyseert (M. den Boogert, 'De beursgang en bescherming van ABN AMRO', in: C.D.J. Bulten, M.P. Nieuwe Weme & N.S.G.J. Vermunt (red.), *Vertrouwen in het ondernemingsrecht en het financiële recht. Liber amicorum prof. mr. S.C.J.J. Kortmann (Serie Van der Heijden Instituut nr. 150)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, par. 4.4.2).

[456] R.A.F. Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 147*) (diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. 2.6.4.

[457] P. Wakkie, 'Beschermingsmaatregelen en dutch discount', in: G. van Solinge e.a., *Nederland, het Delaware van Europa? Voordrachten en discussieverslag van het gelijknamige congres van het Van der Heijden Instituut op 20 en 21 november 2015 (Serie Van der Heijden Instituut nr. 135),* Deventer: Wolters Kluwer 2016.

[458] J. de Koning Gans & W.J. Oostwouder, 'Herwaardering van certificering als beschermingsconstructie, *O&F* 2010/18, afl. 4, p. 63.

[459] A.A. Bootsma, E.J. Breukink, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'Multiple corporate citizenship in een veranderende wereld', *OR* 2021/97, afl. 14, p. 601-614; C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen. Beschouwingen over de vennootschapsrechtelijke, financieeltoezichtrechtelijke, contractuele en praktische aspecten van beursovernames (Serie Van der Heijden Instituut nr. 143)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, par. 20.1; H.J. de Kluiver, 'Modernisering Ondernemingsrecht; waarheen, waarvoor?', *OR* 2017/118, afl. 14.

[460] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 2, p. 12-14.

Tijdens de consultatie van het voorontwerp bedenktijd is, zoals beschreven in paragraaf 2.6.8, veel kritiek gekomen op de bedenktijd vanuit de vrees dat dit een negatieve invloed zou hebben op het investerings- en/of vestigingsklimaat.

De relatie tussen de bedenktijd en het vestigingsklimaat wordt specifiek besproken door Ancery. Deze auteur twijfelt of de bedenktijd een negatief effect zal hebben op het vestigingsklimaat omdat de responstijd al langer bestaat en geen bewezen negatief effect heeft gehad.[461]

Wat betreft de invloed van de bedenktijd op het investeringsklimaat zijn in de literatuur verschillende visies terug te vinden. De visie van de regering wordt bijvoorbeeld gesteund door Kleipool en Pouwer die beargumenteren dat de bedenktijd in principe geen belemmering vormt voor de vrije markt en het investeringsklimaat.[462] De auteurs onderstrepen echter wel een risico dat de bedenktijd verkeerd wordt geïnterpreteerd, als een belemmering, en dat dit nadelig kan zijn voor dit klimaat. Traas is van mening dat er aanzienlijke risico's kunnen zijn voor het investeringsklimaat vanwege de bedenktijd maar is onzeker over hoe deze in de praktijk zullen uitpakken.[463] De Brauw is kritischer over de bedenktijd en vindt dat het een 'onnodig negatief signaal [geeft] aan de hechte internationale *investor community*'.[464] Volgens Koster kan de bedenktijd 'ertoe… leiden dat een potentiële bieder wegloopt. Dergelijke beïnvloeding van de marktwerking moeten we mijns inziens niet willen'.[465] Ook Kemperink meent dat de bedenktijd 'investeerders uit andere lidstaten ervan [zal] weerhouden om een deelneming in de doelvennootschap te verwerven'.[466]

De algemene conclusie is dat in de juridische literatuur wordt gesteld dat de bedenktijd een risico kan opleveren voor het investerings- en vestigingsklimaat. Deze stelling is vooral gebaseerd op het voorontwerp van de Wet bedenktijd en de indrukken van markpartijen tijdens de consultatie. Er is geen theoretisch of empirisch onderzoek verricht naar de relatie tussen de bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat.

5.5 Analyse van nieuwe noteringen door Nederlandse vennootschappen

Om de bovenstaande hypothesen uit de literatuur verder te onderzoeken werd ook een aantal empirische onderzoeken uitgevoerd. Zo werd om de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat te onderzoeken de evolutie van het aantal noteringen van Nederlandse beursvennootschappen aan de Euronext markten net voor en na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd in kaart gebracht. De achterliggende gedachte hiervan is dat als de bedenktijd een positieve, neutrale of negatieve impact heeft op het vestigingsklimaat, dit moet leiden tot respectievelijk een stijging, constant blijven of daling van het aantal beursnoteringen van Nederlandse vennootschappen sinds 1 mei 2021. Deze noteringen kunnen plaatsvinden aan Euronext Amsterdam of aan een buitenlandse beurs, aangezien de bedenktijd van toepassing is op alle Nederlandse beursvennootschappen. Het nadeel van deze methode is dat het aantal

[461] A.G.F. Ancery, 'Wetsvoorstel bedenktijd bestuur beursvennootschappen. Over het Rijnlandse model, activistische aandeelhouders en het vrij verkeer van kapitaal', *MvV* 2019, afl. 2, p. 74.
[462] R.H. Kleipool & R.L. Pouwer, 'Tijd en rust wettelijk toegevoegd aan de gereedschapskist van het bestuur', *MvO* 2019/5.2, p. 144.
[463] R. Traas, 'De voorgestelde wettelijke bedenktijd: een (on)gerechtvaardigde belemmering?', *MvO* 2019/5.4, p. 149-154.
[464] C.J.C. de Brauw, 'Bescherming van beursvennootschappen: tijd voor herijking op basis van de pijlers van het huidige *stakeholder*-model', *OR* 2019/94, afl. 10/11, p. 531.
[465] H. Koster, 'Na AkzoNobel: meer bescherming vereist voor beursvennootschappen?', *O&F* 2018/1.3, p. 39.
[466] G. Kemperink, 'Nederlandse kroonjuwelen en buitenlandse bieders', *NJB* 2017/1512, afl. 28, p. 1959.

noteringen ook sterk beïnvloed wordt door wereldwijde economische trends waardoor het effect van de bedenktijd moeilijk te isoleren is. Daarom wordt de evolutie in noteringen door Nederlandse beursvennootschappen ook vergeleken met de evolutie in noteringen door andere beursvennootschappen, die wellicht onderworpen zijn aan dezelfde economische trends. Daarbij valt echter niet uit te sluiten dat er een mogelijkheid bestaat dat vennootschappen met een statutaire zetel in Nederland sterker onderhevig zijn aan bepaalde economische trends dan andere vennootschappen.

Omwille van de haalbaarheid van het onderzoek, is ervoor gekozen om het empirisch onderzoek te beperken tot beursnoteringen van Nederlandse vennootschappen aan de Euronext markten (binnen en buiten Nederland), waarvoor de data beschikbaar zijn via de Euronext Factbooks.[467] De Euronext Factbooks bevatten data over alle nieuwe noteringen aan de verschillende Euronext markten in de verschillende landen (Brussel, Amsterdam, Parijs, Dublin, Lissabon, Milaan en Oslo) en van de verschillende segmenten (Euronext, Euronext Growth (vroeger Alternext) en Euronext Access (vroeger Vrije Markt)) tussen 2015 en 2023. Deze data werden samengebracht in één dataset.

Het onderzoek is enkel gericht op nieuwe beursnoteringen door middel van een '*Initial Public Offering*' (IPO), '*de-SPAC* transactie', '*spin-off'*, *'merger'* of '*direct listing'*.[468] De reden hiervoor is dat bij deze transacties in principe een keuze moet worden gemaakt over welke rechtsvorm men wil voor de vennootschap, vooraleer men de aandelen van de vennootschap zal noteren. Als de bedenktijd een impact heeft op het vestigingsklimaat, dan zal die impact onder meer spelen bij dergelijke beslissingen. Dat argument geldt in iets mindere mate bij een fusie van bestaande vennootschappen, maar ook daar zitten in een aantal gevallen grensoverschrijdende fusies bij waarbij men wel expliciet moet kiezen voor de rechtsvorm van een bepaald land. Nieuwe noteringen door het opteren voor een andere beurs waar de effecten verhandeld worden dan voorheen, door een '*cross-listing'* bovenop een bestaande notering aan een andere beurs, of door een zogenaamde *'technical admission'*[469] worden buiten beschouwing gelaten. Ook noteringen door middel van een '*private placement'* zijn niet meegenomen, aangezien het vaak gaat om de aandelen van een specifiek type van vennootschappen (onder meer een aantal SPAC IPO's) die niet breed aan het publiek worden aangeboden, waardoor de noteringen niet vergelijkbaar zijn.

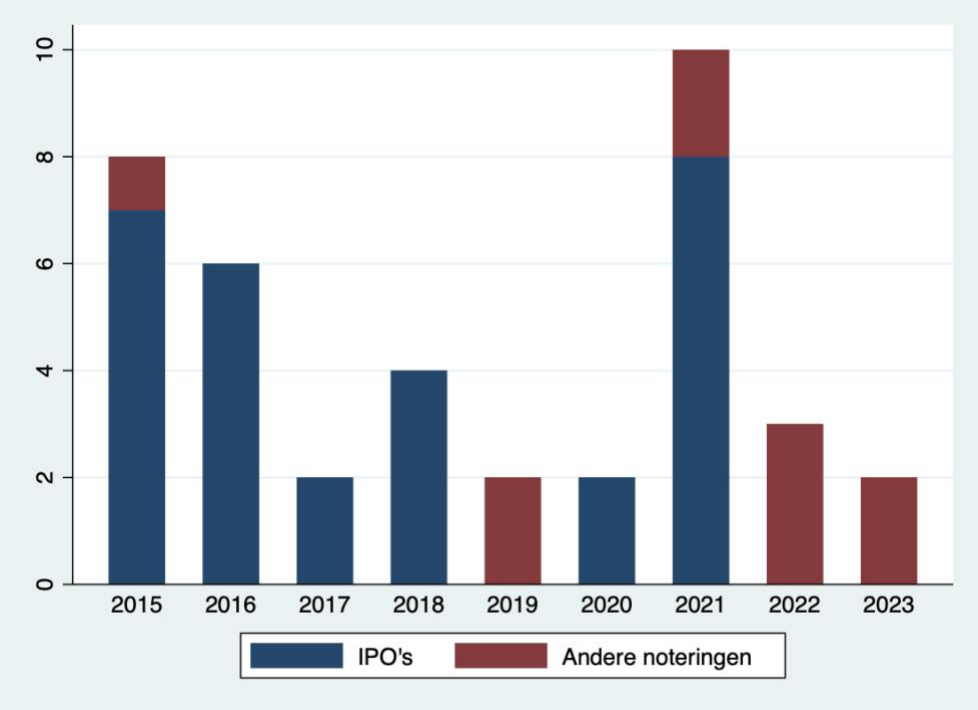
---

[467] https://live.euronext.com/en/resources/statistics/factbook.

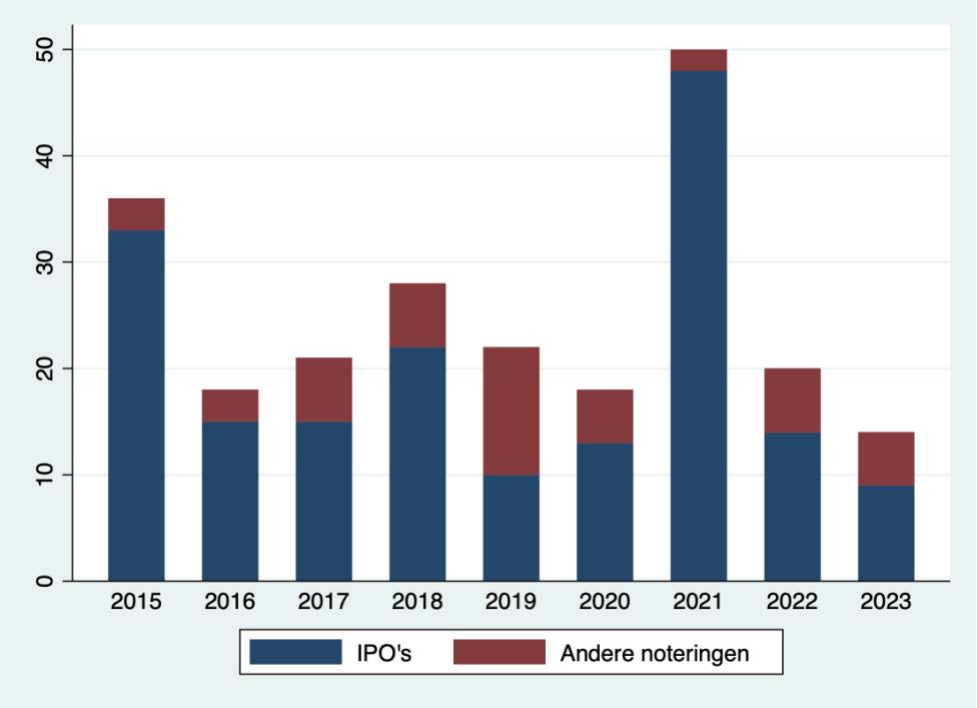
[468] Bij een *'initial public offering'* worden bestaande of nieuw uit te geven aandelen van een niet-genoteerde vennootschap voor het eerst aangeboden aan het publiek, doorgaans met behulp van een zakenbank ('*underwriter'*), waarna de aandelen op de beurs worden genoteerd. Bij een '*de-SPAC* transactie' fuseert een *Special Purpose Acquisition Company* ('SPAC') met een niet-genoteerde vennootschap, waardoor die laatste een beursnotering krijgt. Een SPAC kan worden gedefinieerd als 'een lege huls die een beursnotering verkrijgt, en vervolgens probeert binnen twee jaar een substantieel belang in een target te verwerven, waardoor die target beursgenoteerd wordt'. Zie: H.M. van Kessel en D.J.R. Lemstra, 'De SPAC (special purpose acquisition company)', *OR* 2020/143, afl. 15, p. 794. Bij een '*spin-off*' wordt een deel van een bestaande vennootschap afgesplitst naar een nieuwe beursgenoteerde entiteit, waarbij de aandelen van de nieuwe entiteit in principe in dezelfde verhouding worden toegekend aan de aandeelhouders van de bestaande vennootschap. Bij een '*merger'* worden twee bestaande vennootschappen met elkaar gefuseerd. In dit geval is minstens één van deze vennootschappen genoteerd. Bij een *'direct listing'* worden de aandelen van een niet-genoteerde vennootschap rechtstreeks genoteerd aan een beurs, zonder dat er nieuwe of bestaande aandelen aan het publiek worden aangeboden.

[469] Een 'technical admission' is een nieuwe notering aan een markt zonder dat er kapitaal wordt opgehaald. Zie: Euronext, 'Frequently asked questions', oktober 2017, https://www.euronext.com/sites/default/files/2019-04/FAQ.pdf, p. 14.

De bovenstaande methode resulteert in 29 IPO's door Nederlandse vennootschappen en in 10 andere vormen van nieuwe noteringen door Nederlandse vennootschappen. Figuur 4 geeft een overzicht van hoe deze nieuwe noteringen zijn gespreid in de tijd. Wat opvalt is dat er een sterke piek is in 2021 van tien nieuwe noteringen, die meteen erna sterk daalt tot drie noteringen in 2022 en twee in 2023. Het is echter onwaarschijnlijk dat dit te wijten is aan de inwerkingtreding van de bedenktijd. Ten eerste vinden vijf van de tien IPO's in 2021 plaats na de inwerkingtreding van de wet (die lang op voorhand was aangekondigd). Ten tweede toont figuur 5 aan dat er een gelijkaardige sterke piek is in 2021, gevolgd door een gelijkaardige sterke daling 2022 en 2023, voor noteringen door niet-Nederlandse vennootschappen. Het is dus waarschijnlijker dat dit overeenkomt met een globale economische trend.



Figuur 4: het aantal nieuwe IPO's en andere noteringen (via '*de-SPAC* transactie', '*spin-off*', '*merger*' of '*direct listing*') door Nederlandse vennootschappen op een Euronext markt.



Figuur 5: het aantal nieuwe IPO's en andere noteringen (via '*de-SPAC* transactie', '*spin-off*', '*merger*' of '*direct listing*') door niet-Nederlandse vennootschappen op een Euronext markt, op basis van data van Euronext Factbooks.

Opvallend is dat ook het aantal nieuwe noteringen in Nederland erg beperkt is. Voorts is opmerkelijk dat alle vijf nieuwe noteringen door Nederlandse vennootschappen na 2021 '*de-SPAC* transacties' waren, wat extra bijzonder is aangezien er in totaal slechts 10 van dergelijke transacties waren op een Euronext markt. Dat de helft daarvan in Nederland plaatsvindt, zegt vooral iets over de aantrekkelijkheid van Nederland voor de SPAC-markt.[470] Het zegt veel minder over de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat op Nederland, aangezien het onwaarschijnlijk is dat dit een relevante factor was bij de keuze voor Nederland als vestigingsland voor de SPAC.

Concluderend kan weinig worden afgeleid uit de cijfers over het aantal nieuwe noteringen door Nederlandse vennootschappen voor wat betreft de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat, aangezien het aantal nieuwe noteringen ook voorafgaand aan de inwerkingtreding van de bedenktijd al erg klein was, en er na de inwerkingtreding van de bedenktijd een globale daling plaatsvindt in het aantal nieuwe noteringen. Wel tonen de data over (het gebrek aan) nieuwe noteringen in Nederland aan dat een breder onderzoek naar het aantal beursnoteringen in Nederland en de factoren die dit beïnvloeden nuttig kan zijn.

5.6 Analyse van genoteerde vennootschappen die verhuizen van of naar Nederland

In paragraaf 5.5 is ingegaan op de toe- en afname van beursnoteringen van Nederlandse vennootschappen. In deze paragraaf wordt onderzocht in welke mate reeds genoteerde vennootschappen ervoor kiezen om te verhuizen van of naar Nederland. Met 'verhuizen' wordt bedoeld het veranderen van de statutaire zetel van het ene land naar het andere, bijvoorbeeld

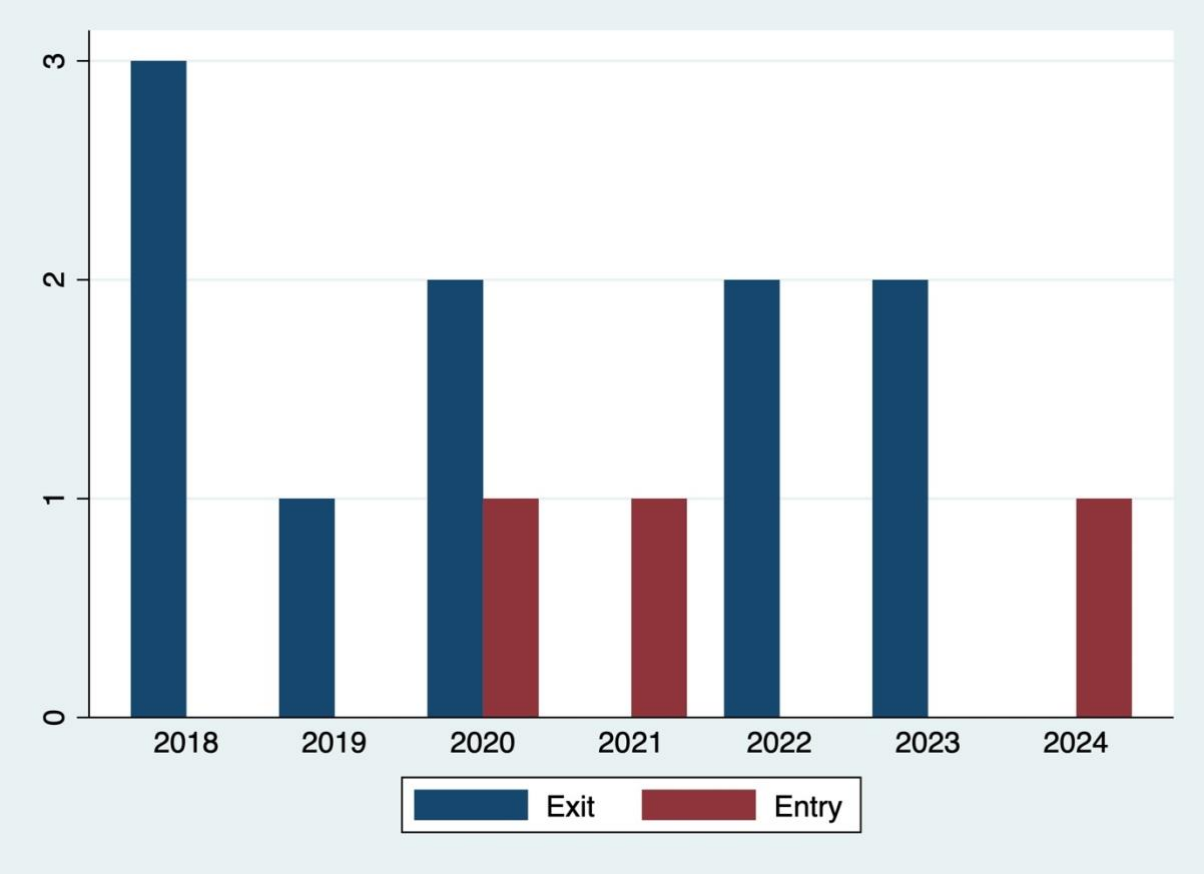
[470] Zie hierover: N. Asgari & S. Morris, 'European bankers set sights on Amsterdam as regional Spac capital. Dealmakers say the Netherlands' flexible listing rules are attracting blank-cheque companies', *Financial Times* 17 februari 2021.

via een grensoverschrijdende zetelverplaatsing of via een grensoverschrijdende fusie (waarbij de beursgenoteerde entiteit fuseert in de vennootschap van een ander land die de notering overneemt). Dergelijke transacties worden hierna aangeduid met de term 'grensoverschrijdende transacties'. De achterliggende gedachte is dat als de bedenktijd een positieve (negatieve) impact heeft op het vestigingsklimaat, dit gepaard zou moeten gaan met een stijging (daling) van het aantal genoteerde vennootschappen dat verhuist naar Nederland en een daling (stijging) van het aantal genoteerde vennootschappen dat uit Nederland verhuist. Als de impact van de bedenktijd neutraal is, wordt er geen wijziging in het aantal verhuizende vennootschappen verwacht.

Voor dit onderzoek is gebruik gemaakt van data van Biermeyer (Erasmus Universiteit Rotterdam) en Meyer-Erdmann (European Trade Union Institute en Erasmus Universiteit Rotterdam) over grensoverschrijdende mobiliteit (zetelverplaatsingen, fusies, splitsingen, oprichtingen van SE's en oprichtingen van SCE's) door Europese vennootschappen over de periode 2000 tot 2022.[471] Uit deze lijst zijn de grensoverschrijdende transacties door Nederlandse beursvennootschappen geïdentificeerd. Vervolgens zijn grensoverschrijdende transacties door beursvennootschappen die werden opgemerkt tijdens het uitvoeren van andere delen van het onderzoek aan de lijst toegevoegd. Deze transacties zijn vervolgens bestudeerd om te beoordelen of het gaat om een transactie die primair bedoeld is om de statutaire zetel van de beursgenoteerde entiteit te verplaatsen uit of naar Nederland (en niet bijvoorbeeld transacties die het gevolg zijn van een fusie tussen twee onafhankelijke partijen uit verschillende landen). De methode om deze lijst van grensoverschrijdende transacties samen te stellen, en de gemaakte methodologische keuzes, worden verder toegelicht in annex 15.

Het onderzoek resulteerde in een lijst van 13 grensoverschrijdende transacties door Nederlandse beursvennootschappen, waarvan 10 '*exit*' transacties (vennootschappen die uit Nederland verhuizen en 3 '*entry*' transacties (vennootschappen die naar Nederland verhuizen). Annex 16 bevat de volledige lijst van deze grensoverschrijdende transacties. Figuur 6 geeft de evolutie van deze transacties in de tijd weer.

[471] Zie de jaarlijkse studies die zij uitvoeren over grensoverschrijdende mobiliteit, waaronder de laatste studie: T. Biermeyer en M. Meyer-Erdmann, 'Cross-Border Corporate Mobility in the EU: Empirical Findings 2021', 11 januari 2022, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3960618.



Figuur 6: aantal grensoverschrijdende transacties waarbij genoteerde vennootschappen hun statutaire zetel verhuizen uit Nederland ('*exit*') of naar Nederland ('*entry'*).

Uit de data die volgens de hierboven geschreven methodologie werd verzameld, blijkt dat er sinds de inwerkingtreding van de bedenktijd vier vennootschappen uit Nederland zijn vertrokken, terwijl dit tussen 2018 en de inwerkingtreding van de bedenktijd zes vennootschappen waren. Na de inwerkingtreding van de bedenktijd hebben twee beursvennootschappen hun statutaire zetel naar Nederland verhuisd, tussen 2018 en de inwerkingtreding van de bedenktijd was dit slechts één vennootschap. Deze getallen zijn echter te klein om een trend te kunnen identificeren. Belangrijker is echter dat in geen van deze transacties de bedenktijd werd opgegeven als reden voor de grensoverschrijdende transactie in het persbericht dat de transactie aankondigt.

5.7 *Event study* naar de impact op de beurskoers

Om de impact van de bedenktijd op de beurskoers (en dus op het investeringsklimaat) te meten werd ook nog een andere methodologie gebruikt, namelijk die van de *'event study'*.[472]

5.7.1 Methode

Een *event study* meet de impact van een bepaald *event* (hier: de invoering van de wettelijke bedenktijd) op de beurskoers van de vennootschappen op wie het *event* van invloed kan zijn. Dat gebeurt door de '*abnormale returns*' te berekenen van elke vennootschap in de dagen rond het *event*: de dagelijkse returns op de aandelen van de vennootschappen die geraakt worden

[472] De *event study* werd uitgevoerd met de hulp van Flavio de Carolis, promovendus in *finance* aan de School of Business and Economics van Maastricht University.

door het *event*, verminderd met de 'normale' of 'verwachte' dagelijks *returns* voor elk van die aandelen, gemeten door een aantal financiële modellen.[473] Van deze abnormale *returns* wordt voor elke dag het gemiddelde genomen over alle vennootschappen en deze worden vervolgens opgeteld per dag, om zo te komen tot de '*cumulative average abnormal returns'*, wat een indicatie is van hoe de markt reageert op een bepaald *event*.

De *event study* is een standaardtechniek in de financieel-economische literatuur om de impact van een concreet *event* op de aandeelhouderswaarde te bepalen. De *event study* is in dit onderzoek uitgevoerd volgens de aanbevelingen van de literatuur.[474] Een *event study* geeft een indicatie of investeerders de invoering van de Wet bedenktijd als positief, negatief of neutraal zien. Dit geeft dus informatie over de vraag of er sprake is van de zogenaamde *'Dutch discount'*[475] ten gevolge van de invoering van de Wet bedenktijd.

Belangrijk voor een correcte *event study* is dat het *event* helder wordt gedefinieerd. Het probleem bij wettelijke bepalingen die ingevoerd worden is dat de invoering vaak een lang proces is. Belangrijk is ook om een zo specifiek mogelijke datum te kiezen. Zogenaamde *'long-run event studies'* die de impact van een *event* over meerdere jaren bestuderen zijn immers volgens de financieel-economische literatuur weinig betrouwbaar.[476] Daarom is het wetenschappelijk meer verantwoord om te kiezen voor het bestuderen van de impact van een *event* over enkele dagen (typisch enkele dagen voor en na het *event*). Volgens de zogenaamde *'semi-strong'* versie van de *'efficient capital markets theory'* zal de beurskoers immers reeds binnen zeer korte tijd de nieuwe informatie incorporeren in de marktprijs.[477] Hoewel natuurlijk kritiek mogelijk is op de efficiëntie van de markt, is dit wellicht de best haalbare methode om de houding van investeerders te meten.[478]

Voor de *event study* werd een aantal sleutelmomenten geïdentificeerd die de invoering van een principe zoals de bedenktijd significant meer waarschijnlijk maken, en die dus per hypothese

---

[473] De verwachte return wordt voor de *event study* gemeten via het marktmodel, het drie-factor model, het vier-factormodel en het vijf-factor model. Deze factormodellen schatten de verwachte return op basis van hoe aandelen in de periode voor de periode van het *event* co-variëren met bepaalde factoren, zoals de markt, grootte, 'market-to-book ratio', winstgevendheid, investeringen en momentum. Zie over deze financiële modellen: E.F. Fama & K.R. French, 'Common risk factors in the returns on stocks and bonds', *Journal of Financial Economics* 1993, p. 3–56; M.M. Carhart, 'On persistence in mutual fund performance', *Journal of Finance* 1997, 57–82; E.F. Fama & K.R. French, 'A five-factor asset pricing model', *Journal of Financial Economics* 2015, p. 1–22. De verwachte returns van aandelen werden berekend in de 120 dagen voor de *event* periode.

[474] Zie bijvoorbeeld: A.C. Mackinlay, 'Event Studies in Economics and Finance', *Journal of Economic Literature* 1997, p. 13–39.

[475] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 17:'Hiermee wordt eigenlijk beweerd dat de bedenktijd tot een soort «Dutch discount» zou kunnen leiden. In de jaren '90 van de vorige eeuw werd met deze term gesuggereerd dat aandelen van Nederlandse bedrijven goedkoper waren dan die van andere Europese of Amerikaanse bedrijven vanwege de in Nederland gebruikelijke beschermingsconstructies. Het bestaan van een Dutch discount is niet wetenschappelijk aangetoond'.

[476] S.P. Kothari & J.B. Warner, 'Econometrics of Event Studies' in B.E. Eckbo (red.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Amsterdam: Elsevier 2007, p. 3-36; E.F. Fama, 'Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance', *Journal of Financial Economics* (49) 1998, p. 283-291.

[477] Zie hierover: E.F. Fama, 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', *The Journal of Finance* (25) 1970, afl. 2, p. 383 & 388; R.J. Gilson & R. Kraakman, 'The Mechanisms of Market Efficiency', *Virginia Law Review* (70) 1984, afl. 4, p. 549 & 555-556.

[478] Zie ook voor een overzicht van het empirisch bewijs voor het feit dat de aandelenprijs snel reageert op nieuwe publieke informatie: R.A. Brealy, S.C. Myers & F. Allen, *Principles of Corporate Finance*, New York: McGraw-Hill 2020, p. 342-343; R.J. Gilson & R. Kraakman, 'Market Efficiency After the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs', *Virginia Law Review* (100) 2014, afl. 2, p. 313-328.

een impact kunnen hebben op de beurskoers van Nederlandse vennootschappen. Het gaat om de volgende sleutelmomenten voorafgaand aan de invoering van de Wet bedenktijd:

1. Voorstel van Jan Hommen in het Financieele Dagblad[479] om een bedenktijd in te voeren (28 maart 2017)
2. Artikel in het Financieele Dagblad[480] waarin wordt bericht dat de regering overweegt de bedenktijd in te voeren (26 april 2017)
3. Artikel in het Financieele Dagblad[481] waarin wordt bericht dat de regering heeft besloten om de bedenktijd in te voeren (20 mei 2017)
4. Publicatie van het voorontwerp van de Wet bedenktijd in het kader van de publieke consultatie (7 december 2018)
5. Indiening van het wetsvoorstel bij de tweede kamer (18 december 2019)
6. Goedkeuring van het wetsvoorstel door de tweede kamer (9 september 2020)

De gedachte achter deze data is dat het de data zijn waarop de markt meer informatie krijgt over de waarschijnlijkheid dat de bedenktijd zal worden ingevoerd.

De data over de aandelenprijzen werden gehaald uit de financiële database FactSet. De data over de markt returns en de andere factoren werden gehaald van de sectie van de website van Kenneth French[482] met betrekking tot *'European Developed markets'*. Voor de *event study* werd omwille van praktische redenen enkel de aandelenprijs bestudeerd voor Nederlandse vennootschappen met een notering op Euronext Amsterdam waarvoor data beschikbaar waren in FactSet.[483] Zo kon de analyse worden beperkt tot één enkele financiële databank met data over de aandelenprijzen. Dit resulteerde in 106 vennootschappen voor de eerste en tweede datum ('*event* 1' en '*event* 2'), 107 vennootschappen voor de derde datum ('*event* 3'), 105 vennootschappen voor de vierde en vijfde datum ('*event* 4' en '*event* 5') en 106 vennootschappen voor de zesde datum ('*event* 6'). Het aantal vennootschappen kan verschillen omdat tussen de data beursnoteringen worden toegevoegd of geschrapt.

5.7.2 Resultaten

Tabel 17 bevat de *cumulative average abnormal returns* (in procentpunten) voor de verschillende *events* als het marktmodel wordt gebruikt.[484] Deze *cumulative average abnormal returns* geven een indicatie van hoe de markt reageert op een bepaald *event*. Als de *cumulative average abnormal* bijvoorbeeld 1,5 bedragen, dan betekent dit kort samengevat dat de aandelenkoers van Nederlandse beursvennootschappen over de *event* periode een stijging heeft die 1,5 procentpunt groter is dan wat men voor die periode zou verwachten op basis van de Europese aandelenbeurzen.

Er worden verschillende *event* periodes gebruikt: een periode van een dag voor het *event* tot een dag na het *event* (-1, 1); een periode van twee dagen voor het *event* tot twee dagen na het

[479] H. Jessayan, 'Hommen: 'Ontdoe een overname van alle hijgerigheid'', *FD* 28 maart 2017.
[480] 'Kabinet overweegt wettelijke bedenktijd bij overnames', *FD* 26 april 2017.
[481] A. Welssink, 'Kabinet besluit tot bescherming bedrijfsleven', *FD* 20 mei 2017.
[482] https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/Data_Library/details_main.html.
[483] Voor de lijst van Nederlandse vennootschappen met een notering op Euronext Amsterdam werd uitgegaan van de lijst opgenomen in annex 7. Omdat deze lijst enkel vennootschappen met een beursnotering na 1 mei 2021 in kaart brengt, werd deze lijst vervolgens aangevuld met Nederlandse vennootschappen die tussen 2017 en 2021 van de beurs zijn gehaald, volgens de Euronext Factbooks (https://live.euronext.com/en/resources/statistics/factbook).
[484] Annex 17 bevat tabellen met de resultaten voor de factormodellen met drie, vier en vijf factoren. De resultaten leiden tot dezelfde conclusies.

event (-2, 2); en een periode van drie dagen voor het *event* tot drie dagen na het *event*. Het voordeel van een langere periode voor en na het *event* is dat rekening wordt gehouden met reacties in de markt op informatie op het *event* die op voorhand lekt en dat de markt meer tijd wordt gegeven om te reageren op het *event*. Het nadeel van langere *event* periodes is dat de kans groter wordt dat de impact van een andere gebeurtenis dan het *event* dat men wil meten de resultaten beïnvloedt. Om die redenen worden verschillende *event* periodes gebruikt. Tussen haakjes onder de *cumulative average abnormal returns* wordt de t-statistiek weergegeven, die aangeeft hoe waarschijnlijk het is dat de *cumulative average abnormal returns* verschillen van 0.[485] Als de absolute waarde van de t-statistiek groter is dan 1,96, dan zijn de resultaten significant op het 5%-significantieniveau. In dat geval krijgen de resultaten een ster (*).

	Event 1 28/03/2017	Event 2 26/04/2017	Event 3 20/05/2017	Event 4 07/12/2018	Event 5 18/12/2019	Event 6 08/09/2020
(-1, 1)	0,14 (0,97)	-0,72* (-2,28)	-0,19 (-0,69)	1,19* (2,70)	-0,26 (-1,28)	0,98* (1,97)
(-2, 2)	-0,19 (0,16)	-1,09* (-2,76)	0,71 (1,19)	0,83* (2,02)	-0,22 (-1,18)	0,00 (-0,01)
(-3, 3)	-0,75 (-0,50)	-1,24* (-2,94)	2,30* (3,67)	0,98* (2,00)	0,12 (0,63)	-0,87 (-0,99)
N	106	106	107	105	105	106

Tabel 17: *cumulative average abnormal returns* met gebruik van het marktmodel rond verschillende *events* en voor verschillende *event* periodes. T-statistieken tussen haakjes. * betekent een statistische significantie op het 5% niveau.

Uit de tabel blijkt dat de reactie van de markt op *event* 1 en *event* 5 niet statistisch significant verschilt van nul. Ook bij *event* 3 is er geen statistisch significante reactie van de markt, behalve als een langere *event* periode wordt gebruikt, maar dat maakt het onwaarschijnlijk dat de reactie te wijten is aan het *event*. Daarentegen is de reactie van de markt op *event* 2 (artikel waarin wordt bericht dat de regering overweegt de bedenktijd in te voeren) en *event* 4 (publicatie van het voorontwerp) wel statistisch significant, maar de reactie gaat in tegengestelde richtingen: de markt reageert negatief op *event* 2 en positief op *event* 4. Het is onduidelijk waarom de markt eerst negatief en dan positief zou reageren op de invoering van de bedenktijd. Daarom is het waarschijnlijker dat de marktreactie eerder te wijten is aan andere gebeurtenissen die op het moment van *event* 2 en/of *event* 4 plaats vinden en een disproportionele invloed hebben op Nederlandse vennootschappen, in vergelijking met Europese vennootschappen in het algemeen. In elk geval is de marktreactie in economische zin eerder beperkt, aangezien de *cumulative average abnormal returns* voor de meeste *events* slechts ongeveer één procentpunt bedragen.

Uit deze data kan worden geconcludeerd dat er geen consistente en betekenisvolle positieve of negatieve reactie is van de markt op de invoering van de bedenktijd. De impact van de invoering van de bedenktijd op het investeringsklimaat kan dan ook eerder als neutraal worden beschreven.

[485] Om ervoor te zorgen dat de statistische significantie van de *cumulative average abnormal returns* niet wordt veroorzaakt door correlaties veroorzaakt door het *event* zelf, wat zou kunnen leiden tot een oververwerping van de nulhypothese, wordt de variantie berekend volgens de aanbevelingen van de literatuur. Zie hierover: J. Kolari & S. Pynnönen, 'Event study testing with cross-sectional correlation of abnormal returns', *Review of Financial Studies* 2010, p. 3996–4025; E. Boehmer, J. Masumeci & A.B. Poulsen, 'Event-study methodology under conditions of event-induced variance', *Journal of Financial Economics* 1991, p. 253–272.

5.8 Resultaten van de enquête en interviews over het investerings- en vestigingsklimaat

Ook in de enquête en interviews werd een aantal vragen gesteld over het investerings- en vestigingsklimaat.[486] Allereerst werd om een beter beeld te krijgen van de factoren die het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat kunnen beïnvloeden tijdens de interviews gevraagd welke factoren volgens de geïnterviewden in dit kader relevant zijn. De volgende factoren werden vermeld, die grotendeels in lijn zijn met de factoren die hierboven op basis van de literatuurstudie werd geïdentificeerd:

- De arbeidsmarkt (inclusief beschikbaarheid van arbeid, kwaliteit van beschikbare arbeid, taalkennis, relatie met vakbonden, …)
- De onafhankelijkheid, voorspelbaarheid en kwaliteit van de rechterlijke macht en de kwaliteit van rechtspraak van de Ondernemingskamer
- De rechtszekerheid en de betrouwbaarheid van de overheid om afspraken na te leven en een stabiel investerings- en vestigingsklimaat te creëren
- Het fiscale regime
- De kwaliteit en intensiteit van regelgeving
- Infrastructuur
- De mogelijkheid om het fiscaal hoofdkantoor op een andere plaats dan de statutaire zetel te vestigen
- De flexibiliteit van het Nederlandse ondernemingsrecht, met inbegrip van de mogelijkheid om aandelen met meervoudig stemrecht en andere beschermingsconstructies in te voeren.

Met name die laatste factor komt vaak terug in gesprekken over waarom Nederland aantrekkelijk is als land om de statutaire zetel van de vennootschap te vestigen, al geven sommige respondenten ook aan dat de flexibiliteit en beschermingsconstructies vooral internationale beleggers ook kan afschrikken (andere respondenten geven echter expliciet aan dat er geen bewijs is voor het bestaan van een zogenaamde *Dutch discount* die vaak wordt geassocieerd met de aanwezigheid van beschermingsconstructies). Voornamelijk investeerders geven aan dat respect voor aandeelhoudersrechten en mechanismen om het bestuur verantwoordelijk te houden belangrijk zijn voor het investeringsklimaat.

Een aantal vragen in de enquête en de interviews ging specifiek over de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat. Een vraag peilde naar de algemene mening van de respondenten over de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat. Deze vraag was in de enquête als volgt geformuleerd: ‘Wat is volgens u de impact van de bedenktijd op het aantal vestigingen in Nederland?’ De antwoordmogelijkheden waren hierbij: ‘sterk positief’, ‘positief’, ‘neutraal’, ‘negatief’, ‘sterk negatief’ en ‘ik weet het niet’. De meerderheid van de respondenten die deze vraag heeft beantwoord (26 van de 38, oftewel 68%) geeft aan dat volgens hun de impact neutraal is; 7 respondenten dat de impact positief is; en 3 respondenten dat de impact negatief is. Er zijn geen noemenswaardige verschillen tussen de respondenten. Verschillende respondenten geven aan dat de bedenktijd geen doorslaggevende factor is bij de beslissing om zich in Nederland te vestigen. Daarbij wordt tevens aangegeven dat mocht het al relevant zijn, dat het eerder positief zou zijn. Een respondent schrijft in de toelichting ook een genuanceerd analyse: ‘Ondernemingen kunnen de extra bescherming zien als positief voor hun

[486] De algemene methodologie van de enquête en interviews wordt besproken in paragraaf 1.4.1 en annex 4 bij dit rapport. In deze paragraaf wordt specifiek gerapporteerd over vragen over de impact van de bedenktijd op het investerings- en vestigingsklimaat.

zelfstandigheid, maar het negatieve effect op het investeringsklimaat kan ook tot gevolg hebben dat ondernemingen zich hier niet willen vestigen (vestigingsklimaat)'.

Wat is volgens u de impact van de bedenktijd op het aantal vestigingen in Nederland?								
	Vennootschappen		**Adviseurs**		**Investeerders**		**Totaal**	
Sterk positief	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Positief	3	30%	1	8%	3	19%	7	18%
Geen invloed	6	60%	8	67%	12	75%	26	68%
Negatief	0	0%	2	17%	1	6%	3	8%
Sterk negatief	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Ik weet het niet	1	10%	1	8%	0	0%	2	5%
Totaal	10		12		16		38	

Tabel 18: antwoorden op vraag 15 van de enquête.

Ook wanneer specifiek gevraagd wordt aan vertegenwoordigers van beursvennootschappen of de bedenktijd voor hun vennootschap een doorslaggevende factor is, en aan externe adviseurs of de bedenktijd relevant is voor de vestigingsbeslissing van hun cliënten, is het antwoord in de enquête bijna steeds dat de impact neutraal is.

Met betrekking tot de vennootschap waar u voor werkt, wat was de invloed van de mogelijkheid om gebruik te maken van de bedenktijd op de beslissing voor (het behoud van) een vestiging in Nederland? [Voor beursvennootschappen] Wat was volgens u de invloed van de mogelijkheid om gebruik te maken van de bedenktijd op de beslissing van uw cliënten voor (het behoud van) een vestiging in Nederland? [Voor externe adviseurs]								
	Vennootschappen		**Adviseurs**		**Investeerders**		**Totaal**	
Sterk positief	1	10%	0	0%	nvt	nvt	1	5%
Positief	1	10%	1	8%	nvt	nvt	2	9%
Geen invloed	8	80%	8	67%	nvt	nvt	16	73%
Negatief	0	0%	0	0%	nvt	nvt	0	0%
Sterk negatief	0	0%	0	0%	nvt	nvt	0	0%
Ik weet het niet	0	0%	3	25%	nvt	nvt	3	14%
Totaal	10		12				22	

Tabel 19: antwoorden op vraag 17 en 18 van de enquête.

De meeste respondenten in de interviews geven ook aan dat de bedenktijd geen relevante factor is bij de keuze voor de vestiging in Nederland – de andere factoren die hierboven werden genoemd spelen een belangrijkere rol.

Verschillende respondenten merken wel op tijdens de interviews dat de algemene flexibiliteit van het Nederlandse ondernemingsrecht en de mogelijkheid om andere beschermingsconstructies te gebruiken (in het bijzonder meervoudig stemrecht) relevanter zijn bij de keuze voor Nederland als vestigingsland dan enkel de bedenktijd. Niettemin, mag ook van die factoren het belang niet worden overschat: in de enquête geven slechts twee

vertegenwoordigers van beursvennootschappen aan dat andere beschermingsconstructies een positieve invloed hebben op de vestigingsbeslissing. De externe adviseurs lijken meer overtuigd in de enquête van de positieve invloed (vier respondenten) of zelfs sterk positieve invloed (twee respondenten) van de aanwezigheid van andere beschermingsconstructies.

Met betrekking tot de vennootschap waar u voor werkt, was de mogelijkheid om gebruik te maken van andere beschermingsmaatregelen dan de bedenktijd van invloed op de beslissing om te kiezen voor (het behoud van) een vestiging in Nederland? [voor beursvennootschappen] Wat was volgens u de invloed van de mogelijkheid om gebruik te maken van andere beschermingsmaatregelen dan de bedenktijd op de beslissing van uw cliënten voor (het behoud van) een vestiging in Nederland? [voor externe adviseurs]								
	Vennootschappen		**Adviseurs**		**Investeerders**		**Totaal**	
Sterk positief	0	0%	2	18%	nvt	nvt	2	10%
Positief	2	20%	4	36%	nvt	nvt	6	29%
Geen invloed	8	80%	2	18%	nvt	nvt	10	48%
Negatief	0	0%	0	0%	nvt	nvt	0	0%
Sterk negatief	0	0%	0	0%	nvt	nvt	0	0%
Ik weet het niet	0	0%	3	27%	nvt	nvt	3	14%
Totaal	10		11				21	

Tabel 20: antwoorden op vraag 19 en 20 van de enquête.

Ook werd gevraagd naar de reactie van de investeerders op de invoering van de bedenktijd. Een kleine meerderheid van de respondenten (21 van de 38) van de enquête geeft aan dat investeerders (in de perceptie van de respondenten) negatief tot sterk negatief reageerden. Vooral de investeerders zelf lijken uit te gaan van de negatieve impact van de bedenktijd op het investeringsklimaat. Zij geven in de toelichting bij de enquête aan zich zorgen te maken over de inperking van belangrijke aandeelhoudersrechten door de bedenktijd, alsook over de bijkomende bescherming van al zeer goed beschermde vennootschappen. In de interviews geven investeerders ook aan dat de reactie van investeerders op de bedenktijd negatief was. Wel wordt toegegeven dat het moeilijk is bijvoorbeeld een negatieve beurskoersreactie empirisch vast te stellen. De andere categorieën respondenten zijn meer verdeeld tussen een neutrale en een negatieve impact, of weten het niet. In de interviews met vertegenwoordigers van beursvennootschappen en met externe adviseurs komt een genuanceerd beeld naar voren: zij zijn zich bewust van de negatieve reactie van investeerders op de invoering van de bedenktijd, maar verschillende respondenten geven ook aan dat de bedenktijd niet terugkomt in de dialoog met aandeelhouders, en dat er volgens hen geen merkbare impact is geweest op de beurskoers of op investeringen door buitenlandse investeerders in Nederlandse beursvennootschappen. Zij schatten de impact op het investeringsklimaat doorgaans als beperkt in.

Wat was volgens u de reactie van investeerders in Nederlandse beursvennootschappen op de invoering van de bedenktijd?								
	Vennootschappen		**Adviseurs**		**Investeerders**		**Totaal**	
Sterk positief	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Positief	0	0%	1	8%	0	0%	1	3%
Geen invloed	5	50%	3	25%	2	13%	10	26%
Negatief	4	40%	4	33%	3	19%	11	29%
Sterk negatief	0	0%	0	0%	10	63%	10	26%
Ik weet het niet	1	10%	4	33%	1	6%	6	16%
Totaal	10		12		16		38	

Tabel 21: antwoorden op vraag 16 van de enquête.

5.9 Conclusie

In dit hoofdstuk stond de volgende onderzoeksvraag centraal: *in hoeverre is het terecht de (preventieve) werking van de Wet bedenktijd te relateren aan het investerings- en vestigingsklimaat in Nederland?*

Uit de literatuurstudie blijkt dat het investerings- en vestigingsklimaat beïnvloed wordt door een uitgebreide lijst van factoren, waaronder het ondernemingsrecht. Er bestaat ook relatief veel literatuur waarin beschermingsconstructies worden gerelateerd aan het investerings- en vestigingsklimaat. Er zijn echter theoretische argumenten te vinden voor zowel een positieve als een negatieve invloed van beschermingsconstructies op het investerings- en vestigingsklimaat. Het empirisch bewijs gaat ook in beide richtingen. De Nederlandse literatuur over de impact van de bedenktijd op het investerings- en vestigingsklimaat bleef voorlopig beperkt tot theoretische argumenten, zonder empirisch onderzoek, waarbij de meningen verdeeld zijn.

In dit hoofdstuk zijn daarom een aantal empirische onderzoeken uitgevoerd. Om de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat te onderzoeken werden de toe- of afnames van het aantal noteringen van Nederlandse beursvennootschappen aan de Euronext markten in kaart gebracht. Door het beperkt aantal nieuwe noteringen door Nederlandse beursvennootschappen kan hier weinig uit afgeleid worden. Weliswaar is er een daling van het aantal nieuwe noteringen in 2022 en 2023, maar in diezelfde periode is er ook een daling in het aantal nieuwe noteringen door niet-Nederlandse vennootschappen aan Euronext markten. Het is dus waarschijnlijker dat de daling te wijten is aan andere factoren dan de bedenktijd, zoals de economische conjunctuur.

De impact van de bedenktijd is ook onderzocht door te bestuderen hoe vaak beursvennootschappen voor en na de inwerkingtreding van de bedenktijd hun statutaire zetel van of naar Nederland verplaatsten. Opnieuw is het aantal grensoverschrijdende transacties echter te klein om een trend te kunnen identificeren.

Om de impact van de bedenktijd op het investeringsklimaat te meten, is een *event study* uitgevoerd. Hiermee werd nagegaan of de invoering van de bedenktijd van invloed is geweest op de beurskoers. Uit deze data kan worden geconcludeerd dat er geen consistente en betekenisvolle positieve of negatieve reactie is van de markt op de invoering van de bedenktijd.

De impact van de invoering van de bedenktijd op het investeringsklimaat kan dan ook eerder als neutraal worden beschreven.

Deze empirische bevindingen stemmen overeen met de bevindingen uit de interviews en de enquête. De overgrote meerderheid van de respondenten geeft aan dat de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat neutraal is. Uit de toelichting bij de enquête en de interviews kan worden afgeleid dat de bedenktijd geen relevante factor is om te kiezen voor (het behoud van) een statutaire zetel in Nederland. Andere beschermingsconstructies zijn volgens bepaalde externe adviseurs wel relevant voor het vestigingsklimaat, al wordt die mening niet gedeeld door alle respondenten.

Wat betreft het investeringsklimaat geven respondenten van alle categorieën in de enquête doorgaans aan dat de reactie van investeerders op de invoering van de bedenktijd negatief was. Uit de interviews blijkt echter dat er geen concrete voorbeelden zijn van investeerders die om die redenen niet meer in Nederland wilden investeren, en wordt aangegeven dat het moeilijk is om een negatieve impact op de beurskoers vast te stellen.

Gezien de kleine aantallen in de empirische onderzoeken en de korte termijn die verstreken is sinds de invoering van de Wet bedenktijd, blijft het de vraag of het terecht is om de bedenktijd te relateren aan het investerings- en vestigingsklimaat. Het is niet uit te sluiten dat het een van de factoren is die relevant kunnen zijn voor het investerings- en vestigingsklimaat. Echter, over het algemeen wordt ervan uit gegaan dat er andere meer relevante factoren zijn die dit klimaat beïnvloeden. Het is niet goed mogelijk om op dit moment een impact te identificeren van de Wet bedenktijd op het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat.

Hoofdstuk 6 Conclusies

6.1 Inleiding

Het doel van dit onderzoek was drieledig. Het eerste doel was het onderzoeken van de werking van de bedenktijd en de toepassing ervan in de praktijk. Het tweede doel was om te achterhalen of van de bedenktijd een preventieve werking uitgaat. Ten derde was het doel om na te gaan in hoeverre de wet van invloed is op het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat. Het onderzoek is ingedeeld in twee delen: deel I bevat de evaluatie van de Wet bedenktijd terwijl in deel II wordt ingegaan op de bedenktijd in relatie tot het investerings- en vestigingsklimaat. In deze conclusie worden de bevindingen ten aanzien van ieder van de voormelde onderzoeksdoelen en de daarbij behorende onderzoeksvragen samengevat.

6.2 Beoogde doelen van de bedenktijd

In hoofdstuk 2 stond de volgende onderzoeksvraag centraal: *wat is het beoogde doel van de bedenktijd, en op welke wijze dient dat doel te worden bereikt met welke waarborgen*?

Om deze vraag te beantwoorden werd op basis van de literatuur en de reacties op de consultaties, alsmede door middel van interviews en een enquête nagegaan hoe de haalbaarheid van de doelen wordt ingeschat.

6.2.1 Doel van de bedenktijd

Het doel van de bedenktijd is om het bestuur van beursvennootschappen meer tijd en rust te gunnen voor het inventariseren en wegen van de belangen van de onderneming en de verschillende *stakeholders*, om op die manier een zorgvuldige beleidsbepaling mogelijk te maken, en daarmee het Rijnlandse ondernemingsmodel dat Nederlandse vennootschappen kenmerkt, te waarborgen. De achterliggende gedachte is dat het Rijnlandse model ondernemingen kwetsbaar maakt voor overnamepogingen en bemoeienissen van aandeelhouders met de strategie en het beleid.

De invoering van de wettelijke bedenktijd speelde zich af tegen de achtergrond van een aantal ontwikkelingen. Zo waren in de jaren voorafgaand aan de invoering de aandeelhoudersrechten verstevigd, was er volgens de memorie van toelichting sprake van toegenomen aandeelhoudersactivisme en was er een aantal overnamepogingen dat aanleiding gaf tot zorgen omtrent de zorgvuldigheid van het besluitvormingsproces rondom die overnames. Tevens gaven pogingen van aandeelhouders om bepaalde onderwerpen die raakten aan de strategie van de vennootschap te agenderen, aanleiding tot rechtszaken zoals bijvoorbeeld omtrent de agendering van het ontslag van de voorzitter van de raad van commissarissen tegen de achtergrond van de overnamepoging bij AkzoNobel.[487] Het doel van het invoeren van de bedenktijd was daarom, volgens het regeerakkoord, om kortetermijngerichtheid tegen te gaan door de invloed weg te nemen bij beleggers met een kortetermijngerichtheid ten voordele van

[487] In de memorie van toelichting wordt in dit verband gewezen op HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652 (*Boskalis/Fugro*), Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:1965 & Rb. Amsterdam 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845 (*AkzoNobel*); zie *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 7.

aandeelhouders en andere *stakeholders* die een belang hebben bij langetermijnwaardecreatie.[488]

6.2.2 Werking van de bedenktijd

De wettelijke bedenktijd biedt het bestuur van Nederlandse beursvennootschappen de mogelijkheid om, met goedkeuring van de raad van commissarissen, een bedenktijd in te roepen van maximaal 250 dagen wanneer aandeelhouders de benoeming, schorsing of het ontslag (of een statutenwijziging in de bepalingen strekkende tot benoeming, schorsing, ontslag) agenderen van bestuurders of commissarissen of wanneer een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht (art. 2:114b BW). Gedurende die 250 dagen wordt de besluitvorming over de benoeming, schorsing of het ontslag dan wel een daartoe strekkende statutenwijziging opgeschort. Het bestuur dient tijdens deze periode de aandeelhouders en de ondernemingsraad te raadplegen en de tijd te nemen om alle informatie te verzamelen die nodig is voor een zorgvuldige beleidsbepaling. Het bestuur doet verslag van het gevoerde beleid en de gang van zaken sinds het inroepen van de bedenktijd.

Voor het inroepen van de bedenktijd dient aan een aantal voorwaarden te zijn voldaan: i. het (aangekondigde) bod of het door de aandeelhouders voorgestelde agendapunt moet wezenlijk in strijd zijn met het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming; en ii. het bestuursbesluit moet worden goedgekeurd door de raad van commissarissen, voorzover die aanwezig is. Met deze twee voorwaarden wordt beoogd waarborgen te creëren om oneigenlijk gebruik van de wet tegen te gaan. Een derde waarborg tegen oneigenlijk gebruik van de bedenktijd is de mogelijkheid voor aandeelhouders om de Ondernemingskamer te verzoeken de bedenktijd te beëindigen. Dit kan wanneer: a. het bestuur niet in redelijkheid heeft kunnen oordelen dat sprake was van wezenlijke strijd met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming; b. de omstandigheden gewijzigd zijn en het bestuur niet langer in redelijkheid kan oordelen dat het voortduren van de bedenktijd kan bijdragen aan een zorgvuldige beleidsbepaling; of c. gedurende de bedenktijd een of meer maatregelen actief zijn die naar aard, doel en strekking met de bedenktijd overeenkomen en deze maatregelen niet binnen redelijke termijn na een daartoe strekkend schriftelijk verzoek van deze houders van aandelen zijn beëindigd of opgeschort. Deze laatste beëindigingsgrond maakt een rechterlijke toetsing van een stapeling van beschermingsconstructies mogelijk.

6.2.3 Haalbaarheid van de doelen volgens de reacties op de consultaties en de literatuur

Zowel in de reacties op de consultatie van het voorontwerp als in de literatuur lopen de meningen sterk uiteen ten aanzien van de vraag of de beoogde doelen met behulp van de Wet bedenktijd kunnen worden bereikt. Tijdens de consultatiefase bleken vooral (vertegenwoordigers van) beursvennootschappen voorstander te zijn van de invoering van de bedenktijd, terwijl vanuit de kant van de investeerders vooral kritiek kwam. Tijdens het wetgevingsproces waren er met name zorgen omtrent de verenigbaarheid van de bedenktijd met Europese wet- en regelgeving en de invloed van de bedenktijd op het investerings- en vestigingsklimaat.

De voorstanders van de bedenktijd verwachten vooral dat de bedenktijd nuttig kan zijn tegen aandeelhouders die door middel van een benoeming van bestuurders of commissarissen trachten de strategie te bepalen. De bedenktijd wordt gezien als een van de instrumenten die

[488] Vertrouwen in de toekomst: Regeerakkoord 2017–2021, p. 34.

het bestuur kan inzetten om de langetermijnstrategie te beschermen en om het bestuur en de raad van commissarissen rust te gunnen. Over het algemeen wordt de toegevoegde waarde van de bedenktijd voor wat betreft het creëren van rust vooral gezien als effectief middel tegen aandeelhouders die wijzigingen willen aanbrengen binnen het bestuur of de raad van commissarissen, maar minder in geval van overnames. Dit heeft een aantal redenen. Zo wordt erop gewezen dat vijandige overnames in Nederland niet vaak voorkomen. Daarnaast kan de bedenktijd een vijandig bod niet tegenhouden of vertragen, hetgeen vragen doet rijzen omtrent de geschiktheid van dit middel om in een geval van een overname het beoogde doel te bereiken. Kritiek is er voorts op het feit dat de bedenktijd eindigt bij gestanddoening van het bod en dat dit niet gekoppeld is aan het verwerven van een bepaald percentage van de zeggenschap in de doelvennootschap. Tegelijkertijd wordt er wel op gewezen dat de bedenktijd een signaalfunctie kan hebben, waarbij de inroeping van de bedenktijd het signaal geeft dat het bestuur het bod ziet als strijdig met het vennootschappelijk belang. Anderen zien weer een risico in het inroepen van de bedenktijd, omdat dit kan leiden tot twijfel aan de strategie en het beleid van de vennootschap. In de literatuur en de consultaties worden ook vraagtekens geplaatst bij de meerwaarde van de bedenktijd ten opzichte van andere beschermingsconstructies. Zo wordt erop gewezen dat Nederlandse vennootschappen ook zonder de bedenktijd al voldoende beschermingsmogelijkheden ter beschikking staan en dat het een onwenselijke impact heeft op de uitoefening van aandeelhoudersrechten, terwijl de vennootschap ook andere mogelijkheden ter beschikking staan om bijvoorbeeld een onwenselijke uitoefening van het agenderingsrecht te voorkomen. Anderen zien de bedenktijd echter als een nuttige toevoeging aan het instrumentarium dat het bestuur ter beschikking staat om indien nodig rust te creëren. Verder is er kritiek op het naast elkaar bestaan van de bedenktijd en de responstijd, terwijl ook wordt betoogd dat beide instrumenten een andere reikwijdte hebben en daarom naast elkaar kunnen bestaan.

6.2.4 Haalbaarheid van de doelen volgens de antwoorden op de enquête en interviews

De verdeeldheid in de literatuur en in de reacties op de consultaties komt ook terug in de resultaten van de interviews en de enquête. Investeerders zijn overwegend van mening dat de bedenktijd er niet in slaagt om het beoogde doel te bereiken, dat de waarborgen tegen oneigenlijk gebruik onvoldoende zijn, dat de maximale duur van 250 dagen te lang is, en dat de bedenktijd beter kan worden afgeschaft. De grote meerderheid van de vertegenwoordigers van beursvennootschappen is daarentegen positief ten aanzien van de vraag of de bedenktijd het doel van het bieden van rust voor het bestuur kan bereiken. Zij geven in het algemeen aan dat de waarborgen tegen oneigenlijk gebruik voldoende zijn en dat de maximale duur van de bedenktijd gepast is. Ze vinden dan ook unaniem dat de bedenktijd moet worden gehandhaafd. Een meer verdeeld beeld is te zien bij de externe adviseurs. Geconcludeerd kan derhalve worden dat de meningen sterk uiteenlopen ten aanzien van de vraag of met de bedenktijd de beoogde doelen kunnen worden bereikt.

6.3 Toepassing van de bedenktijd in de praktijk

Naast het inventariseren van de beoogde doelen en het beantwoorden van de vraag of deze doelen kunnen worden bereikt, is onderzoek gedaan naar de toepassing van de bedenktijd in de praktijk. Daartoe werd in hoofdstuk 3 de volgende onderzoeksvraag beantwoord: *hoe vaak, op welke wijze en waarom is de wet toegepast en is er samenloop met andere beschermingsconstructies geweest?*

6.3.1 Geen toepassing van de bedenktijd

Op basis van onderzoek naar persberichten en verslagen op de websites van de Nederlandse beursvennootschappen werd geen enkele Nederlandse vennootschap met notering in Nederland of het buitenland gevonden die de bedenktijd heeft toegepast. Ook het onderzoek naar de activistische campagnes en overnamepogingen met betrekking tot Nederlandse beursvennootschappen na 1 mei 2021 (de inwerkingtreding van de bedenktijd) leverde geen voorbeelden op van toepassing van de bedenktijd. Voorts werd ook op basis van de interviews en de enquête geen concreet geval gevonden waarin de bedenktijd is ingeroepen. De conclusie is dan ook dat met een grote mate van zekerheid kan worden gesteld dat de bedenktijd in de onderzochte periode niet formeel werd ingeroepen door een Nederlandse beursvennootschap met notering aan een Nederlandse of buitenlandse beurs. Omdat er geen gevallen zijn gevonden waarin de bedenktijd is toegepast, waren er ook geen gevallen van samenloop van de bedenktijd met andere beschermingsconstructies.

6.3.2 Gebruik van andere beschermingsconstructies

Een van de mogelijke verklaringen voor het niet toepassen van de bedenktijd kan gelegen zijn in het feit dat er andere beschermingsconstructies voorhanden waren. Om hier inzicht in te krijgen is in hoofdstuk 3 geïnventariseerd welke andere beschermingsconstructies Nederlandse beursvennootschappen met een beursnotering in Nederland ter beschikking staan ten tijde van het onderzoek. Wat opvalt is dat Nederlandse beursvennootschappen over het algemeen goed beschermd zijn. Er zijn geen beursvennootschappen die in hun statuten opteren voor de zogenaamde *no frustration rule* in de zin van artikel 2:359b BW, waardoor het bestuur na de aankondiging van een openbaar bod geen handelingen mag verrichten die het slagen van het bod kunnen frustreren. Eén vennootschap heeft geen beschermingsconstructies. Alle andere vennootschappen hebben minstens één beschermingsconstructie. Een groot deel van de beursvennootschappen hebben beschermingsconstructies die in meer of mindere mate de vrees voor een stempunt in de zin van artikel 2:114b lid 2 BW zouden moeten beperken. Zo hebben 85 van de 86 beursvennootschappen oligarchische clausules, waarvan een belangrijk deel de mogelijkheid voor aandeelhouders om zelf bestuurders of commissarissen te ontslaan bemoeilijkt. Daarnaast kunnen vennootschappen door middel van certificering, het structuurregime en een stichting continuïteit met preferente aandelen het onmogelijk maken om een individuele commissaris of bestuurder te ontslaan. Een substantieel deel (ongeveer de helft) van de beursvennootschappen maakt gebruik van meerdere beschermingsconstructies, al zijn er maar weinig beursvennootschappen met een stapeling van drie of meer beschermingsconstructies. Er zijn slechts 33 van de 86 beursvennootschappen die geen grootaandeelhouder met meer dan 30% van de aandelen, geen preferente beschermingsaandelen hebben, niet het structuurregime toepassen en geen certificering hebben. De genoemde beschermingsconstructies komen voor die beursvennootschappen bovenop de mogelijkheden die alle Nederlandse beursvennootschappen hebben, zoals de bescherming door het enquêterecht en de responstijd. Bovendien heeft de vennootschapsleiding onder omstandigheden ook de mogelijkheid om een agendaonderwerp te weigeren op grond van de redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8 BW).

Het bovenstaande leidt tot de conclusie dat de bedenktijd vooral moet worden gezien als één van de instrumenten in de gereedschapskist van de beursvennootschap. De bedenktijd kan onder omstandigheden wellicht het meest geschikte en proportionele instrument zijn, maar beursvennootschappen hebben ook andere instrumenten ter beschikking waarmee hetzelfde effect zou kunnen worden bereikt. Dit is een van de mogelijke verklaringen voor het feit dat de

bedenktijd nog niet is ingeroepen, naast het feit dat vijandige overnames en activistische campagnes waarbij het agenderingsrecht wordt gebruikt om bestuurders of commissarissen te ontslaan zelden voorkomt.

6.3.3 Meerwaarde van de bedenktijd volgens enquête en interviews

De conclusie dat de bedenktijd een van de mogelijke beschermingsmiddelen is in een ruimer arsenaal, komt ook terug in de interviews en enquête. Uit de enquête blijkt dat de respondenten die werkzaam zijn bij beursvennootschappen met een grote meerderheid aangeven het (sterk) eens te zijn met de stelling dat de bedenktijd een meerwaarde heeft ten opzichte van andere beschermingsconstructies. Investeerders zijn het vaak oneens met de stelling dat de bedenktijd een 'meerwaarde' heeft ten opzichte van andere beschermingsconstructies, maar hun antwoord lijkt vooral ingegeven door hun mening dat bijkomende beschermingsconstructies niet gewenst zijn. De meningen bij de externe adviseurs lopen ook op dit punt uiteen en zijn ongeveer gelijk verdeeld.

De meerwaarde van de bedenktijd zou vooral gelegen zijn in het feit dat de bedenktijd een additioneel beschermingsinstrument is naast de andere beschermingsconstructies, zo blijkt ook uit de interviews. Het voordeel is dat de bedenktijd een minder vergaande maatregel is dan een aantal andere beschermingsconstructies en dat die door het bestuur (en de raad van commissarissen) kan worden ingeroepen zonder dat daarvoor goedkeuring of medewerking nodig is van externe partijen zoals bij een aantal andere beschermingsconstructies (bijvoorbeeld de uitoefening van een *call*-optie op preferente aandelen door een stichting continuïteit). Over het algemeen lijken de externe adviseurs en investeerders in de interviews doorgaans sceptischer over de meerwaarde van de bedenktijd, en vermoeden ze dat deze niet snel zal worden ingeroepen.

6.4 Preventieve werking van de bedenktijd

In hoofdstuk 4 werd de volgende onderzoeksvraag gesteld: *gaat er een preventieve werking van de wet uit? Zo ja, hoe, zo nee, waarom niet?*

Onder de preventieve werking wordt verstaan het feit dat de wettelijke bedenktijd een zodanige invloed heeft op aandeelhoudersactivisten en potentiële bieders dat het hen afschrikt, in die zin dat zij beslissen om geen vijandige biedingen of activistische campagnes door te zetten tegen de wil van het bestuur, of tegen andere voorwaarden, omdat men weet dat het bestuur gebruik kan maken van de bedenktijd, zonder dat die daadwerkelijk moet worden ingeroepen.

Om de mogelijke preventieve werking in kaart te brengen, is onderzoek gedaan naar de vraag of het aantal vijandige biedingen en het aantal activistische campagnes gedaald is naar aanleiding van de invoering van de bedenktijd, hetgeen men zou kunnen verwachten indien van de bedenktijd een preventieve werking uitgaat. Daarnaast is onderzocht of de biedingen plaatsvinden tegen andere voorwaarden in die zin dat in de biedingsvoorwaarden meer rekening wordt gehouden met de belangen van de verschillende *stakeholders*. Hiervoor werd nagegaan of het aantal non-financial convenants in overnamebiedingen is toegenomen sinds de invoering van de bedenktijd.

6.4.1 Preventief effect met betrekking tot overnamebiedingen

Uit de empirische data kan niet worden afgeleid dat van de bedenktijd een preventief effect uitgaat op vijandige overnames. Er blijkt geen duidelijke neerwaartse trend te zijn in het aantal overnamebiedingen na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd, integendeel, er lijken juist meer overnamebiedingen te zijn, al zijn de aantallen te klein om een trendbreuk uit af te leiden. Het aantal overnamebiedingen zegt echter nog weinig over de impact van de bedenktijd. De bedenktijd zou immers met name vijandige biedingen moeten ontmoedigen en ervoor kunnen zorgen dat vijandige biedingen sneller vriendelijk worden. Uit de data blijkt echter dat er ook na de invoering van de bedenktijd nog een vergelijkbaar aantal vijandige en initieel ongevraagde maar later vriendelijke biedingen is als voor de bedenktijd. Voorts is van belang dat de ongevraagde en vijandige biedingen slechts een bijzonder klein deel vormen van de biedingen in Nederland. Het gaat om ongeveer één bieding van elk per jaar. Gezien dit kleine aantal kunnen hieraan geen conclusies worden verbonden. Vijandige biedingen zijn ook zelden succesvol als ze niet uiteindelijk gesteund worden door het bestuur van de doelvennootschap. Succesvolle vijandige biedingen komen dus nagenoeg nooit voor in Nederland. Het lage aantal vijandige biedingen kan een van de mogelijke verklaringen zijn waarom de bedenktijd sinds de invoering niet is toegepast. Bij dit alles dient in acht te worden genomen dat het aantal overnamebiedingen ook beïnvloed wordt door andere factoren, zoals de economische conjunctuur, de interestvoeten, etc.

Voor wat betreft het aantal *non-financial covenants* kan worden geconcludeerd dat hier de laatste jaren een stijging is waar te nemen. De verschillende categorieën van *non-financial covenants* per biedingsbericht zijn gemiddeld genomen gestegen na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd op 1 mei 2021. Dit stemt overeen met de hypothese dat de inwerkingtreding van de bedenktijd gepaard is gegaan met een verhoging in het aantal *non-financial covenants* dat de doelvennootschap kan onderhandelen. Echter, die stijging lijkt al te zijn ingezet voor de invoering van de bedenktijd. Hierdoor kan door middel van de verzamelde data niet worden aangetoond dat de stijging in het aantal *non-financial covenants* te wijten is aan de inwerkingtreding van de bedenktijd. Een mogelijke verklaring voor de toename kan gelegen zijn in andere factoren, zoals bijvoorbeeld de toegenomen aandacht in de maatschappij voor de bescherming van *stakeholders* en voor discussies rond duurzaamheid. Zo lanceerde de Europese Commissie in 2018 een *'action plan' over 'financing sustainable growth'*,[489] dat heeft geleid tot veel wetgevende initiatieven op het gebied van duurzaamheid. Dit valt ook ongeveer samen met het begin van de stijgende trend in het gemiddeld aantal categorieën van *non-financial covenants* per biedingsbericht. Het valt ook op dat de sterkste stijging te merken is in de categorie van *non-financial covenant* '*Maintain CSR/ESG standards at the same or higher level*'. Dit zijn precies de onderwerpen waar de laatste jaren toegenomen aandacht voor is.

Uit de resultaten van de interviews en de enquête blijkt dat de visie over de vraag naar de preventieve werking van de bedenktijd ten opzichte van vijandige bieders verschilt per categorie van respondent: personen die werkzaam zijn bij beursvennootschappen geven vaker aan dat de bedenktijd vijandige bieders ontmoedigt, terwijl externe adviseurs en investeerders het vaker oneens zijn met deze stelling, al zijn er in elke categorie ook enkele respondenten die aangeven dat ze neutraal staan tegenover deze vraag of er geen mening over hebben. De meningen lijken dus sterk verdeeld. Veel respondenten wijzen erop dat vijandige biedingen sowieso niet vaak voorkomen in Nederland. Omdat er weinig vijandige biedingen zijn, is het

[489] Europese Commissie, 'Action Plan: Financing Sustainable Growth', COM (2018) 97 final, 8 maart 2018, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097.

preventief effect van de bedenktijd ten aanzien van die biedingen beperkt. Andere respondenten merken op dat vijandige biedingen niet zo zeer ontmoedigd worden door de bedenktijd, maar dat de bedenktijd vijandige bieders wel aanzet om in dialoog te gaan met de doelvennootschap. Daarnaast merken respondenten ook op dat de bedenktijd weinig impact heeft op vijandige overnames omdat het geen invloed heeft op de tijdslijn van het bod, individuele aandeelhouders nog steeds vrij blijven om het bod al dan niet te aanvaarden, en de bedenktijd afloopt zodra het bod wordt gestand gedaan. Dit komt overeen met de kritiek op het gebruik van de bedenktijd bij vijandige overnames in de literatuur. Andere respondenten geven wel aan in de toelichting bij de enquête of tijdens de interviews dat de bedenktijd een kleine impact kan hebben op vijandige biedingen. De bedenktijd wordt door hen gezien als een van de beschermingsconstructies die ervoor zorgt dat Nederlandse vennootschappen moeilijker over te nemen zijn.

6.4.2 Preventief effect met betrekking tot aandeelhoudersactivisme

Van de bedenktijd kan ook een preventief effect uitgaan doordat de mogelijkheid om de bedenktijd in te roepen aandeelhoudersactivisme ontmoedigt. In de drie jaren voor de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd (1 mei 2018 tot 1 mei 2021) en de drie jaren na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd (vanaf 1 mei 2021), is echter het aantal activistische campagnes gelijkaardig (16 voor en 17 na). Hierdoor, en ook omdat het totaal aantal activistische campagnes beperkt is, kan niet worden geconcludeerd dat de bedenktijd een preventief effect heeft op activistische campagnes. Ook de slagingskansen van activistische campagnes kunnen relevant zijn voor een eventuele preventieve werking van de bedenktijd. De bedenktijd kan er immers toe leiden dat de campagnes minder succesvol zijn omdat het bestuur zich gesterkt voelt in haar positie wetende dat het de bedenktijd kan inroepen. Het aantal succesvolle campagnes in de drie jaar voor de inwerkingtreding van de bedenktijd (14) verschilt echter te weinig van het aantal succesvolle campagnes in de drie jaar na de inwerkingtreding (10) om conclusies aan te verbinden. Opvallend is ook dat de meeste activistische campagnes niet gaan over de benoeming, schorsing of het ontslag van bestuurders of commissarissen, en dat in de overgrote meerderheid van de activistische campagnes geen gebruik wordt gemaakt van formele aandeelhoudersrechten. Ook dit kan een verklaring vormen voor het feit dat de bedenktijd nog niet is ingeroepen.

Daarnaast komt in de interviews en de enquête regelmatig terug dat aandeelhouders nog steeds over andere manieren beschikken om invloed uit te oefenen op de strategie van de vennootschap dan het agenderings- en convocatierecht, zoals bijvoorbeeld door middel van private dialoog met de vennootschap, een publieke brief, of het stemmen op de algemene vergadering tegen décharge of de herbenoeming van een bestuurder. Daarnaast wordt opgemerkt dat Nederlandse beursvennootschappen al sterk beschermd zijn tegen aandeelhoudersactivisme, bijvoorbeeld door de bestaande mogelijkheden om aandeelhoudersvoorstellen niet te agenderen wanneer die raken aan de strategie. De conclusie uit de interviews en de enquête lijkt te zijn dat het ontmoedigend effect op aandeelhoudersactivisme beperkt is, en enkel als relevant wordt ingeschat voor bepaalde aandeelhoudersactivisten die niet bereid zijn om de bedenktijd uit te zitten.

Uit het voorgaande volgt de conclusie dat de preventieve werking van de bedenktijd naar verwachting beperkt is, zowel voor overnames als voor aandeelhoudersactivisme. Hier dient echter bij te worden opgemerkt dat het gebrek aan effectief gebruik, de korte periode, en de mogelijke andere factoren die spelen de beoordeling hiervan niet eenvoudig maakt.

6.5 Bedenktijd en het investerings- en vestigingsklimaat

Het derde doel van het onderzoek was om na te gaan in hoeverre de wet van invloed is op het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat.

In hoofdstuk 5 stond daarom de volgende onderzoeksvraag centraal: *in hoeverre is het terecht de (preventieve) werking van de Wet bedenktijd te relateren aan het investerings- en vestigingsklimaat in Nederland?*

Uit de literatuur blijkt dat de lijst van factoren die een mogelijke invloed kan hebben op het investerings- en vestigingsklimaat ruim is en niet uitputtend kan worden opgesomd. Een aantal van de belangrijkste factoren dat vaak wordt genoemd in de academische literatuur, onderzoeksrapporten, en bedrijfspraktijk zijn:

- *Corporate governance* en het ondernemingsrecht
- Financiële en fiscale omstandigheden
- De arbeidsmarkt
- Wet- en regelgeving en de effectiviteit van het juridisch stelsel
- De intensiteit van milieuwet- en regelgeving
- Infrastructuur

Beschermingsconstructies, waaronder de bedenktijd, maken deel uit van het ondernemingsrecht, dat dus een invloed kan hebben op het investerings- en vestigingsklimaat. De internationale en Nederlandse literatuur bevat echter geen overtuigend bewijs van het feit dat de mogelijkheid om meer beschermingsconstructies op te nemen een positief dan wel negatief effect heeft op het investerings- en vestigingsklimaat. Ook de theoretische argumenten wijzen in beide richtingen. Het debat over de specifieke impact van de bedenktijd op het investerings- en vestigingsklimaat blijft voorlopig enkel theoretisch, zonder empirisch onderzoek, en de meningen in de literatuur zijn verdeeld.

Om de impact van de bedenktijd op het investerings- en vestigingsklimaat te onderzoeken werden dan ook verschillende empirische studies uitgevoerd. Om de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat te onderzoeken werd de evolutie van het aantal noteringen van Nederlandse beursvennootschappen aan de Euronext markten net voor en net na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd in kaart gebracht. De achterliggende gedachte hiervan was dat als de bedenktijd een positieve, neutrale of negatieve impact heeft op het vestigingsklimaat, dit moet leiden tot respectievelijk een stijging, constant blijven of daling van het aantal beursnoteringen van Nederlandse vennootschappen sinds 1 mei 2021. Uit de cijfers over het aantal nieuwe noteringen door Nederlandse vennootschappen blijkt dat er een sterke daling is van het aantal nieuwe noteringen in 2022 en 2023. Hieruit kan echter weinig worden afgeleid voor wat betreft de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat, aangezien het aantal nieuwe noteringen ook voorafgaand aan de inwerkingtreding van de bedenktijd al erg klein was, en er in 2022 en 2023 ook een daling plaatsvond in het aantal nieuwe noteringen door niet-Nederlandse vennootschappen aan Euronext markten. Andere factoren dan de bedenktijd, zoals de globale economische ontwikkelingen, spelen hierin waarschijnlijk een belangrijkere rol.

Daarnaast is in kaart gebracht hoe vaak beursvennootschappen voor en na de inwerkingtreding van de bedenktijd hun statutaire zetel verplaatsten van of naar Nederland. De achterliggende gedachte hierbij was dat als de bedenktijd een positieve (negatieve) impact heeft op het

vestigingsklimaat, dit gepaard zou moeten gaan met een stijging (daling) van het aantal genoteerde vennootschappen dat verhuist naar Nederland en een daling (stijging) van het aantal genoteerde vennootschappen dat uit Nederland verhuist. Als de impact van de bedenktijd neutraal is, wordt er geen wijziging in het aantal verhuizende vennootschappen verwacht. Uit de data blijkt dat er sinds de inwerkingtreding van de bedenktijd vier beursvennootschappen uit Nederland zijn vertrokken, terwijl dit tussen 2018 en de inwerkingtreding van de bedenktijd zes beursvennootschappen waren. Na de inwerkingtreding van de bedenktijd hebben twee beursvennootschappen hun statutaire zetel verplaatst naar Nederland, tussen 2018 en de inwerkingtreding van de bedenktijd was dit slechts één beursvennootschap. Deze getallen zijn echter te klein om een trend te kunnen identificeren, zodat op basis van dit onderzoek weinig kan worden geconcludeerd over de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat.

Om de impact van de bedenktijd op het investeringsklimaat te meten, werd een *'event study'* uitgevoerd om na te gaan of de invoering van de bedenktijd van invloed is geweest op de beurskoers. Uit deze data kan worden geconcludeerd dat er geen consistente en betekenisvolle positieve of negatieve reactie is van de markt op de invoering van de bedenktijd. De impact van de invoering van de bedenktijd op het investeringsklimaat kan dan ook eerder als neutraal worden beschreven.

Deze empirische bevindingen komen overeen met de bevindingen uit de interviews en de enquête. De overgrote meerderheid van de respondenten geeft aan dat de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat neutraal is. Uit de toelichting bij de enquête en de interviews kan worden afgeleid dat de bedenktijd geen relevante factor is om te kiezen voor (het behoud van) een statutaire zetel in Nederland. Ook andere beschermingsconstructies spelen volgens de meeste respondenten van de enquête geen belangrijke rol bij de keuze voor Nederland als vestigingsland, al geeft een aantal respondenten wel aan dat dit een positief effect heeft. Verschillende respondenten merken wel op dat de algemene flexibiliteit van het Nederlandse ondernemingsrecht een rol speelt.

Respondenten geven in de enquête aan dat de reactie van investeerders op de invoering van de bedenktijd doorgaans negatief was. Uit de interviews blijkt echter dat er geen concrete voorbeelden zijn van investeerders die om die redenen niet meer in Nederland wilden investeren, en wordt aangegeven dat het moeilijk is om een negatieve impact op de beurskoers vast te stellen.

Gezien de kleine aantallen in de empirische onderzoeken en de korte termijn die verstreken is sinds de invoering van de Wet bedenktijd, blijft het de vraag of het terecht is om de bedenktijd te relateren aan het investerings- en vestigingsklimaat. Het is niet uit te sluiten dat het een van de factoren is die relevant kan zijn voor het investerings- en vestigingsklimaat. Echter, over het algemeen wordt ervan uit gegaan dat er andere meer relevante factoren zijn die dit klimaat beïnvloeden. Het is niet goed mogelijk om op dit moment een impact te identificeren van de Wet bedenktijd op het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat.

6.6 Afsluitend

De bedenktijd heeft tot doel het bestuur van beursvennootschappen meer tijd en rust te gunnen voor het inventariseren en wegen van de belangen van de onderneming en de verschillende *stakeholders* om op die manier een zorgvuldige beleidsbepaling mogelijk te maken. De wettelijke bedenktijd biedt het bestuur van Nederlandse beursvennootschappen de mogelijkheid om, met goedkeuring van de raad van commissarissen, een bedenktijd in te roepen van maximaal 250 dagen wanneer aandeelhouders de benoeming, schorsing of het ontslag (of een statutenwijziging in de bepalingen strekkende tot benoeming, schorsing, ontslag) agenderen van bestuurders of commissarissen of wanneer een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht (art. 2:114b BW). Zowel in de literatuur, de reacties op de consultaties als in de interviews en de enquête die ten behoeve van dit onderzoek werden gehouden, blijkt een grote verdeeldheid over het antwoord op de vraag of de bedenktijd het beoogde doel kan bereiken. Dat die initiële verdeeldheid voortleeft, is niet verbazingwekkend aangezien de bedenktijd nog niet is toegepast en de meningen dan ook vooral nog steeds gebaseerd zijn op theorie en niet op praktijkervaringen met de toepassing van de bedenktijd.

Voor het niet toepassen van de bedenktijd kan een aantal mogelijke verklaringen worden gegeven, welke verklaringen ook deels in elkaars verlengde liggen. Een eerste mogelijke verklaring is dat van de bedenktijd een preventieve werking uitgaat waardoor deze reeds het gewenste effect heeft zonder dat de bedenktijd daadwerkelijk moet worden ingeroepen. Een dergelijke preventieve werking is echter niet gebleken. Een tweede mogelijke verklaring is dat vijandige overnamebiedingen en activistische campagnes bij Nederlandse vennootschappen relatief weinig voorkomen, in combinatie met het feit dat er relatief weinig tijd is verstreken sinds de inwerkingtreding van de wet op 1 mei 2021. Een derde mogelijke verklaring is dat de bedenktijd enkel nuttig is in het geval van een activistische campagne als de aandeelhoudersactivist formeel zijn aandeelhoudersrechten uitoefent om de benoeming, de schorsing of het ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen te agenderen op een algemene vergadering (of een statutenwijziging met betrekking tot deze onderwerpen). Uit het onderzoek blijkt dat dit relatief weinig voorkomt in de praktijk. Een vierde mogelijke verklaring is dat Nederlandse beursvennootschappen al voldoende in staat zijn om zich te beschermen tegen vijandige overnames en aandeelhoudersactivisme. Uit het onderzoek blijkt dat Nederlandse vennootschappen met een beursnotering in Nederland op het moment van het onderzoek doorgaans in ieder geval over een of meerdere beschermingsconstructies beschikken, naast de bescherming voor alle Nederlandse beursvennootschappen die reeds uit de wet- en regelgeving voortvloeit zoals de bedenktijd, de responstijd en het enquêterecht.

Het is niet eenvoudig om de invloed van de bedenktijd op het investerings- en vestigingsklimaat vast te stellen. De impact werd onderzocht door te vergelijken hoe vaak beursvennootschappen kiezen voor Nederland (op het moment van de notering of door het verplaatsen van de statutaire zetel door reeds genoteerde vennootschappen) voor en na de bedenktijd. Het aantal van dergelijke transacties is echter te klein om een trend te kunnen identificeren. Ook werd vastgesteld dat er geen consistente en betekenisvolle positieve of negatieve reactie is van de markt op de invoering van de bedenktijd. De impact van de invoering van de bedenktijd op het investeringsklimaat kan dan ook eerder als neutraal worden beschreven.

Tot slot moet worden benadrukt dat de onderzoekers hebben ondervonden dat een onderzoeksperiode van drie jaar erg kort is voor het evalueren van de werking van de wet. Zoals uit het onderzoek blijkt, kan met een grote mate van zekerheid worden geconcludeerd

dat bedenktijd in die periode niet is toegepast, hetgeen ook het onderzoek naar de preventieve werking van de wet bemoeilijkt. Daarbij komt dat vijandige overnames in Nederland weinig voorkomen en dat aandeelhouders relatief weinig formeel gebruik maken van de bevoegdheid om de benoeming, schorsing of het ontslag van bestuurders of commissarissen te agenderen. Dit brengt met zich dat de situaties waarvoor de bedenktijd is geschreven, zich weinig voordoen. Het gebrek aan toepassing van de bedenktijd en het gebrek aan empirisch bewijs voor een duidelijke preventieve werking, maakt het ook moeilijk om te beoordelen of de doelen van de bedenktijd worden bereikt.

Voor wat betreft toekomstig onderzoek is te verwachten dat het aantal gevallen waarin de bedenktijd toegepast is of had kunnen worden toegepast beperkt zal zijn. Dit geldt ook voor de eindevaluatie van de Wet bedenktijd die de Minister van Justitie en Veiligheid dient te zenden naar de Staten-Generaal binnen vijf jaar na de inwerkingtreding van de wet, dus voor 1 mei 2028.[490] Dit geldt temeer omdat die eindevaluatie snel volgt op deze tussentijdse evaluatie. De onderzoekers betwijfelen dan ook of het nuttig is om alle empirische onderzoeken die in dit rapport zijn uitgevoerd voor de eindevaluatie te herhalen aangezien het uitvoeren van deze onderzoeken een significante investering van middelen heeft gevergd terwijl het aantal gevallen waarin de bedenktijd had kunnen worden ingeroepen beperkt is. Dit is uiteraard anders indien na deze tussentijdse evaluatie en voor de eindevaluatie er gevallen zijn waarin de bedenktijd wordt ingeroepen. Wellicht kan in dat geval voor de eindevaluatie worden volstaan met een studie van de gevallen waarin de bedenktijd daadwerkelijk werd ingeroepen. Ook in de nabije toekomst zal het echter moeilijk blijven om te beoordelen of de doelen van de bedenktijd bereikt worden en of er een invloed is op het investerings- en vestigingsklimaat.

[490] Zie artikel Ia Wet bedenktijd.

Overzicht van de annex

1. Onderzoekers
2. Vragen van de enquête (Nederlands)
3. Vragen van de enquête (Engels)
4. Methode voor het verspreiden van de enquête
5. Vragen voor interviews
6. Methode voor opstellen van lijst van Nederlandse beursvennootschappen
7. Lijst van Nederlandse beursvennootschappen
8. Overzicht van beschermingsconstructies
9. Methode voor analyse van andere beschermingsconstructies
10. Methode voor opstellen van lijst van (voorgenomen) overnamebiedingen
11. Lijst van (voorgenomen) overnamebiedingen
12. Methode voor analyse van *non-financial covenants*
13. Methode voor opstellen van lijst van activistische campagnes
14. Lijst van activistische campagnes
15. Methode voor opstellen van lijst met grensoverschrijdende transacties
16. Lijst van grensoverschrijdende transacties
17. Resultaten van de *event study*
18. Lijst van tabellen
19. Lijst van figuren
20. Bibliografie

Annex 1. Onderzoekers

Mieke Olaerts

Mieke Olaerts is hoogleraar Nationaal en Vergelijkend Vennootschapsrecht en houder van de Elverding-leerstoel over '*Sustainable Business, Culture and Corporate Regulation*' aan de Universiteit Maastricht. De Elverding leerstoel wordt gesponsord door DSM Firmenich, Q-park, ING, DNB en Broadview. Zij is tevens werkzaam als Of Counsel bij DVDW, lid van de redactie van het tijdschrift Ondernemingsrecht en het tijdschrift European Company Law en SDU commentaar. Zij is bestuurslid van de Vereniging voor Corporate Litigation, de Ius Commune Onderzoeksschool, WONO en Grotius.

Tom Vos

Dr. Tom Vos is universitair docent aan de Universiteit Maastricht; waar hij verbonden is aan het Institute for Corporate Law, Governance and Innovation Policies (ICGI) en het Maastricht Law and Tech Lab. In zijn onderzoek focust hij op het vennootschapsrecht, corporate governance, rechtseconomie, en empirische studies. Daarnaast is Tom gastdocent (10%) aan de Jean-Pierre Blumberg Leerstoel van de Universiteit Antwerpen, waar hij een vak over international corporate governance doceert en een onderzoeksproject over kortetermijndenken in corporate governance leidt. De Jean-Pierre Blumberg Leerstoel wordt gefinancierd via bijdragen van private partners, die opgelijst worden via deze link: https://www.uantwerpen.be/en/chairs/jean-pierre-blumberg/partners/. Tom is ook lid van de de redactieraad van het tijdschrift European Company Law en van de raad van bestuur van het Belgisch Centrum voor Vennootschapsrecht (BCV). Tot slot is Tom deeltijds advocaat bij de Corporate and Finance Practice van Linklaters LLP in Brussel, waar hij cliënten adviseert over vennootschaps- en effectenrecht.

Bastiaan Kemp

Prof. Dr. Bastiaan Kemp is hoogleraar Corporate Governance and Corporate Regulation aan de Universiteit Maastricht en advocaat en partner bij Loyens & Loeff. Bastiaan is tevens een Professorial Fellow en Vice-Academic director bij het Institute for Corporate Law, Governance and Innovation Policies, lid van de redactie van het Maandblad voor Ondernemingsrecht, co-redacteur van het tijdschrift European Company Law, Fellow bij het Zuidas Instituut voor Financieel recht en Ondernemingsrecht van de Vrije Universiteit en lid van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht.

Constantijn Van Aartsen

Dr. Constantijn van Aartsen is gast onderzoeker privaatrecht bij de Universiteit Maastricht en was tot 1 September 2024 betrokken in dit onderzoek als Postdoctoraal Onderzoeker voor de Elverding Leerstoel. Constantijn is gespecialiseerd in ondernemingsrecht, duurzaamheid, en politieke economie.

Rob Bauer

Rob Bauer is hoogleraar Finance (leerstoel '*Institutional Investors*') en houder van de Elverding-leerstoel over '*Sustainable Business, Culture and Corporate Regulation*' aan de

Maastricht University School of Business and Economics in Nederland. Zijn wetenschappelijk onderzoek richt zich op institutionele beleggingen, pensioenfondsen, duurzame financiering, verantwoord beleggen, aandeelhoudersactivisme en corporate governance. Rob is ook medeoprichter en directeur van het European Centre for Sustainable Finance (ECCE) aan de Universiteit Maastricht en emeritus uitvoerend directeur van het International Centre for Pension Management (ICPM) in Toronto. Hij is medeoprichter van GRESB (Real Estate and Infrastructure Sustainability Benchmarking Company) en medeoprichter en bestuurslid van de Global Research Alliance on Sustainable Finance and Investment (GRASFI). Rob adviseert en ondersteunt ook institutionele beleggers op het gebied van strategische beleggingsonderwerpen.

Annex 2. Vragen van de enquête (Nederlands)

Inleiding enquête

In deze enquête zullen we u een aantal vragen stellen over de Wet bedenktijd. Deze wet biedt het bestuur van Nederlandse beursvennootschappen de mogelijkheid om, met goedkeuring van de raad van commissarissen, een bedenktijd in te roepen van maximaal 250 dagen wanneer aandeelhouders de benoeming, schorsing of het ontslag agenderen van bestuurders of commissarissen of wanneer een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht.

Dit onderzoek wordt uitgevoerd door een onderzoeksteam van de Universiteit Maastricht (geleid door Prof. Mieke Olaerts, Prof. Bastiaan Kemp and Dr. Tom Vos) in opdracht van het Wetenschappelijk Onderzoek- en Datacentrum (WODC) van het Ministerie van Justitie en Veiligheid. Het maakt deel uit van een tussentijdse evaluatie van deze wet, die tot doel heeft feedback te verzamelen van vennootschappen, juridische adviseurs, institutionele beleggers en belangenorganisaties.

In de enquête zullen wij u een aantal vragen stellen over de toepassing van de bedenktijd in de praktijk, het nut van de bedenktijd, de gevolgen van de bedenktijd, en de relatie tussen de bedenktijd en het vestigingsklimaat. De enquête zal ongeveer 20 minuten in beslag nemen.

Verzoek om toestemming

1. Ik bevestig mijn vrijwillige deelname aan deze anonieme enquête die deel uitmaakt van een tussentijdse evaluatie van de Wet bedenktijd.
2. Ik begrijp dat er geen persoonsgegevens worden verzameld en geef toestemming voor publicatie van mijn anonieme antwoorden als onderdeel van het eindrapport dat aan het WODC zal worden aangeboden en door het onderzoeksteam zal worden verspreid.
3. Ik begrijp ook dat mijn anonieme antwoorden op de enquête kunnen worden gedeeld met het WODC en dat deze, zodra het onderzoek is afgerond, kunnen worden gebruikt als onderdeel van het lopende onderzoek van het onderzoeksteam.
4. Ik erken verder dat mijn anonieme antwoorden zullen worden opgeslagen op beveiligde servers die alleen toegankelijk zijn met een tweefactorauthenticatiemethode, dat ze zullen worden opgeslagen in overeenstemming met de AVG en het gegevens-, ethiek- en privacybeleid van Maastricht University, en dat ze na een periode van 20 jaar zullen worden verwijderd.
5. Ik begrijp dat ik mijn toestemming niet kan intrekken nadat ik de enquête heb ingevuld omdat het onderzoeksteam mijn anonieme bijdrage op geen enkele manier kan identificeren.

Vragen

Q1 Welke categorie omschrijft u het beste?

Q2 Wat is uw functietitel? Gelieve hierbij geen verwijzing te maken naar de organisatie waar u voor werkt, om de anonimiteit van de enquête te verzekeren.

Q3 Bent u vertrouwd met de inhoud van de “wettelijke bedenktijd”?

Q4 De bedenktijd heeft als doel het bestuur van ondernemingen tijd en rust te gunnen teneinde de verschillende betrokken belangen van de vennootschap en haar *stakeholders* af te wegen en op die manier tot een zorgvuldige beleidsbepaling te komen.
In welke mate bent u het eens met de volgende stelling: "de Wet bedenktijd heeft gezorgd voor rust, zodat het bestuur kan komen tot een zorgvuldige beleidsbepaling en in dialoog kan gaan met *stakeholders*"

Q4a Kunt u uw antwoord op de vorige vraag toelichten? (optioneel)

Q5 In welke mate bent u het eens met de volgende stelling: "de mogelijkheid om de bedenktijd in te roepen ontmoedigt aandeelhouders om het bestuur onder druk te zetten om de strategie te wijzigen, bijvoorbeeld door het ontslag van een bestuurder of commissaris"

Q5a Kunt u uw antwoord op de vorige vraag toelichten? (optioneel)

Q6 In welke mate bent u het eens met de volgende stelling: "de mogelijkheid om de bedenktijd in te roepen ontmoedigt bieders om een vijandige overname te doen"

Q6a Kunt u uw antwoord op de vorige vraag toelichten? (optioneel)

Q7 In welke mate bent u het eens met de volgende stelling: "de bedenktijd biedt een meerwaarde ten opzichte van de bestaande mogelijkheden voor het gebruik van beschermingsconstructies"

Q7a Kunt u uw antwoord op de vorige vraag toelichten? (optioneel)

Q8 Er is een aantal waarborgen in de Wet bedenktijd opgenomen om het oneigenlijk gebruik van de bedenktijd, en een eventueel negatieve invloed op het investeringsklimaat, tegen te gaan. Deze waarborgen zijn: een verzoek tot schorsing/ontslag van bestuurders en/of commissarissen, of een bod, moeten bijvoorbeeld in strijd zijn met het vennootschappelijk belang; de raad van commissarissen moet instemmen met het inroepen van de bedenktijd; en er is de mogelijkheid om de Ondernemingskamer te verzoeken om de bedenktijd te beëindigen. Zijn deze waarborgen, volgens u, voldoende om oneigenlijk gebruik van de bedenktijd tegen te gaan?

Q8a Kunt u uw antwoord op de vorige vraag toelichten? (optioneel)

Q9 Zijn er volgens u neveneffecten van de wet? Zo ja, welke?

Q10 Wat vindt u van de maximale duur van de bedenktijd (250 dagen)?

Q10a Kunt u uw antwoord op de vorige vraag toelichten? (optioneel)

Q11 Bent u op de hoogte van een vennootschap/vennootschappen die de bedenktijd heeft/hebben ingeroepen?

Q11a Welke vennootschap(pen) hebben gebruik gemaakt van de bedenktijd?

Q11b Weet u of er destijds moeilijkheden waren met de toepassing van de bedenktijd? Zo ja, kunt u toelichten wat de moeilijkheden waren?

Q11c Weet u of het bestuur destijds ook een beroep kon doen op andere beschermingsmaatregelen binnen de vennootschap(pen)? Zo ja, kunt u deze toelichten? Indien het om meerdere vennootschappen gaat, verzoeken wij u om dit toe te lichten voor de verschillende vennootschappen.

Q11d Weet u of de bedenktijd destijds is toegepast samen met andere beschermingsmaatregelen?

Q11d(i) Wat was het gevolg van de samenloop van beschermingsmaatregelen en de bedenktijd?

Q11d(ii) Waarom werd de bedenktijd destijds niet samen toegepast met andere beschermingsmaatregelen?

Q11e Kunt u toelichten waarom werd gekozen voor de bedenktijd als beschermingsmaatregel ten opzichte van andere mogelijke beschermingsmaatregelen?

Q11f De wet stelt dat aandeelhouders de Ondernemingskamer kunnen vragen om de bedenktijd te beëindigen.
Gebeurde dit voor de vennootschap die de bedenktijd toepaste?

Q11f(i) Wat was de uitspraak van de Ondernemingskamer in dat geval?

Q11g De wet vereist dat het bestuur, bij het inroepen van de bedenktijd, oordeelt dat het verzoek van de aandeelhouder of het openbaar bod “wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming”.
Welke argumenten gebruikte het bestuur om aan te tonen dat aan dit vereiste voldaan was?

Q11h Bleken de afwegingen voor het inroepen van de bedenktijd achteraf ook noodzakelijk en juist te zijn geweest? Waarom wel/niet?

Q12 Bent u op de hoogte van een vennootschap waar is overwogen om de bedenktijd in te roepen, zonder dat er daadwerkelijk gebruik van is gemaakt?

Q12a Welke vennootschap(pen) hebben, voor zover u dit kan en mag delen, overwogen om gebruik te maken van de bedenktijd?

Q12b Waarom werd destijds uiteindelijk geen gebruik gemaakt van de bedenktijd?

Q12c Was de aanwezigheid van andere beschermingsmaatregelen een overweging om geen gebruik te maken van de bedenktijd? Waarom wel / niet?

Q12d Was het destijds niet inroepen van de bedenktijd te wijten aan de wijze waarop aan de wettelijke regeling gestalte is gegeven (denk bijvoorbeeld aan de voorwaarden voor het inroepen van de bedenktijd, termijnen etc.)? Zo ja, wat waren de redenen?

Q13 Bent u op de hoogte van een of meer vennootschappen die hebben gedreigd ten opzichte van een activistische aandeelhouder of vijandige bieder om de bedenktijd in te roepen?

Q13a Voor zover u dit kunt delen, bij welke vennootschap(pen) was dit het geval?

Q13b Heeft de dreiging met het inroepen van de bedenktijd de vijandige bieder of aandeelhoudersactivist zijn plannen doen aanpassen?

Q13c Kunt u uw antwoord eventueel toelichten? (optioneel)

Q14 Volgens de Corporate Governance Code 2022 (bepaling 4.1.7) kan het bestuur een responstijd inroepen van maximaal 180 dagen als het bestuur nader beraad en overleg wil voeren over een punt dat door een aandeelhouder wordt geagendeerd op een algemene vergadering. Deze responstijd heeft andere voorwaarden dan de bedenktijd.
Deze responstijd werd bijvoorbeeld ingeroepen in de Cryo-Save zaak. Heeft voor zover u weet een andere vennootschap ooit de responstijd uit de Corporate Governance Code ingeroepen?
Q14a Voor zover u dit kunt delen, welke vennootschap(pen) hebben gebruik gemaakt van de responstijd?

Q14b Kunt u toelichten waarom destijds gebruik werd gemaakt van de responstijd?

Investerings- en vestigingsklimaat

Wet- en regelgeving kan van invloed zijn op het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat. Dat geldt mogelijk ook voor de Wet bedenktijd, reden waarom de rest van de enquêtevragen gewijd zijn aan uw mening over de relatie tussen deze wet en het investerings- en vestigingsklimaat.

Bij het beantwoorden van die vragen is het van belang het vestigingsklimaat enerzijds en het investeringsklimaat anderzijds van elkaar te onderscheiden. Met *vestigingsklimaat* wordt in ons onderzoek bedoeld de bereidheid van buitenlandse bedrijven om zich met hun statutaire zetel in Nederland te vestigen, of van al gevestigde bedrijven om hun zetel in Nederland te behouden. Het *investeringsklimaat* betreft de bereidheid van investeerders om te investeren in Nederlandse beursvennootschappen.

Q15 Wat is volgens u de impact van de bedenktijd op het aantal vestigingen in Nederland?

Q15a Kunt u uw antwoord op de vorige vraag toelichten? (optioneel)

Q16 Wat was volgens u de reactie van investeerders in Nederlandse beursvennootschappen op de invoering van de bedenktijd?

Q16a Kunt u uw antwoord op de vorige vraag toelichten? (optioneel)

Q17 Met betrekking tot de vennootschap waar u voor werkt, wat was de invloed van de mogelijkheid om gebruik te maken van de bedenktijd op de beslissing voor (het behoud van) een vestiging in Nederland? [alleen voor beursvennootschappen]

Q17a Kunt u uw antwoord op de vorige vraag toelichten? (optioneel) [alleen voor beursvennootschappen]

Q18 Wat was volgens u de invloed van de mogelijkheid om gebruik te maken van de bedenktijd op de beslissing van uw cliënten voor (het behoud van) een vestiging in Nederland? [alleen voor externe adviseurs]

Q18a Kunt u uw antwoord op de vorige vraag toelichten? (optioneel) [alleen voor externe adviseurs]

Q19 Met betrekking tot de vennootschap waar u voor werkt, was de mogelijkheid om gebruik te maken van andere beschermingsmaatregelen dan de bedenktijd van invloed op de beslissing om te kiezen voor (het behoud van) een vestiging in Nederland? [alleen voor beursvennootschappen]

Q19a Kunt u uw antwoord op de vorige vraag toelichten? (optioneel) [alleen voor beursvennootschappen]

Q20 Wat was volgens u de invloed van de mogelijkheid om gebruik te maken van andere beschermingsmaatregelen dan de bedenktijd op de beslissing van uw cliënten voor (het behoud van) een vestiging in Nederland? [alleen voor externe adviseurs]

Q20a Kunt u uw antwoord op de vorige vraag toelichten? (optioneel) [alleen voor externe adviseurs]

Q21 U heeft het einde van de survey bereikt. Wij bieden u graag nog een laatste mogelijkheid om het tekstblok hieronder te gebruiken indien u nog iets wilt delen over de bedenktijd. (optioneel)

Annex 3. Vragen van de enquête (Engels)

Survey background

In this survey we will ask you several questions about the *Wet bedenktijd* ("law on the reflection period"). This law grants the management board of Dutch listed companies the possibility, with approval from the supervisory board, to invoke a reflection period of up to 250 days if a takeover bid has been announced or proposed, or if shareholders introduce a shareholder proposal to appoint, suspend, or dismiss one or more members of the management or supervisory board.

This research is being carried out by a research team from Maastricht University (led by Prof. Mieke Olaerts, Prof. Bastiaan Kemp, and Dr. Tom Vos) on behalf of the Scientific Research and Data Centre (WODC) of the Dutch Ministry of Justice and Security. It is part of an interim evaluation of this law that aims to gather feedback from companies, legal advisors, and institutional investors.

During this survey you will be asked several questions about the application, relevance and consequences of the reflection period and its relationship to the investment and business climate. The survey will take approximately 20 minutes to complete.

Request for consent

1. I acknowledge my voluntary participation in this anonymous survey which is part of an interim study to evaluate the *wettelijke bedenktijd*.
2. I understand that no personal data will be collected and give permission for my anonymous answers to be published as part of the final report that will be presented to the WODC and distributed by the Research Team.
3. I also understand that my anonymous survey answers may be shared with the WODC and that it may be used, once the study is complete, as part of the ongoing research of the Research Team.
4. I acknowledge further that my anonymous data will be stored on secure servers that can only be accessed with a 2-way authentication method, that it will be stored in accordance with the GDPR and Maastricht University data, ethics, and privacy policies, and that it will be deleted after a period of 20 years.
5. I understand that I cannot revoke my consent after I have completed the survey since there is no way for the research team to identify my anonymous contribution.

Questions

Q1 Which category best describes your situation?

Q2 What is your job title? Please do not refer to your employer in order to ensure the survey's anonymity.

Q3 Are you familiar with the content of the "law on the reflection period"?

Q4 The goal of the reflection period is to provide the management board with time and space so that they can balance the interests of the company and its stakeholders and, in the process, come to a careful policy determination.
To what extent do you agree with the following statement: “the reflection period provides the management board with time and space so they can make a careful policy determination and enter into a dialogue with stakeholders”

Q4a Would you like to elaborate on your response to the previous question? (optional)

Q5 To what extent do you agree with the following statement: “the possibility of using the reflection period discourages shareholders from pressuring the board to change its strategy, for example by demanding the dismissal of a director”

Q5a Would you like to elaborate on your response to the previous question? (optional)

Q6 To what extent do you agree with the following statement: “the possibility of invoking the reflection period has a discouraging effect on hostile takeovers”

Q6a Would you like to elaborate on your response to the previous question? (optional)

Q7 To what extent do you agree with the following statement: “the reflection period is a valuable addition to the already existing list of defensive measures”

Q7a Would you like to elaborate on your response to the previous question? (optional)

Q8 A number of safeguards have been added to the law on the reflection period in order to prevent its illegitimate use and reduce potential negative effect on the investment and business climate. These safeguards are: (1) a hostile takeover or shareholder proposal to appoint, suspend, or dismiss one or more members of the board(s) must be inconsistent with the company interest; (2) the supervisory board must grant approval for invoking the reflection period; and (3) it is possible to request the Enterprise Chamber to end the reflection period. Do you think these safeguards are sufficient to prevent illegitimate use?

Q8a Would you like to elaborate on your response to the previous question? (optional)

Q9 Do you think the law on the reflection period has any unintended side effects? If so, please describe these effects.

Q10 What do you think of the maximum duration of the reflection period (250 days)?

Q10a Would you like to elaborate on your response to the previous question? (optional)

Q11 Are you aware of one or more companies that have invoked the reflection period?

Q11a Which company / companies are you aware of?

Q11b Do you know if, at the time, there were any difficulties when invoking the reflection period? If so, can you elaborate on these difficulties?

Q11c Do you know if the board at the time could also rely on other defensive measures? If so, could you elaborate on these other measures? If it concerns multiple companies, please explain this for the different companies.

Q11d Do you know if the reflection period was, at the time, applied together with other defensive measures?

Q11d(i) What was the result of the combined use of the reflection period and the other defensive measure(s)?

Q11d(ii) Why was the reflection period not used in combination with other defensive measures?

Q11e Can you explain why the reflection period was chosen over other defensive measures?

Q11f The law states that shareholders can ask the Enterprise Chamber to end the reflection period.
Did this happen in the case of this company which invoked the reflection period?

Q11f(i) What was the ruling of the Enterprise Chamber in that case?

Q11g The law requires that the management board, when it invokes the reflection period, judges that the hostile takeover or shareholder proposal is "genuinely opposed to the interests of the company and its affiliated enterprise".
What arguments did the management board rely on to demonstrate that this requirement had been satisfied?

Q11h The law requires that the management board, when it invokes the reflection period, judges that the hostile takeover or shareholder proposal is "genuinely opposed to the interests of the company and its affiliated enterprise".
What arguments did the management board rely on to demonstrate that this requirement had been satisfied?

Q12 Are you aware of one or more companies where the board(s) considered invoking the reflection period but did not do so in the end?

Q12a Which company / companies, insofar as you are free to share this information, were considering to invoke the reflection period?

Q12b Why was the reflection period ultimately not invoked?

Q12c Was the availability of other defensive measures a reason not to invoke the reflection period? Why / why not?

Q12d Was the decision not to invoke the reflection period a consequence of its legal design (for example in terms of the requirements and deadlines for its use). If yes, please explain.

Q13 Are you aware of one or more companies which have threatened towards a hostile bidder or activist shareholder that they would invoke the reflection period?

Q13a If you are free to share this information, which company / companies engaged in such threats?

Q13b Did the threat cause the hostile bidder or activist shareholder to alter their plans?
Q13c Please elaborate on your response? (optional)

Q14 According to the Dutch Corporate Governance Code (principle 4.1.7), the management board can invoke a response time of up to 180 days if the management board wishes to conduct further deliberation and consultation on an item that was put on the agenda by a shareholder at a general meeting. This response time has different conditions than the reflection period.
The response time was, for example, invoked in the Cryo-Save case. Are you aware of any other companies which invoked the response time from the Corporate Governance Code?

Q14a If you are free to share this information, which company / companies invoked the response time?

Q14b Can you explain why the company / companies made use of the response time?

Investment and business climate

Law and regulation can influence the Dutch investment and business climate. This may also hold for the law on the reflection period, which is why the rest of the survey questions are dedicated to your views on the relationship between this law and the investment and business climate.

In answering these questions it is important to distinguish between the investment climate and the business climate. The *investment climate* relates to the willingness of investors to invest in Dutch listed companies. The *business climate* relates to the willingness of companies to establish themselves or keep their statutory seat in the Netherlands.

Q15 What do you think is the impact of the reflection period on the number of companies with statutory seats in the Netherlands?

Q15a Would you like to elaborate on your response to the previous question? (optional)

Q16 What was in your view the reaction of investors in Dutch listed companies to the introduction of the reflection period?

Q16a Would you like to elaborate on your response to the previous question? (optional)

Q17 With regards to the company that you work for, what was the influence of the possibility to use the reflection period on the decision to establish or keep the statutory seat in the Netherlands? [only for companies]

Q17a Would you like to elaborate on your response to the previous question? (optional) [only for companies]

Q18 What do you think has been the influence of the possibility to use the reflection period on your clients' decision to establish or keep their statutory seat in the Netherlands? [only for external advisors]

Q18a Would you like to elaborate on your response to the previous question? (optional) [only for external advisors]

Q19 With regards to the company that you work for, did the possibility to use other defensive measures than the reflection period have an influence on the decision to establish or keep its statutory seat in the Netherlands? [only for companies]

Q19a Would you like to elaborate on your response to the previous question? (optional) [only for companies]

Q20 What do you think was the influence of the possibility to use defensive measures other than the reflection period on your clients' decision to establish or keep their statutory seat in the Netherlands? [only for external advisors]

Q20a Would you like to elaborate on your response to the previous question? (optional) [only for external advisors]

Q21 You have reached the end of the survey. We would like to offer you one last option to use the text block below if you have any closing thoughts on the reflection period. (optional)

Annex 4. Methode voor het verspreiden van de enquête en de verzoeken tot interview

Enquêtes

Onze strategie om de enquête te verspreiden is erop gericht om ervoor te zorgen dat deze wordt ingevuld door vertegenwoordigers van drie groepen belanghebbenden die bekend zijn met de inhoud en invloed van de (wet) bedenktijd:

1. vertegenwoordigers van beursvennootschappen;
2. vertegenwoordigers van investeerders (als vermogensbeheerder of voor eigen rekening) in Nederlandse beursvennootschappen;
3. externe adviseurs van beursvennootschappen en investeerders.

Ieder van deze groepen is via een aparte strategie benaderd.

Om de vertegenwoordigers van beursvennootschappen te benaderen heeft de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) op verzoek van het onderzoeksteam de enquête verspreid onder haar leden. Op die manier worden de meeste beursvennootschappen met een notering op Euronext Amsterdam benaderd. Daarnaast werden de Nederlandse beursvennootschappen met een buitenlandse notering benaderd via het e-mailadres op hun website (vaak was het *'investor relations'* e-mailadres of het algemene info-adres het enige relevante adres dat beschikbaar was). Hierbij maakten we gebruik van de lijst met Nederlandse vennootschappen met een beursnotering in het buitenland die voor dit onderzoek werd samengesteld (zie annex 6 en 7).

Om externe adviseurs te benaderen werd de lijst van advocatenkantoren die gerangschikt staan op de lijst van Chambers voor 'Corporate/M&A: High-end Capability' als uitgangspunt genomen. Deze lijst wordt algemeen beschouwd als toonaangevend voor advocatenkantoren die beursgenoteerde vennootschappen adviseren. Al deze kantoren werden aangeschreven door het onderzoeksteam, met de vraag of hun medewerkers die met de bedenktijd vertrouwd zijn de enquête willen invullen. Daarnaast verstuurde de Vereniging Corporate Litigation op vraag van het onderzoeksteam ook een e-mail naar alle leden met het verzoek om de enquête in te vullen.

De investeerders werden benaderd via Eumedion (een belangenorganisatie van institutionele beleggers) en de Vereniging van Effectenbezitters (VEB, een belangenorganisatie van beleggers). Eumedion en VEB hebben de enquête vervolgens verder verspreid.

Tenslotte heeft het onderzoeksteam ook gebruik gemaakt van sociale media (LinkedIn) om de uitnodiging te verspreiden. De gedachte hierachter was om hiermee een soort 'restcategorie' te vangen die mogelijk niet langs de institutionele kanalen kon worden bereikt.

Dit heeft geleid tot 45 respondenten die de enquête minstens gedeeltelijk invulden, waarvan 13 vertegenwoordigers van beursvennootschappen, 15 externe adviseurs en 17 vertegenwoordigers van investeerders. In de tabellen met de resultaten van de enquête wordt steeds per vraag weergegeven hoe veel respondenten de vraag precies invulden.

Verzoeken tot interviews

Het verzoek om deel te nemen aan een interview werd verspreid samen met de oproep om de enquête in te vullen. Via een link in deze e-mail konden personen aangeven of zij bereid waren om deel te nemen aan een interview door een formulier met hun contactgegevens in te vullen. Dit formulier was een formulier apart van de enquête, zodat de twee niet aan elkaar verbonden kunnen worden en de anonimiteit van de respondenten behouden blijft.

Het onderzoeksteam heeft erover gewaakt om de verschillende perspectieven voldoende aan bod te laten komen, langs de volgende categorieën: vertegenwoordigers van beursvennootschappen, vertegenwoordigers van investeerders (als vermogensbeheerder of voor eigen rekening) in Nederlandse beursvennootschappen, en externe adviseurs (van beursvennootschappen en van investeerders).

Dit heeft geleid tot 19 interviews met totaal 25 personen, met name 5 interviews met vertegenwoordigers van beursvennootschappen, 9 interviews met 15 externe adviseurs (advocaten van hetzelfde advocatenkantoor werden doorgaans samen geïnterviewd), en 5 interviews met vertegenwoordigers van investeerders. Bij de categorie van de externe adviseurs (die allemaal advocaat waren) werden zowel adviseurs geïnterviewd die vaak aandeelhoudersactivisten en bieders bijstaan, als adviseurs die doorgaans de doelvennootschap bijstaan. Ook de belangrijkste belangenorganisaties die in het kader van dit onderzoek relevant zijn, zijn benaderd voor een interview. Het saturatieprincipe werd gehanteerd: de onderzoekers zijn gestopt met het interviewen van bijkomende leden van een categorie wanneer de indruk ontstond dat bijkomende interviews geen nieuwe informatie zouden opleveren.

Annex 5. Vragen voor interviews

Voorafgaande vragen

1. Welke functie heeft u?
2. (indien de respondent adviseur is) Welk type cliënten vertegenwoordigt u gewoonlijk (beursvennootschappen of investeerders of beide)?

Interview vragen in het algemeen over de bedenktijd

3. De bedenktijd heeft als doel het bestuur van ondernemingen tijd en rust te gunnen teneinde de verschillende betrokken belangen van de vennootschap en haar *stakeholders* af te wegen en op die manier tot een zorgvuldige beleidsbepaling te komen. Denkt u dat de Wet bedenktijd slaagt in het behalen van deze doelen (een zorgvuldige beleidsbepaling en dialoog met *stakeholders*)?
4. Denkt u dat de mogelijkheid om de bedenktijd in te roepen aandeelhouders ontmoedigt om invloed uit te oefenen op de strategie?
5. Denkt u dat de mogelijkheid om de bedenktijd in te roepen bieders ontmoedigt om een vijandige overname te doen?
6. Denkt u dat de bedenktijd een meerwaarde biedt ten opzichte van de bestaande mogelijkheden voor het gebruik van beschermingsconstructies?
7. Weet u van vennootschappen die hun beschermingsconstructies hebben afgebouwd omdat ze nu kunnen steunen op de bedenktijd?
8. Er is een aantal waarborgen in de Wet bedenktijd opgenomen om het oneigenlijk gebruik van de bedenktijd, en een eventueel negatieve invloed op het investeringsklimaat, tegen te gaan. Deze waarborgen zijn: (1) een verzoek tot schorsing/ontslag van bestuurders en/of commissarissen, of een bod, moeten bijvoorbeeld in strijd zijn met het vennootschappelijk belang; (2) de raad van commissarissen moet instemmen met het inroepen van de bedenktijd; en (3) er is de mogelijkheid om de Ondernemingskamer te verzoeken om de bedenktijd te beëindigen.

   Zijn deze waarborgen, volgens u, voldoende om oneigenlijk gebruik van de bedenktijd tegen te gaan?
9. Zijn er volgens u neveneffecten van de wet? Zo ja, welke?
10. Wat vindt u van de maximale duur van de bedenktijd (250 dagen)?

Vragen over het praktisch gebruik van de bedenktijd

11. Bent u op de hoogte van een vennootschap/vennootschappen die de bedenktijd heeft/hebben ingeroepen?
    a. Welke vennootschap(pen) is (zijn) dit?
    b. Weet u of er destijds moeilijkheden waren met de toepassing van de bedenktijd? Zo ja, wat waren deze moeilijkheden?
    c. Kon het bestuur destijds ook een beroep kon doen op andere beschermingsmaatregelen binnen de vennootschap(pen)? Zo ja, welke waren dit?
    d. Was de bedenktijd destijds toegepast samen met andere beschermingsmaatregelen?

i. (JA) Wat was het gevolg van deze gezamenlijke toepassing?

ii. (NEE) Waarom werd de bedenktijd niet samen toegepast?

iii. Waarom werd voor de bedenktijd gekozen als beschermingsmaatregel ten opzichte van andere mogelijke beschermingsmaatregelen?

e. De wet stelt dat aandeelhouders de Ondernemingskamer kunnen vragen om de bedenktijd te beëindigen. Gebeurde dit voor de vennootschap die de bedenktijd toepaste?

i. Wat was de uitspraak van de Ondernemingskamer?

f. De wet vereist dat het bestuur, bij het inroepen van de bedenktijd, oordeelt dat het verzoek van de aandeelhouder of het openbaar bod "wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming". Welke argumenten gebruikte het bestuur om aan te tonen dat aan dit vereiste voldaan was?

i. Bleken de afwegingen voor het inroepen van de bedenktijd achteraf ook noodzakelijk en juist te zijn geweest? Waarom wel/niet?

Vragen over het overwegen om de bedenktijd in te roepen

12. Bent u op de hoogte van een vennootschap waar is overwogen om de bedenktijd in te roepen, zonder dat er daadwerkelijk gebruik van is gemaakt?

a. Welke vennootschap(pen) hebben, voor zover u dit kan en mag delen, dit overwogen? om gebruik te maken van de bedenktijd?

b. Waarom werd uiteindelijk geen gebruik gemaakt van de bedenktijd?

c. Was de aanwezigheid van andere beschermingsmaatregelen een overweging om geen gebruik te maken van de bedenktijd?

d. Was het destijds niet inroepen van de bedenktijd te wijten aan de wijze waarop aan de wettelijke regeling gestalte is gegeven (denk bijvoorbeeld aan de voorwaarden voor het inroepen van de bedenktijd, termijnen etc.)? Zo ja, wat waren de redenen?

Vragen over het dreigen om de bedenktijd in te roepen

13. Bent u op de hoogte van een of meer vennootschappen die hebben gedreigd ten opzichte van een activistische aandeelhouder of vijandige bieder om de bedenktijd in te roepen?

a. Voor zover u dit kunt delen, bij welke vennootschap(pen) was dit het geval?

b. Heeft de dreiging met het inroepen van de bedenktijd de vijandige bieder of aandeelhoudersactivist zijn plannen doen aanpassen?

Vragen over de responstijd

14. Volgens de Corporate Governance Code 2022 (bepaling 4.1.7) kan het bestuur een responstijd inroepen van maximaal 180 dagen als het bestuur nader beraad en overleg wil voeren over een punt dat door een aandeelhouder wordt geagendeerd op een algemene vergadering. Deze responstijd heeft andere voorwaarden dan de bedenktijd.

Deze responstijd werd bijvoorbeeld ingeroepen in de Cryo-Save zaak. Heeft voor zover u weet een andere vennootschap ooit de responstijd uit de Corporate Governance Code ingeroepen?

a. Voor zover u dit kunt delen, welke vennootschap(pen) hebben gebruik gemaakt van de responstijd?

b. Kunt u toelichten waarom destijds gebruik werd gemaakt van de responstijd?

Vragen over investerings- en vestigingsklimaat

Wet- en regelgeving kan van invloed zijn op het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat. Dat geldt mogelijk ook voor de Wet bedenktijd, reden waarom de rest van de vragen gewijd zijn aan uw mening over de relatie tussen deze wet en het investerings- en vestigingsklimaat.

Bij het beantwoorden van die vragen is het van belang het vestigingsklimaat enerzijds en het investeringsklimaat anderzijds van elkaar te onderscheiden. Met vestigingsklimaat wordt in ons onderzoek bedoeld de bereidheid van buitenlandse bedrijven om zich met hun statutaire zetel in Nederland te vestigen, of van al gevestigde bedrijven om hun zetel in Nederland te behouden. Het investeringsklimaat betreft de bereidheid van investeerders om te investeren in Nederlandse beursvennootschappen.

15. Wat is volgens u de impact van de bedenktijd op het aantal vestigingen in Nederland?
16. Wat was volgens u de reactie van investeerders in Nederlandse beursvennootschappen op de invoering van de bedenktijd?
17. (ALLEEN BEDRIJVEN) Met betrekking tot de vennootschap waar u voor werkt, wat was de invloed van de mogelijkheid om gebruik te maken van de bedenktijd op de beslissing voor (het behoud van) een vestiging in Nederland?
18. (ALLEEN EXTERNE ADVISEURS) Wat was volgens u de invloed van de mogelijkheid om gebruik te maken van de bedenktijd op de beslissing van uw cliënten voor (het behoud van) een vestiging in Nederland?
19. (ALLEEN BEDRIJVEN) Met betrekking tot de vennootschap waar u voor werkt, was de mogelijkheid om gebruik te maken van andere beschermingsmaatregelen dan de bedenktijd van invloed op de beslissing om te kiezen voor (het behoud van) een vestiging in Nederland?
20. (ALLEEN EXTERNE ADVISEURS) Wat was volgens u de invloed van de mogelijkheid om gebruik te maken van andere beschermingsmaatregelen dan de bedenktijd op de beslissing van uw cliënten voor (het behoud van) een vestiging in Nederland?

Concluderend

21. Zou volgens u de bedenktijd gehandhaafd moeten worden of mogen worden afgeschaft?
22. Zijn er volgens u dingen die gewijzigd zouden moeten worden aan de bedenktijd.
23. Zijn er volgens u nog andere personen die wij zouden moeten interviewen?

24. Wij bieden u graag nog een laatste mogelijkheid om iets te delen over de bedenktijd. Is er iets wat u nog wil zeggen, of wat in dit interview volgens u niet, of onvoldoende, aan bod is gekomen?

Annex 6. Methode voor opstellen van lijst van Nederlandse beursvennootschappen

Om de lijst van Nederlandse beursvennootschappen samen te stellen die wordt gebruikt in paragraaf 3.2.1 om de toepassing van de bedenktijd te onderzoeken, werd als volgt te werk gegaan. De bedoeling was om alle Nederlandse beursvennootschappen die een notering hadden op een Nederlandse of buitenlandse beurs in de periode van 1 mei 2021 tot 23 maart 2024 in kaart te brengen, ook al werd deze notering eventueel later geschrapt.

Op 23 maart 2024 werd een lijst van 146 vennootschappen die op dat moment waren genoteerd op Euronext Amsterdam, gedownload van de website van Euronext.[491] Deze lijst omvat zowel Nederlandse als buitenlandse vennootschappen. De statuten van al deze vennootschappen werden vervolgens geraadpleegd door onderzoeksassistenten om de Nederlandse vennootschappen te identificeren en de buitenlandse vennootschappen uit de lijst te verwijderen (44 vennootschappen werden verwijderd).[492] Vervolgens werden alle dubbelen verwijderd die voortvloeiden uit het feit dat een vennootschap verschillende soorten aandelen had met een beursnotering (12 vennootschappen werden verwijderd). Ook werden twee SPAC's (EHC en NAI) verwijderd uit de lijst. Een SPAC of '*special purpose acquisition company*' kan worden gedefinieerd als 'een lege huls die een beursnotering verkrijgt, en vervolgens probeert binnen twee jaar een substantieel belang in een target te verwerven, waardoor die target beursgenoteerd wordt'.[493] Door hun specifieke structuur hebben deze SPAC's geen behoefte aan beschermingsconstructies, zoals de bedenktijd, en werden ze dus niet in dit deel van het onderzoek betrokken. Dit leverde een lijst op van 88 Nederlandse vennootschappen met een notering aan een Euronext markt.

Om ook Nederlandse vennootschappen met (enkel) een buitenlandse notering te identificeren, werd als tweede stap op 23 maart 2024 een lijst van alle actieve Nederlandse vennootschappen met een beursnotering (in Nederland of in andere landen) gehaald van Orbis, een financiële databank. Dit resulteerde in een lijst van 152 vennootschappen, waarvan er een deel overlapt met de hiervoor genoemde lijst van Nederlandse vennootschappen met notering aan Euronext Amsterdam. De 83 overlappende vennootschappen werden verwijderd. Voorts werd geverifieerd of alle vennootschappen daadwerkelijk Nederlands waren, hetgeen het geval bleek te zijn. De lijst van Orbis bevatte ook negen investeringsfondsen, die eveneens verwijderd werden uit de lijst. De vennootschap Spear Investments I werd verwijderd omdat het een SPAC betrof die ondertussen was gefuseerd met een doelvennootschap (Qev), waarbij die laatste reeds in onze lijst was opgenomen. Als gevolg werden dus in totaal 59 bijkomende Nederlandse beursvennootschappen geïndentificeerd. Eén van deze vennootschappen, Steinhoff International Holdings NV, was niet langer genoteerd op het moment van het onderzoek, maar wel nog in de periode na de inwerkingtreding van de bedenktijd, en werd dus meegenomen.[494]

---

[491] https://live.euronext.com/en/markets/amsterdam/equities/list

[492] Als een vennootschap na 1 mei 2021 haar statutaire zetel uit Nederland verhuist (bijvoorbeeld Aegon of Flow Traders), wordt de vennootschap wel in de lijst gehouden, omdat de bedenktijd dan gedurende een periode wel nog had kunnen worden toegepast. Als een vennootschap voor 1 mei 2021 uit Nederland vertrok (bijvoorbeeld Unilever), dan wordt de vennootschap niet toegevoegd aan de lijst.

[493] Zie: H.M. van Kessel & D.J.R. Lemstra, 'De SPAC (special purpose acquisition company)', *OR* 2020/143, afl. 15, p. 794.

[494] De laatste check of een vennootschap nog genoteerd was op het moment van het onderzoek werd gedaan in juli 2024.

In de derde stap werden de vennootschappen toegevoegd die sinds 1 mei 2021 (de inwerkingtreding van de wet) hun beursnotering aan een Euronext markt (niet noodzakelijk Euronext Amsterdam) hebben beëindigd, op basis van de jaarlijkse 'Euronext Factbooks' op de Euronext website.[495] In drie gevallen ging het om een SPAC die niet op tijd een target had gevonden en dus werd ontbonden en vereffend.[496] Deze werden niet meegenomen. In twee gevallen ging het om een SPAC die wel een target had gevonden (Spear Investments I en Dutch Star Companies One); in dat geval werd enkel de resulterende vennootschap aan de lijst toegevoegd (respectievelijk Qev en CM.Com), maar niet de SPAC. Dit resulteerde in een lijst van 12 vennootschappen die hun notering aan een Euronext markt beëindigden na 1 mei 2021. Daarbij werd geen rekening gehouden met vennootschappen die aan een niet-Euronext beurs noteren, omdat de data van andere beurzen over de schrapping van noteringen niet goed te verzamelen is.

In de vierde stap werd de in de vorige stappen opgestelde lijst geverifieerd met andere lijsten van Nederlandse beursvennootschappen, zoals de lijst die Kemp en Renshof samenstelden in hun empirische studie van 2020 naar het gebruik van oligarchische clausules bij benoeming en ontslag door Nederlandse beursvennootschappen,[497] de lijst van 2021 van Bootsma, Breukink, Hijink en in 't Veld van Nederlandse beursvennootschappen in den vreemde,[498] en een lijst van Nederlandse beursvennootschappen met buitenlandse beursnoteringen van Eumedion. Uit verificatie bleek dat er respectievelijk nog 14, 5 en 14 bijkomende vennootschappen konden worden toegevoegd aan de lijst. Hierbij werd nagegaan dat de verschillen tussen de lijsten niet het gevolg waren van een naamswijziging van de vennootschap. Ook werden vennootschap die hun beursnotering al beëindigd hadden of hun statutaire zetel reeds uit Nederland verplaatst hadden op het moment van de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd (1 mei 2021) niet toegevoegd aan de lijst. Op datum van het onderzoek[499] hadden respectievelijk 10, 4 en 2 vennootschappen hun beursnotering beëindigd na 1 mei 2021.

Het eindresultaat hiervan is een lijst van 192 vennootschappen, waarvan 106 (55%) genoteerd zijn of waren op Euronext Amsterdam, en waarvan 163 (85%) nog steeds beursgenoteerd zijn op het moment van het onderzoek. Van de vennootschappen die niet langer beursgenoteerd zijn is niet steeds een website beschikbaar met de relevante persberichten en oproepingen voor de algemene vergadering; in dat geval werd naast een onderzoek van de website (als deze beschikbaar was) tevens een andere methodologie toegepast: de naam van deze vennootschap werd gezocht via Google, in combinatie met een aantal zoektermen die verband houden met de bedenktijd.[500] In annex 7 is de volledige lijst van vennootschappen opgenomen.

[495] https://live.euronext.com/en/resources/statistics/factbook.
[496] ESG Core Invest, CTC en Pegasus.
[497] B. Kemp & A.S. Renshof, 'Het gebruik van oligarchische clausules bij benoeming en ontslag door Nederlandse beursvennootschappen', *MvO* 2020, afl. 3.2, p. 68-69.
[498] A.A. Bootsma, E.J. Breukink, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'Multiple corporate citizenship in een veranderende wereld', *OR* 2021/97, afl. 14, p. 601-614.
[499] De laatste check of een vennootschap nog genoteerd was op het moment van het onderzoek werd gedaan in juli 2024.
[500] Meer bepaald: 'bedenktijd', 'responstijd', '*response time*', '*standoff time*', '*cooling off period*' en '*reflection period*'.

Annex 7. Lijst van Nederlandse beursvennootschappen

Vennootschappen die werden toegevoegd op basis van data over Euronext Amsterdam:

	Naam vennootschap	Markt	Beursnotering beëindigd?
1	AALBERTS NV	Euronext Amsterdam	Nee
2	ABN AMRO BANK N.V.	Euronext Amsterdam	Nee
3	ACOMO	Euronext Amsterdam	Nee
4	ADYEN	Euronext Amsterdam	Nee
5	AEGON[501]	Euronext Amsterdam	Nee
6	AHOLD DEL	Euronext Amsterdam, Brussels	Nee
7	AJAX	Euronext Amsterdam	Nee
8	AKZONOBEL	Euronext Amsterdam	Nee
9	ALFEN	Euronext Amsterdam	Nee
10	ALMUNDA PRO NV	Euronext Amsterdam	Nee
11	ALUMEXX N.V.	Euronext Amsterdam	Nee
12	AMG	Euronext Amsterdam	Nee
13	ARCADIS	Euronext Amsterdam	Nee
14	ASM INTERNATIONAL	Euronext Amsterdam	Nee
15	ASML HOLDING	Euronext Amsterdam	Nee
16	ASR NEDERLAND	Euronext Amsterdam	Nee
17	AVANTIUM	Euronext Amsterdam, Brussels	Nee
18	AZERION	Euronext Amsterdam	Nee
19	BAM GROEP KON	Euronext Amsterdam	Nee
20	BASIC-FIT	Euronext Amsterdam	Nee
21	BE SEMICONDUCTOR	Euronext Amsterdam	Nee
22	BEVER HOLDING	Euronext Amsterdam	Nee
23	BRILL KON	Euronext Amsterdam	Nee
24	BRUNEL INTERNAT	Euronext Amsterdam	Nee
25	CABKA	Euronext Amsterdam	Nee
26	CM.COM	Euronext Amsterdam	Nee
27	CORBION	Euronext Amsterdam	Nee
28	CTAC	Euronext Amsterdam	Nee
29	CTP	Euronext Amsterdam	Nee
30	DGB GROUP N.V.	Euronext Amsterdam	Nee
31	EASE2PAY NV	Euronext Amsterdam	Nee
32	EBUSCO HOLDING	Euronext Amsterdam	Nee
33	ENVIPCO	Euronext Amsterdam	Nee
34	EUROCOMMERCIAL	Euronext Amsterdam, Brussels	Nee

[501] Aegon heeft op 30 september 2023 haar statutaire zetel verplaatst van Nederland naar Bermuda. De vennootschap staat toch in de lijst omdat voor een periode na de inwerkingtreding van de bedenktijd wel nog een Nederlandse beursvennootschap was.

35	EURONEXT	Euronext Paris, Amsterdam, Brussels	Nee
36	EXOR NV	Euronext Amsterdam	Nee
37	FASTNED	Euronext Amsterdam	Nee
38	FERROVIAL	Euronext Amsterdam	Nee
39	FL ENTERTAINMENT	Euronext Amsterdam	Nee
40	FLOW TRADERS N.V.[502]	Euronext Amsterdam	Nee
41	FORFARMERS	Euronext Amsterdam	Nee
42	FUGRO	Euronext Amsterdam	Nee
43	HEIJMANS KON	Euronext Amsterdam	Nee
44	HEINEKEN	Euronext Amsterdam	Nee
45	HEINEKEN HOLDING	Euronext Amsterdam	Nee
46	HOLLAND COLOURS	Euronext Amsterdam	Nee
47	HYDRATEC	Euronext Amsterdam	Nee
48	IEX GROUP NV	Euronext Amsterdam	Nee
49	IMCD	Euronext Amsterdam	Nee
50	ING GROEP N.V.	Euronext Amsterdam, Brussels	Nee
51	JDE PEET'S	Euronext Amsterdam	Nee
52	JUST EAT TAKEAWAY	Euronext Amsterdam	Nee
53	KENDRION	Euronext Amsterdam	Nee
54	KPN KON	Euronext Amsterdam	Nee
55	LAVIDE HOLDING	Euronext Amsterdam	Nee
56	LUCASBOLS	Euronext Amsterdam	Nee
57	MKB NEDSENSE	Euronext Amsterdam	Nee
58	NEDAP	Euronext Amsterdam	Nee
59	NEPI ROCKCASTLE	Euronext Amsterdam	Nee
60	NEW SOURCES ENERGY	Euronext Amsterdam	Nee
61	NN GROUP	Euronext Amsterdam	Nee
62	NSI N.V.	Euronext Amsterdam	Nee
63	NX FILTRATION	Euronext Amsterdam	Nee
64	OCI	Euronext Amsterdam	Nee
65	ONWARD MEDICAL	Euronext Brussels, Amsterdam	Nee
66	PB HOLDING	Euronext Amsterdam	Nee
67	PHARMING GROUP	Euronext Amsterdam	Nee
68	PHILIPS KON	Euronext Amsterdam	Nee
69	PORCELEYNE FLES	Euronext Amsterdam	Nee
70	POSTNL	Euronext Amsterdam	Nee
71	PROSUS	Euronext Amsterdam	Nee
72	QEV	Euronext Amsterdam	Nee

[502] Flow Traders heeft op 13 januari 2023 haar statutaire zetel verplaatst van Nederland naar Bermuda. De vennootschap staat toch in de lijst omdat ze voor een periode na de inwerkingtreding van de bedenktijd wel nog een Nederlandse beursvennootschap was.

73	RANDSTAD NV	Euronext Amsterdam	Nee
74	SBM OFFSHORE	Euronext Amsterdam	Nee
75	SIF HOLDING	Euronext Amsterdam	Nee
76	SIGNIFY NV	Euronext Amsterdam	Nee
77	SLIGRO FOOD GROUP	Euronext Amsterdam	Nee
78	TITAN	Euronext Amsterdam	Nee
79	TKH GROUP	Euronext Amsterdam	Nee
80	TOMTOM	Euronext Amsterdam	Nee
81	UMG	Euronext Amsterdam	Nee
82	VAN LANSCHOT KEMPEN	Euronext Amsterdam	Nee
83	VALUE8	Euronext Amsterdam	Nee
84	VASTNED	Euronext Amsterdam	Nee
85	VIVORYON	Euronext Amsterdam	Nee
86	VOPAK	Euronext Amsterdam	Nee
87	WERELDHAVE	Euronext Amsterdam	Nee
88	WOLTERS KLUWER	Euronext Amsterdam	Nee

Vennootschappen die werden toegevoegd op basis van data van Orbis:

	Naam vennootschap	Markt	Beursnotering beëindigd?
1	AD PEPPER MEDIA INTERNATIONAL NV	Frankfurt Stock Exchange	Nee
2	AERCAP HOLDINGS N.V.	New York Stock Exchange, Frankfurt Stock Exchange	Nee
3	AFFIMED N.V.	NASDAQ	Nee
4	AIRBUS SE	Paris Stock Exchange, Frankfurt Stock Exchange, Spanish stock exchanges in Madrid, Bilbao, Barcelona and Valencia	Nee
5	AMATHEON AGRI HOLDING N.V.	Euronext Access Paris	Nee
6	ARGENX SE	Euronext Brussels	Nee
7	BRACK CAPITAL PROPERTIES LIMITED	Tel Aviv Stock Exchange	Nee
8	CEMENTIR HOLDING N.V.	Euronext Milan, Frankfurt Stock Exchange	Nee
9	CENTOGENE N.V.	Frankfurt Stock Exchange	Nee
10	CNH INDUSTRIAL N.V	New York Stock Exchange	Nee
11	CNOVA N.V.	Euronext Paris	Nee
12	CORRE ENERGY B.V.	Euronext Growth Dublin	Nee
13	COSMO PHARMACEUTICALS N.V.	SIX Swiss Exchange, Frankfurt Stock Exchange	Nee
14	CUREVAC N.V.	NASDAQ, Frankfurt Stock Exchange, Vienna Stock Exchange	Nee
15	DAVIDE CAMPARI-MILANO N.V.	Euronext Milan	Nee
16	DIGI COMMUNICATIONS N.V	Bucharest Stock Exchange	Nee
17	ELASTIC N.V.	New York Stock Exchange	Nee

18	ERMENEGILDO ZEGNA NV	New York Stock Exchange	Nee
19	EXPRO GROUP HOLDINGS NV	New York Stock Exchange	Nee
20	FERRARI N.V.	New York Stock Exchange, Euronext Milan	Nee
21	IMMATICS N.V.	NASDAQ	Nee
22	INFLARX N.V.	NASDAQ	Nee
23	IVECO GROUP NV	Euronext Milan	Nee
24	KARDAN N.V.	Tel Aviv Stock Exchange	Nee
25	LA PERLA FASHION HOLDING N.V.	Euronext Growth Paris	Nee
26	LASTMINUTE.COM N.V.	SIX Swiss Exchange	Nee
27	LAVA THERAPEUTICS N.V.	NASDAQ	Nee
28	LILIUM N.V.	NASDAQ	Nee
29	LYONDELLBASELL INDUSTRIES N.V.	New York Stock Exchange	Nee
30	MAINZ BIOMED N.V.	NASDAQ	Nee
31	MERUS N.V.	NASDAQ	Nee
32	MYT NETHERLANDS PARENT B.V.	New York Stock Exchange	Nee
33	NAVSTONE SE	Munich Stock Exchange	Nee
34	NXP SEMICONDUCTORS N.V	NASDAQ	Nee
35	PALMBOOMEN CULTUUR MAATSCHAPPIJ MOPOLI N.V.	Euronext Brussels	Nee
36	PARX MATERIALS N.V.	Euronext Access Paris	Nee
37	PEPCO GROUP N.V.	Warsaw Stock Exchange	Nee
38	PET SERVICE HOLDING NV	Euronext Access Paris	Nee
39	PHARVARIS N.V.	NASDAQ	Nee
40	PHOTON ENERGY N.V.	Warsaw Stock Exchange, Prague Stock Exchange, Frankfurt Stock Exchange	Nee
41	PLAYA HOTELS & RESORTS N.V.	NASDAQ	Nee
42	PLAZA CENTERS N.V.	London Stock Exchange	Nee
43	PROQR THERAPEUTICS N.V.	NASDAQ	Nee
44	PRYME N.V.	Euronext Growth Oslo	Nee
45	QIAGEN N.V.	New York Stock Exchange, Frankfurt Stock Exchange	Nee
46	RHI MAGNESITA N.V.	London Stock Exchange, Vienna Stock Exchange	Nee
47	SEQUA PETROLEUM NV	Euronext Access Paris	Nee
48	SHOP APOTHEKE EUROPE N.V.	Frankfurt Stock Exchange	Nee
49	STEINHOFF INTERNATIONAL HOLDINGS N.V.	Vienna Stock Exchange	Ja
50	STELLANTIS N.V.	Euronext Milan, New York Stock Exchange, Euronext Paris	Nee
51	STMICROELECTRONICS NV	Euronext Paris, New York Stock Exchange, Euronext Milan	Nee

52	TECHNIP ENERGIES NV	Euronext Paris	Nee
53	THE KINGFISH COMPANY N.V.	Oslo Stock Exchange	Nee
54	TME PHARMA N.V.	Euronext Growth Paris	Nee
55	TRIVAGO N.V.	NASDAQ	Nee
56	UNIQURE N.V.	NASDAQ	Nee
57	WALLBOX N.V.	New York Stock Exchange	Nee
58	X5 RETAIL GROUP N.V.	London Stock Exchange	Nee
59	YANDEX N.V.	NASDAQ	Nee

Vennootschappen die werden toegevoegd op basis van de Euronext Factbooks met data over de beëindiging van beursnoteringen:

	Naam vennootschap	Markt	Beursnotering beëindigd?
1	ALTICE EUROPE	Euronext Amsterdam	Ja
2	BETER BED	Euronext Amsterdam	Ja
3	DPA GROUP	Euronext Amsterdam	Ja
4	DSM KON	Euronext Amsterdam	Ja
5	GRANDVISION	Euronext Amsterdam	Ja
6	ICT GROUP	Euronext Amsterdam	Ja
7	KIADIS	Euronext Amsterdam, Brussels	Ja
8	MELTWATER	Euronext Growth Oslo	Ja
9	ORANJEWOUD	Euronext Amsterdam	Ja
10	ORDINA	Euronext Amsterdam	Ja
11	ROODMICROTEC	Euronext Amsterdam	Ja
12	SNOWWORLD	Euronext Amsterdam	Ja

Vennootschappen die werden toegevoegd na verificatie met de lijst van Kemp en Renshof (2020):

	Naam vennootschap	Markt	Beursnotering beëindigd?
1	ACCELL GROUP N.V.	Euronext Amsterdam	Ja
2	AND INTERNATIONAL PUBLISHERS N.V.	Euronext Amsterdam	Ja
3	CORE LABORATORIES N.V.	Euronext Amsterdam	Ja
4	INTERTRUST N.V.	Euronext Amsterdam	Ja
5	KONINKLIJKE BOSKALIS WESTMINSTER N.V.	Euronext Amsterdam	Ja
6	NEWAYS ELECTRONICS INTERNATIONAL N.V.	Euronext Amsterdam	Ja
7	ASTARTA HOLDING N.V.	London Stock Exchange; Warsaw Stock Exchange	Nee
8	DP EURASIA N.V.	London Stock Exchange	Ja
9	FYBER N.V.	Frankfurt Stock Exchange	Ja
10	ICHOR COAL N.V.	Hamburg Stock Exchange	Nee
11	ICTS INTERNATIONAL N.V.	US Stock Exchange	Nee
12	JUBII EUROPE N.V.	Frankfurt Stock Exchange	Ja

13	SUMMUS SOLUTIONS N.V.	Toronto Stock Exchange	Ja
14	UNIBAIL-RODAMCO SE	Euronext Amsterdam; Euronext Paris	Nee

Vennootschappen die werden toegevoegd na verificatie met de lijst van Bootsma, Breukink, Hijink en in 't Veld (2021):

	Naam vennootschap	Markt	Beursnotering beëindigd?
1	AHT SYNGAS TECHNOLOGY NV	Frankfurt Stock Exchange	Nee
2	AUTOWERKSTATT GROUP NV	Frankfurt Stock Exchange	Ja
3	EPP NV	Johannesburg Stock Exchange; Luxembourg Stock Exchange	Ja
4	IGEA PHARMA NV	Swiss Stock Exchange	Ja
5	KIDS BRANDS HOUSE NV	Stuttgart Stock Exchange	Ja

Vennootschappen die werden toegevoegd na verificatie met de lijst van Eumedion:

	Naam vennootschap	Markt	Beursnotering beëindigd?
1	ALLEGO	New York Stock Exchange	Nee
2	ARGO PROPERTIES	Tel Aviv Stock Exchange	Nee
3	ARISTON HOLDING	Euronext Milan	Nee
4	ATAI LIFE SCIENCES	Frankfurt Stock Exchange	Nee
5	BREMBO	Euronext Milan	Nee
6	HB HOLDING	Frankfurt Stock Exchange	Nee
7	MFE - MEDIAFOREUROPE	London Stock Exchange	Nee
8	MPC ENERGY SOLUTIONS	Euronext Growth Oslo	Nee
9	NEWAMSTERDAM PHARMA COMPANY	Frankfurt Stock Exchange; NASDAQ	Nee
10	PLUXEE	Frankfurt Stock Exchange; Euronext Paris	Nee
11	REFULES	Euronext Growth Oslo	Nee
12	SCHMID GROUP	New York Stock Exchange	Nee
13	SIGNA SPORTS UNITED	New York Stock Exchange	Ja
14	SONO GROUP	NASDAQ	Ja

Totaal aantal beursvennootschappen: 192 vennootschappen, waarvan 106 genoteerd zijn of waren op Euronext Amsterdam, en waarvan 163 nog steeds beursgenoteerd zijn op het moment van het onderzoek.

Annex 8. Overzicht van beschermingsconstructies

1 Inleiding

In deze annex wordt stilgestaan bij verschillende beschermingsconstructies en wordt in hoofdlijnen de werking van deze constructies uiteengezet. Dit is gedaan aan de hand van een analyse van de literatuur. Daarbij wordt een onderscheid gemaakt tussen (a) niet-statutaire *ad hoc* beschermingsconstructies, (b) statutaire *ad hoc* beschermingsconstructies, (c) permanente statutaire beschermingsconstructies en (d) permanente niet-statutaire beschermingsconstructies.

(a) Statutaire *ad hoc* beschermingsconstructies:

1. preferente aandelen en een stichting continuïteit (paragraaf 2.1);

(b) Niet-statutaire *ad hoc* beschermingsconstructies:

2. responstijd (paragraaf 3.1);
3. wettelijke bedenktijd (paragraaf 3.2);
4. bescherming door het enquêterecht (paragraaf 3.3);
5. alternatieve bieder (*white knight)* (paragraaf 3.4);[503]

(c) Permanente statutaire beschermingsconstructies:

6. structuurregime (paragraaf 4.1);[504]
7. prioriteitsaandelen (paragraaf 4.2);
8. loyaliteitsaandelen en meervoudig stemrecht (paragraaf 4.3);
9. oligarchische regelingen (paragraaf 4.4);
10. beperking van stemrecht en stemrechtloze aandelen (paragraaf 4.5);
11. certificering door een stichting-administratiekantoor (paragraaf 4.6);

(d) Permanente niet-statutaire beschermingsconstructies:

12. controlerende aandeelhouder (paragraaf 5.1).[505]

[503] De alternatieve bieder wordt in deze annex beschouwd als een beschermingsconstructie omdat deze als zodanig wordt erkend in artikel 9 van de Overnamerichtlijn.

[504] Het structuurregime wordt als een beschermingsconstructie beschouwd omdat de toepassing van dit regime ervoor zorgt dat een commissaris niet zonder tussenkomst van de Ondernemingskamer kan worden ontslagen, en bij het opzeggen van het vertrouwen in de gehele raad van commissarissen de Ondernemingskamer moet worden aangezocht om nieuwe commissarissen te benoemen. Wordt het volledige structuurregime toegepast, dan kan de aandeelhouder ook geen bestuurders benoemen, schorsen of ontslaan.

[505] Als gevolg van het hebben van een controlerende aandeelhouder kan een activistische aandeelhouder of bieder zonder steun van de controlerende aandeelhouder effectief geen campagne of bieding inzetten. Daarmee biedt een controlerende aandeelhouder *de facto* bescherming tegen dergelijke campagnes / biedingen.

2 Statutaire *ad hoc* beschermingsconstructies

2.1 Preferente aandelen en een stichting continuïteit

In de literatuur worden preferente aandelen omschreven als aandelen waaraan in de statuten bijzondere financiële rechten zijn verbonden[506], zoals het recht op de winstverdeling[507] en/of de aanspraak bij vereffening na ontbinding van de vennootschap.[508] Preferente aandelen kennen verschillende verschijningsvormen: (i) gewone preferente aandelen, (ii) cumulatief preferente aandelen, (iii) preferente financieringsaandelen en (iv) preferente beschermingsaandelen.[509]

Voor dit onderzoek zijn preferente beschermingsaandelen (of: 'beschermingsprefs') in combinatie met een aan een (bevriende) stichting continuïteit (of: 'beschermingsstichting') toegekende optie tot het verkrijgen van deze aandelen relevant.[510]

De werking is als volgt. De optie op de preferente beschermingsaandelen wordt door het bestuur van de beursvennootschap toegekend aan een stichting continuïteit. In het geval van een dreigende vijandige overname die tevens een dreiging is voor het vennootschappelijk belang, kan de stichting continuïteit de optie uitoefenen. Het gevolg van de uitgifte van de aandelen is dat de stichting continuïteit door het verwerven van de preferente beschermingsaandelen in de algemene vergadering stemrecht verkrijgt. Hierdoor kan besluitvorming in de algemene vergadering worden bewerkstelligd of juist worden voorkomen. Deze situatie zorgt ervoor dat omstandigheden worden gecreëerd waaronder het bestuur en de raad van commissarissen zich kunnen blijven richten op het vennootschappelijk belang. Nadat de betreffende algemene vergadering heeft plaatsgevonden, kunnen de preferente beschermingsaandelen door de beursvennootschap weer worden ingetrokken.[511] De beschermingsconstructie preferente beschermingsaandelen is daarmee een *ad hoc* beschermingsconstructie.

---

[506] Zie M. van Olffen & G.J.C. Rensen, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIa. NV en BV. Oprichting, vermogen en aandelen*, Deventer: Wolters Kluwer 2024, nr. 308; Evenzo R.A.F. Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 147)* (diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. 2.3.

[507] Zie art. 2:105 BW en art. 2:216 BW.

[508] Zie art. 2:23b BW.

[509] Zie M. van Olffen & G.J.C. Rensen, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIa. NV en BV. Oprichting, vermogen en aandelen*, Deventer: Wolters Kluwer 2024, nr. 308; Aldus ook V.P.G. de Serière, *Asser 2-IV Effectenrecht. Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IV. Effectenrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2023, nr. 119.

[510] Deze combinatie wordt door Timmermans en anderen aangemerkt als beschermingsconstructie. Zie R.A.F. Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 147)* (diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. 2.3 en 5.1 e.v.

[511] Zie R.A.F. Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 147)* (diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. 9.1 e.v.

3 Niet-statutaire *ad hoc* beschermingsconstructies

3.1 Responstijd

Wanneer een of meer aandeelhouders het voornemen hebben de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, bijvoorbeeld met betrekking tot het ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen, wordt het bestuur in de gelegenheid gesteld een redelijke termijn in te roepen om hierop te reageren ('responstijd').[512]

Indien het bestuur de responstijd inroept, vangt de redelijke termijn aan die niet langer duurt dan 180 dagen, gerekend vanaf het moment waarop het bestuur door één of meer aandeelhouders op de hoogte wordt gesteld van het voornemen tot agendering tot aan de dag van de algemene vergadering waarop het onderwerp zou moeten worden behandeld. Het bestuur gebruikt de responstijd voor nader beraad en constructief overleg, in ieder geval met de desbetreffende aandeelhouder(s), en verkent de alternatieven. De responstijd kan per algemene vergadering slechts eenmaal worden ingeroepen. De responstijd geldt niet ten aanzien van een aangelegenheid waarvoor eerder een responstijd is ingeroepen en geldt evenmin wanneer een aandeelhouder als gevolg van een geslaagd openbaar bod over ten minste driekwart van het geplaatst kapitaal beschikt.[513] De responstijd is gecategoriseerd als een niet-statutaire *ad hoc* beschermingsconstructie, omdat deze niet in de statuten dient te worden verankerd, gebaseerd is op de Code en *ad hoc* kan worden ingeroepen.

3.2 Wettelijke bedenktijd

Sinds 1 mei 2021 kent het bestuur van een Nederlandse beursvennootschap de mogelijkheid een wettelijke bedenktijd van maximaal 250 dagen in te roepen (art. 2:114b BW). De wettelijke bedenktijd dient het bestuur in de gelegenheid te stellen een zorgvuldige afweging en beoordeling te maken over welke strategische richting het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming het beste dient, met inachtneming van de belangen van *stakeholders*.[514] Tevens kan het bestuur met een alternatieve strategie komen.

Voor het inroepen van de bedenktijd moet aan drie vereisten zijn voldaan:

1. er moet sprake zijn van een vijandig bod of een aandeelhoudersverzoek tot benoemen, schorsen of ontslaan van een bestuurder of commissaris of tot wijziging van een statutaire bepaling die daarop ziet;
2. het bestuur moet van oordeel zijn dat de plannen van de aandeelhouders of vijandig bieder wezenlijk strijdig zijn met het belang van de vennootschap; en
3. er moet meer tijd nodig zijn voor een zorgvuldige beleidsbepaling over de strategie en alternatieven.[515]

---

[512] Principe 4.1.6 van de Code.

[513] Principe 4.1.7 van de Code.

[514] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 10-11. De ruimte die de wettelijke bedenktijd voor de vennootschap creëert, kan er bijvoorbeeld toe leiden dat de bieder meer voorzieningen treft om de effecten op de *stakeholders* van de doelvennootschap te beperken. Daarbij kan worden gedacht aan voorstellen om bepaalde activiteiten te continueren of uit te breiden, bestaande contracten te eerbiedigen of om goede afspraken te maken over een sociaal plan. Het kan ook betekenen dat een overnamebod geen doorgang vindt, omdat een zelfstandig voortbestaan een realistischer optie is in de ogen van de meerderheid van aandeelhouders van de doelvennootschap (p. 12).

[515] Artikel 2:114b BW. Zie ook: C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebepaling en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *OR* 2020/52, afl. 6, p. 271.

De wettelijke bedenktijd is, anders dan de responstijd uit de Code, wettelijk verankerd.[516] De responstijd verhindert de agendering van een voorstel, terwijl de wettelijke bedenktijd de agendering onverlet laat.[517] De wettelijke bedenktijd gaat voor op de responstijd.

3.3 Bescherming door het enquêterecht

Indien de vennootschap wil optreden tegen het (ongewenste) gedrag van de aandeelhouder(s), kan zij een verzoek indienen bij de Ondernemingskamer tot het instellen van een enquêteprocedure.[518] De vennootschap kan dit onder bepaalde omstandigheden ook doen tegen het (ongewenste) gedrag van de bieder.[519] Ook kan de vennootschap in de statuten (of op grond van een overeenkomst) aan een derde de bevoegdheid toekennen tot het initiëren van een enquêteprocedure bij de Ondernemingskamer, bijvoorbeeld aan een beschermingsstichting.[520] Op die manier kan de beschermingsstichting van haar enquêtebevoegdheid gebruikmaken indien de belangen van de onderneming en de daarbij betrokkenen (dreigen te) worden geschaad door gedragingen van aandeelhouders of bieders.[521]

3.4 Alternatieve bieder (white knight)

Een doelvennootschap die zich geconfronteerd ziet met een vijandig bod, kan bescherming zoeken bij een derde partij door die te verzoeken een concurrerend openbaar bod uit te brengen op alle aandelen van de vennootschap. Deze concurrerende bieder wordt aangeduid als de *white knight*.[522] De vennootschap kan een dergelijk verzoek ook doen indien reeds een vijandig bod op haar aandelen is uitgebracht en haar statuten bepalen dat zij geen handelingen verricht die het slagen van een openbaar bod kunnen frustreren.[523]

Een minder vergaand alternatief is dat de doelvennootschap een derde partij verzoekt anderszins een aandelenbelang te verwerven in de vennootschap. Als de derde partij een controlerend belang verkrijgt, wordt – evenals bij het concurrerende bod – vaak gesproken van een *white knight.*

---

[516] W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten, 'Wettelijke bedenktijd en beschermingsconstructies, de wereld op zijn kop!', *O&F* 2018/3.4, p. 46. De auteurs stellen verder dat de responstijd zich ook van de wettelijke bedenktijd onderscheidt doordat bij het inroepen van de wettelijke bedenktijd alle *stakeholders* worden geraadpleegd, terwijl bij de responstijd enkel hoeft te worden overlegd met de betreffende aandeelhouder(s). Bovendien wordt bij de wettelijke bedenktijd verwacht dat verantwoording gedurende het proces wordt afgelegd; bij de responstijd geschiedt zulks achteraf.

[517] *Kamerstukken II* 2019/20, 35367, nr. 3 (MvT), p. 18.

[518] Art. 2:346 lid 1 onder d BW.

[519] C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen*. *Beschouwingen over de vennootschapsrechtelijke, financieeltoezichtrechtelijke, contractuele en praktische aspecten van beursovernames (Serie Van der Heijden Instituut nr. 143)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 502.

[520] Art. 2:346 onder c BW.

[521] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel II*. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 637.

[522] M. van Olffen, 'De statutair (on)beschermde vennootschap en art. 2:359b BW', in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Handboek Openbaar Bod (Serie Onderneming en Recht, deel 46)*, Deventer: Kluwer 2008, p. 1120-1123; G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 627; C. Bulten (red.), *Vitale vennootschappen in veilige handen*, Radboud Universiteit Nijmegen, Onderzoekscentrum Onderneming & Recht 2017, p. 66.

[523] Art. 2:359b lid 1 onder a BW.

4 Permanente statutaire beschermingsconstructies

4.1 Structuurregime

Indien het structuurregime van toepassing is, gaat onder meer het recht om bestuurders te benoemen en te ontslaan van de algemene vergadering over naar de raad van commissarissen.[524] De algemene vergadering kan daarentegen invloed blijven uitoefenen op de benoeming en het ontslag van commissarissen, maar deze invloed is beperkt omdat (a) ontslag van commissarissen alleen door de Ondernemingskamer kan plaatsvinden en (b) een aandeelhouder wel het vertrouwen kan opzeggen in de gehele raad van commissarissen, maar vervolgens de Ondernemingskamer de nieuwe (tijdelijke) commissarissen zal benoemen.[525] Aldus biedt het structuurregime een zekere mate van bescherming tegen een vijandige bieder of tegen activistische aandeelhouders doordat bevoegdheden van de algemene vergadering worden verplaatst en aandeelhouders niet zelfstandig de commissarissen kunnen vervangen.[526]

4.2 Prioriteitsaandelen

Prioriteitsaandelen zijn aandelen die – ten opzichte van gewone aandelen – bepaalde voorrechten of bijzondere zeggenschapsrechten bezitten. Daarbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de bevoegdheid een bindende voordracht te doen voor de benoeming van bestuurders en commissarissen.[527] Door prioriteitsaandelen uit te geven aan een bevriende partij, veelal een stichting prioriteit, kan de stabiliteit van de besluitvorming in de algemene vergadering worden bevorderd, de kwaliteit van het bestuur worden behouden en een onvriendelijke overname en/of ongewenste invloeden van activistische aandeelhouders worden tegengegaan.[528] Prioriteitsaandelen bieden 'passieve' bescherming, omdat zij in de praktijk permanent uitstaan en – in tegenstelling tot preferente beschermingsaandelen – niet pas worden uitgegeven op het moment dat bescherming in een specifieke situatie geboden is.

4.3 Loyaliteitsaandelen en meervoudig stemrecht

Aandeelhouders die zich voor een langere tijd aan de vennootschap binden, kunnen daarvoor worden beloond doordat statutair[529] aan de door hen gehouden aandelen extra stemrechten en/of extra dividendrechten worden toegekend. Hierdoor wordt een stabiele en loyale groep aandeelhouders gecreëerd en wordt de stabiliteit binnen de vennootschap bevorderd.[530]

---

[524] Art. 2:162/272 BW.
[525] Art. 2:158/268 en art. 2:161a/271a BW.
[526] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 613.
[527] Art. 2:92/201 lid 3 BW.
[528] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 654.
[529] M. van Olffen & G.J.C. Rensen, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIa. NV en BV. Oprichting, vermogen en aandelen*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 315.
[530] J.M. de Jongh, 'Het loyaliteitsstemrecht. Een terreinverkenning', *OR* 2009/105, afl. 10/11.

4.4 Oligarchische clausule

Oligarchische clausules hebben meestal tot doel de bevoegdheden van de algemene vergadering in te perken ten behoeve van het bestuur en de raad van commissarissen. Hiermee wordt voorkomen dat de vennootschap afhankelijk wordt van de (toevallige) meerderheid van stemmen in de algemene vergadering. De meerderheid van de algemene vergadering zou namelijk doeleinden kunnen nastreven die niet in overeenstemming zijn met de continuïteit, de onafhankelijkheid en de ontplooiing van de vennootschap.[531] Oligarchische clausules bieden op deze manier bescherming aan een vennootschap.

Oligarchische clausules komen in verschillende vormen voor, maar er kan een aantal bredere categorieën worden onderscheiden:

1. clausules die het initiatiefrecht wegnemen van de algemene vergadering en bij een ander orgaan of een derde leggen;
2. clausules waarbij het nemen van een besluit van de algemene vergadering voorwaardelijk wordt gemaakt aan voorafgaande goedkeuring door een ander orgaan, zoals het bestuur of de raad van commissarissen, of een derde;
3. clausules waarbij het effectueren van een besluit van de algemene vergadering voorwaardelijk wordt gemaakt aan goedkeuring achteraf door een ander orgaan, zoals het bestuur of een raad van commissarissen, of een derde; en
4. clausules die een verzwaarde drempel voor besluitvorming door de algemene vergadering voorschrijven.[532]

Een in de praktijk veelvoorkomende oligarchische clausule heeft betrekking op de benoeming en het ontslag van bestuurders of commissarissen.[533] In de statuten van een NV of BV kan worden bepaald dat de benoeming van een bestuurder of commissaris geschiedt uit een voordracht van een ander orgaan dan de algemene vergadering, bijvoorbeeld uit een voordracht van de raad van commissarissen of de vergadering van houders van prioriteitsaandelen.[534] Op deze manier kan de invloed van de algemene vergadering op de benoeming van bestuurders en commissarissen worden beperkt.

4.5 Beperking van stemrecht en stemrechtloze aandelen

In de statuten van een NV of BV kan worden bepaald dat een aandeelhouder, ongeacht het aantal door hem gehouden aandelen, slechts een beperkt aantal stemmen kan uitbrengen.[535] Aldus kan worden voorkomen dat een bieder die de meerderheid van de aandelen verwerft, de daarmee corresponderende zeggenschap verkrijgt.[536] De statuten van een BV kunnen tevens

[531] P.J. Dortmond, *Van der Heijden. Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap,* Deventer: Kluwer 2013, p. 378-381; R.A.F. Timmermans, 'Het agenderingsrecht, preferente beschermingsaandelen en oligarchische clausules', *OR* 2012/121, afl. 15.

[532] Zie voor een sterk vergelijkbare verdeling: G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 59; B. Kemp & S.A. Renshof, 'Het gebruik van oligarchische clausules bij benoeming en ontslag door Nederlandse beursvennootschappen', *MvO* 2020/3.2.

[533] B. Kemp & A.S. Renshof, 'Het gebruik van oligarchische clausules bij benoeming en ontslag door Nederlandse beursvennootschappen', *MvO* 2020/3.2, par. 4.

[534] Art. 2:133/243 BW en art. 2:142/252 BW.

[535] Art. 2:118 lid 4-5 BW en art. 2:228 lid 4 BW.

[536] G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, nr. 602.

bepalen dat aan aandelen geen stemrecht wordt verbonden. De houder van deze 'stemrechtloze' aandelen kan in de algemene vergadering daardoor geen stemrecht uitoefenen.[537] De NV beschikt niet over deze mogelijkheid. Beursvennootschappen zijn traditioneel een NV, maar tegenwoordig wordt ook vaker de BV-vorm gebruikt.

4.6 Certificering door een stichting-administratiekantoor

Bij certificering van aandelen worden op naam gestelde aandelen in de vennootschap uitgegeven of overgedragen aan een administratiekantoor, met als doel deze aandelen voortaan namens de vennootschap te beheren. Meestal worden aandelen uitgegeven aan een stichting-administratiekantoor ('STAK'), waardoor de STAK aandeelhouder wordt van de vennootschap. De STAK geeft vervolgens certificaten van aandelen uit aan de uiteindelijke kapitaalverschaffers (zie figuur 7). In de praktijk wordt certificering bij beursvennootschappen bewerkstelligd met medewerking van de beursvennootschap zelf, en vaak al voor een *initial public offering*. Om die reden is deze beschermingsconstructie opgenomen in de categorie permanente statutaire beschermingsconstructies.

Als aandeelhouder oefent het bestuur van de STAK het stemrecht uit op de aandelen die de STAK houdt.[538] Aan de certificaathouders kan een stemvolmacht worden verleend. Als in het bestuur van de STAK een bevriende partij van de vennootschap zitting neemt, kan certificering van aandelen door een STAK dienen als bescherming van een doelvennootschap.[539] Vijandige bieders of activistische aandeelhouders die een bedreiging voor de doelvennootschap vormen, kunnen worden geneutraliseerd doordat de STAK onder bepaalde omstandigheden de afgifte van een stemvolmacht kan weigeren of intrekken.[540]

[537] Art. 2:228 lid 5 BW.
[538] P. van Schilfgaarde, J.W. Winter, J.B. Wezeman & J.D.M. Schoonbrood, *Van de BV en de NV*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, p. 283-287.
[539] Overigens: Principe 4.5 van de Code bepaalt dat certificering van beursgenoteerde aandelen niet als beschermingsconstructie mag worden gebruikt.
[540] Art. 2:118a lid 2 BW.

Figuur 7: structuur van certificering door een stichting-administratiekantoor.

5 Permanente niet-statutaire beschermingsconstructies

5.1 Controlerend aandeelhouder

Indien een beursvennootschap een controlerende aandeelhouder heeft, dat wil zeggen een aandeelhouder die een absolute meerderheid van de stemmen in de vennootschap houdt, dan kan een bieder of activistische aandeelhouder zijn doel niet bereiken zonder medewerking van de controlerende aandeelhouder. Om die reden biedt een controlerende aandeelhouder bescherming voor de beursvennootschap, zolang de belangen van de controlerende aandeelhouder en de beursvennootschap parallel lopen. Dit zal in de regel ook het geval zijn, omdat de controlerende aandeelhouder immers controle heeft over de beursvennootschap.

Annex 9. Methode voor analyse van andere beschermingsconstructies

Het cijfermatig onderzoek is onder begeleiding en instructie van het onderzoeksteam primair verricht door twee onderzoeksassistenten. De onderzoeksassistenten hebben een Excelbestand opgesteld waarin voor alle relevante beursvennootschappen (86) de relevante beschermingsconstructies zijn opgenomen.

Voor dit deel van het empirisch onderzoek is slechts gekeken naar de Nederlandse beursvennootschappen met een notering aan een Nederlandse beurs. Hiervoor is de lijst van 88 aan Euronext Amsterdam genoteerde beursvennootschappen uit annex 7 als uitgangspunt genomen. Hieruit werden echter twee vennootschappen verwijderd, Aegon en Flow Traders, omdat zij reeds hun statutaire zetel van Nederland naar Bermuda hebben verplaatst op het moment van het onderzoek, en dus geen Nederlandse vennootschap meer zijn en buiten het toepassingsgebied van het onderzoek vallen.[541] Het resultaat is een lijst van 86 vennootschappen. Beursvennootschappen met enkel een notering buiten Nederland zijn niet meegenomen in dit deel van het onderzoek, omdat bescherming in andere jurisdicties mogelijk mede wordt beïnvloed door het effectenrecht dat op de notering van toepassing is. Die lijst bestaat uit 83 naamloze vennootschappen (NV), twee besloten vennootschappen (BV) en één Societas Europaea (SE).

De onderzoeksassistenten hebben de statuten per 30 april 2024 en de meest recent gepubliceerde jaarverslagen (in de regel over het boekjaar 2023) van de desbetreffende beursvennootschappen bestudeerd. Aan de hand daarvan is beoordeeld welke van deze beschermingsconstructies door een individuele beursvennootschap konden worden toegepast. In het geval de onderzoeksassistenten twijfelde aan bepaalde punten, zijn deze punten vervolgens besproken met een lid van het onderzoeksteam. Hiervoor hebben meerdere overleggen plaatsgevonden. De onderzoeksassistenten hebben daarnaast de passages waaruit blijkt dat een vennootschap een bepaalde beschermingsconstructie hanteert opgenomen in het Excelbestand, met vermelding van de relevante artikelen en paginanummers. Dit is vervolgens gecontroleerd door de andere onderzoeksassistent en door een lid van het onderzoeksteam. Ook het resultaat is besproken met een lid van het onderzoeksteam.

Specifiek voor de oligarchische clausules hebben de onderzoeksassistenten de statuten van de beursvennootschappen per 1 april 2024 bestudeerd. In overleg met het onderzoeksteam is daarbij gekeken naar drie categorieën van aandeelhoudersbevoegdheden, zijnde: (i) uitgifte van aandelen; (ii) benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen; en (iii) statutenwijziging en ontbinding. De resultaten van dit onderzoek zijn opgenomen in het Excelbestand, inclusief de passages uit de statuten waaruit blijkt dat een vennootschap een bepaalde oligarchische clausule hanteert. Waar twijfel bestond is dit besproken met een lid van het onderzoeksteam, hetgeen heeft geleid tot meerdere overleggen. Ook het resultaat is besproken met een lid van het onderzoeksteam.

Verder hebben de onderzoeksassistenten in overleg met het onderzoeksteam onderzoek gedaan naar welke beursvennootschappen een controlerende aandeelhouder hebben. Voor dit deel van het onderzoek is onderscheid gemaakt tussen (i) aandeelhouders die meer dan 30% van de

[541] Zij worden wel meegenomen in de lijst die voor paragraaf 3.2.1 wordt gebruikt, omdat ze voor een periode na de inwerkingtreding van de bedenktijd wel een Nederlandse beursvennootschap waren.

aandelen bezitten, en (ii) aandeelhouders die meer dan 10% van de aandelen bezitten. De onderzoeksassistenten hebben de jaarverslagen en het AFM-register geraadpleegd. Het resultaat hiervan is in het Excelbestand opgenomen, met vermelding van de relevante paginanummers in de jaarverslagen en verwijzing naar het AFM-register. Waar twijfel bestond is dit besproken met een lid van het onderzoeksteam, hetgeen heeft geleid tot meerdere overleggen. Ook het resultaat is besproken met een lid van het onderzoeksteam.

Annex 10. Methode voor opstellen van lijst van (voorgenomen) overnamebiedingen

Inleiding

Deze annex beschrijft hoe de lijst van (voorgenomen) overnamebiedingen, die wordt gebruikt in paragraaf 3.2.2, 4.2 en 4.3, werd opgesteld. Alvorens die methodologie te beschrijven passen enkele terminologische verduidelijkingen.

Een overnamebieding of openbaar bod is een openbaar aanbod van een bieder om al de aandelen van een beursgenoteerde vennootschap te kopen. Meestal begint het biedingsproces met een aankondiging via persbericht van een voorgenomen openbaar bod. Als de bieder daadwerkelijk met het bod door gaat, stelt de bieder een biedingsbericht (vaak in het Engels '*offer memorandum*' genoemd) op, dat wordt goedgekeurd door de AFM. In dat geval moet de doelvennootschap via een standpuntbepaling laten weten aan haar aandeelhouders wat zij vindt van het bod. Het is echter ook mogelijk dat de bieder uiteindelijk besluit om geen bod uit te brengen. Dergelijke gevallen worden voor dit onderzoek toch bestudeerd, omdat beschermingsconstructies (inclusief de bedenktijd) een rol kunnen spelen bij de beslissing om geen bod uit te brengen.

Identificeren van Nederlandse beursvennootschappen

Om de lijst op te stellen werd als eerste stap op 23 maart 2024 een lijst van alle aankondigingen en biedingsberichten in het 'register openbare biedingen' van de AFM samengesteld.[542] Daarbij werd een beperking aangebracht van de periode sinds januari 2011. Dit werd een voldoende lange periode geacht, en de AFM deed reeds een studie van de periode ervoor, zodat voor die periode van de empirische resultaten van de AFM gebruik kon worden gemaakt.[543] Vervolgens werden alle duplicaten uit de lijst verwijderd zodat elke bieder-doelvennootschap combinatie wordt meegerekend als één geval.[544] Ook werden alle (voorgenomen) biedingen op doelvennootschappen die hun statutaire zetel op het moment van het bod niet in Nederland hadden uit de lijst verwijderd. Dit leidde tot een lijst van 73 (voorgenomen) overnamebiedingen tussen januari 2011 en maart 2024. Hier moet worden opgemerkt dat het register van de AFM enkel biedingen op Nederlandse vennootschappen met een notering op een Nederlandse gereglementeerde markt bevat. Voor dit deel van het empirisch onderzoek werden dus geen overnamebiedingen op Nederlandse vennootschappen met een buitenlandse notering onderzocht, omdat de data hiervoor niet gecentraliseerd zijn.

Om de data chronologisch te ordenen werden twee data gebruikt: (1) de datum van het biedingsbericht; en (2) omdat niet elk voorgenomen bod gevolgd wordt door een biedingsbericht, de datum van het eerste persbericht dat melding maakt van het (voorgenomen) bod. Die laatste datum werd door onderzoeksassistenten vastgesteld op basis van de persberichten op de website van de vennootschap en de AFM. In het onderzoek wordt steeds vermeld welke datum wordt gebruikt.

---

[542] https://www.afm.nl/nl-nl/sector/registers/meldingenregisters/openbare-biedingen.

[543] AFM, '10 jaar AFM toezicht op openbare biedingen. Een kleine geschiedenis', november 2011, https://www.afm.nl/~/profmedia/files/rapporten/2011/10jr-biedingen.pdf.

[544] Soms wijzigde de biedende entiteit formeel, maar ging het om een verbonden vennootschap van de initiële bieder. In dat geval behandelden we dat als één openbaar bod.

Kwalificatie als vriendelijk versus vijandig

Daarnaast werden alle relevante biedingsberichten, standpuntbepalingen en persberichten geanalyseerd om te bepalen of de overnamebiedingen al dan niet vijandig waren.[545] De overnamebiedingen werden door onderzoeksassistenten geclassificeerd in vier categorieën: (1) vriendelijk, (2) vijandig, (3) initieel ongevraagd maar later vriendelijk en (4) neutraal. Deze classificatie werd vervolgens nagekeken door een lid van het onderzoeksteam. Hierbij dient te worden opgemerkt dat het onderscheid tussen deze categorieën niet altijd perfect is te maken. De classificatie werd enkel gedaan op basis van informatie in biedings- en persberichten. Het is mogelijk dat de werkelijke situatie meer complex is dan blijkt uit de publieke informatie.

Een overnamebieding werd als 'vriendelijk' gekwalificeerd wanneer blijkt dat het bestuur (en in voorkomend geval de raad van commissarissen) het bod steunde en unaniem heeft aanbevolen aan de aandeelhouders. Het biedingsbericht en de standpuntbepaling werden ook gecontroleerd om na te gaan of het bod niet in een eerder stadium ongevraagd was (zie hieronder voor de beschrijving van de categorie 'initieel ongevraagd maar later vriendelijk'). Hieronder zijn drie voorbeelden uit biedingsberichten van een bod dat als vriendelijk werd gekwalificeerd:

- *'De Raad van Commissarissen en de Directie steunen het Bod en bevelen het unaniem aan de Aandeelhouders van DOCDATA aan'* (bod van The Internet of Cars V.O.F. op Docdata)
- *'The Boards consider the Offer to be in the best interest of the Company and all of the Company's stakeholders'* (bod van Ten Cate Investeringsmaatschappij op Hydratec Industries N.V.)
- *'the Boards (i) fully support the Offer, (ii) unanimously recommend to the Shareholders to accept the Offer and to tender their Shares pursuant to the Offer, and (iii) unanimously recommend voting in favour of all Resolutions referred to in Section 6 (Annual General Meeting of USG People Shareholders)'* (bod van Recruit Holdings Co., Ltd. op USG People N.V.)

Een overnamebieding werd beschouwd als 'vijandig' als het bestuur (en in voorkomend geval de raad van commissarissen) het bod als ongevraagd beschouwde, weigerde om te onderhandelen met de bieder of de aandeelhouders de aanbeveling deed om de bieding niet te aanvaarden, en bij dit standpunt bleef. Voorbeelden van het standpunt bij een vijandige bod zijn:

- *'Their proposal represents a premium of 18% to Unilever's share price as at the close of business on 16 February 2017. This fundamentally undervalues Unilever. Unilever rejected the proposal as it sees no merit, either financial or strategic, for Unilever's shareholders. Unilever does not see the basis for any further discussions.'* (bod van Kraft Heinz Company op Unilever N.V.)
- *'GeoJunction's [GOJXN.AS] Supervisory amd Management Boards acknowledge to have received and analyzed the non-solicited bid on Company's shares from Nederlandse Paarden Registratie Maatschapij N.V.'* (bod van Nederlandse Paarden Registratie Maatschappij N.V. op GeoJunxion N.V.)

[545] Deze informatie is voornamelijk te vinden in de sectie 'explanation and background of the offer' van het biedingsbericht. In gevallen waarin er geen formeel biedingsbericht werd uitgebracht, werden voornamelijk de persberichten onderzocht.

- ‘Nadat VDL op vrijdag 30 april 2021 heeft bekendgemaakt met Neways in gesprek te zijn over een voorstel om een openbaar bod uit te brengen op de aandelen van Neways, heeft VDL op woensdag 19 mei 2021 aangekondigd dat het overleg over een mogelijk gesteund openbaar bod is beëindigd. De aanleiding hiervoor is dat de raad van bestuur en de raad van commissarissen van Neways een openbaar bod op basis van de verhoogde biedprijs van EUR 13,00 in contanten niet steunen, ondanks de brede steun van tenminste 68,70% van de aandeelhouders van Neways voor die biedprijs.’ (bod van VDL Groep B.V op Neways Electronics International N.V.)

Het is ook mogelijk dat het standpunt van het bestuur verandert tijdens het overnameproces. Als het bestuur ongevraagd wordt benaderd door een bieder en het bestuur van de doelvennootschap slechts tot een akkoord komt met de bieder na een aanpassing van het initiële bod in het voordeel van de doelvennootschap (hetzij na een beter bod volgend op een initiële weigering door de doelvennootschap om te onderhandelen, hetzij na onderhandelingen), dan werd de bieding beschouwd als ‘initieel ongevraagd maar later vriendelijk’. Hieronder worden drie voorbeelden gegeven van biedingen die als initieel ongevraagd maar later vriendelijk werden gekwalificeerd:

- *‘On 8 June 2023, the Company received an unsolicited initial expression of interest from Nolet outlining its non-binding proposal to acquire 100% of the Outstanding Capital of the Company. The letter included a proposal for several non-financial covenants, including maintaining the Lucas Bols corporate identity, its (office) locations and the brands […]. In summary, the Boards concluded that the Offer is in the best interest of the Company and the sustainable, long-term success of its business, especially taking into account the interests of all of the Company's stakeholders.’* (bod van Nolet Holding B.V. op Lucas Bols N.V.)
- *‘On 6 April 2017, PAI approached Refresco with a proposal contemplating a recommended public offer for all Shares, implying a total consideration of EUR 1.4 billion on the basis of acquisition of 100% of the Shares under such offer. […] However, at that time, the Boards were of the opinion that the proposed terms and conditions did not reflect the value creation potential stemming from the intended acquisition of Cott Corporation’s bottling activities (Cott TB) that Refresco was intending to pursue. […] The negotiations with PAI and the bcIMC group resulted in a final price increase to EUR 20 per Share and commitment of the Offeror on crucial non-financial elements, including deal certainty and non-financial covenants. […] The Boards considered the revised proposal to be fair and appropriate. […] Early morning on 25 October 2017, the Offeror and the Company jointly announced that they had reached conditional agreement on the Offer.’* (bod van PAI Partners SAS en British Columbia Investment Management Corporation op Refresco Group N.V.)
- *‘On 29 October 2020, preliminary and exploratory discussions were held between Mr. R. Sonnenberg and the other Board Members (which discussions were also attended by Mr. L. Reijtenbagh (Vice President, CFO & Secretary of the Company) and Mr. C. King (Vice President & General Counsel of the Company)) regarding a potential take-private of the Company through an all-cash public offer for all Offer Shares. Directly following this initial expression of interest, the Board resolved to establish an Independent Committee to represent the Company in any subsequent discussions and/or negotiations (see Section 6.7.1 (Decision-making process)). On 17 November 2020, Bergson Holdings sent the Independent Committee an offer letter regarding a take-private of the Company by a recommended public offer followed by a delisting. Together with the offer letter Bergson Holdings sent the Independent Committee a draft merger agreement setting out the proposed terms and conditions in connection with the*

proposed offer. On 25 November 2020, the Independent Committee responded to the offer letter, requesting additional information amongst others relating to the price, strategic rationale, financing and valuation. On 27 November 2020, Bergson Holdings responded to the letter of the Independent Committee, providing further clarification on the questions posed by the Independent Committee. Following various rounds of negotiations and after several revised proposals (including an increase of the proposed consideration per Offer Share and agreement on the inclusion of Non-Financial Covenants), discussions between Bergson Holdings and its advisors on the one hand and the Independent Committee and its advisors on the other hand, resulted in a final draft merger agreement.'

Een overnamebieding werd beschouwd als 'neutraal' als het bestuur (en in voorkomend geval de raad van commissarissen) niet uitgesproken voor of tegen adviseerde. De volgende voorbeelden verduidelijken hoe dit eruit ziet:

- *'The Management Board and the Supervisory Board refrain from making a recommendation to the Fyber Shareholders (so-called "neutral" statement)'* (bod van Advert Finance B.V. op Fyber N.V.)
- 'In het kader van het bovenstaande neemt de Raad van Commissarissen een neutraal standpunt in ten aanzien van het bod. De Raad van Commissarissen beveelt aandeelhouders aan zich goed te informeren alvorens zij een beslissing nemen, en – indien zij dat nodig achten – voor eigen rekening extern advies in te winnen.' (bod van Alychlo N.V. op SnowWorld N.V.)
- *'Each Shareholder must itself take the decision of whether and for how many Shares it chooses to accept the Offer by taking into account all relevant aspects (including the aspects set out in this Position Statement) and its individual circumstances. Subject to the applicable statutory provisions, the Company and the Boards will not assume any responsibility in the event that the acceptance or non-acceptance of the Offer have subsequently disadvantageous economic consequences for any Shareholder.'* (bod van VP Exploitatie N.V. op Batenburg Techniek N.V.)

Annex 11. Lijst van (voorgenomen) overnamebiedingen

Doelvennootschap	Bieder	Datum eerste persbericht	Datum biedingsbericht	Voltooid	Vriendelijk	NFC (totaal)
Hydratec Industries N.V.	Ten Cate Investeringsmaatschappij	18/01/2024	28/06/2024	Neen	Vriendelijk	13
Koninklijke Brill N.V.	Walter de Gruyter GmbH	12/10/2023	21/12/2023	Ja	Vriendelijk	15
Lucas Bols N.V.	Nolet Holding B.V.	9/10/2023	12/12/2023	Ja	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	14
Beter Bed Holding N.V.	Torqx Capital Partners B.V.	10/07/2023	4/10/2023	Ja	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	15
RHI Magnesita N.V.	Ignite Luxembourg Holdings S.p.r.l.	27/06/2023	/	Ja	Neutraal	/
RoodMicrotec N.V.	Microtest S.p.a.	13/06/2023	31/08/2023	Ja	Vriendelijk	13
Ordina N.V.	Sopra Steria Group SA	21/03/2023	17/07/2023	Ja	Vriendelijk	14
Koninklijke Boskalis Westminster N.V.	HAL Holding N.V.	10/03/2022	23/06/2022	Ja	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	14
Accell Group N.V.	Sprint BidCo B.V.	1/02/2022	6/04/2022	Ja	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	15
GeoJunxion N.V.	Nederlandse Paarden Registratie Maatschappij N.V.	22/12/2021	/	Neen	Vijandig	/
Intertrust N.V.	Corporation Service Company	6/12/2021	30/03/2022	Ja	Vriendelijk	12
Intertrust N.V.	CVC Capital Partners	1/12/2021	/	Neen	Vriendelijk	/
GrandVision N.V.	EssilorLuxottica SA	1/07/2021	7/10/2021	Ja	Vriendelijk	0
Koninklijke DSM N.V.	Firmenich	31/05/2021	22/11/2022	Neen	Vriendelijk	0
Neways Electronics International N.V.	Infestos Sustainable Solutions B.V.	24/05/2021	30/08/2021	Ja	Vriendelijk	13
Neways Electronics International N.V.	VDL Groep B.V.	30/04/2021	/	Neen	Vijandig	/
ICT Group N.V.	NPM Investments XI B.V.	5/03/2021	27/05/2021	Ja	Vriendelijk	17

DPA Group N.V.	New Horizons Holding B.V. (Gilde Equity Management (GEM) Benelux Partners B.V.)	01/03/2021	1/06/2021	Ja	Vriendelijk	10
Hunter Douglas N.V.	Bergson Beheer B.V./Bergson Holdings N.V.	12/12/2020	6/04/2021	Ja	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	10
Kiadis Pharma N.V.	Sanofi	2/11/2020	10/02/2021	Ja	Vriendelijk	9
Altice Europe N.V.	Next Private B.V.	11/09/2020	24/11/2020	Ja	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	10
Qiagen N.V.	Quebec B.V.	3/03/2020	/	Neen	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	/
NIBC Holding N.V.	Flora Acquisition B.V.	25/02/2020	7/08/2020	Ja	Vriendelijk	13
Koninklijke VolkerWessels N.V.	Reggeborgh Holding B.V.	12/11/2019	23/12/2019	Ja	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	7
Nederlandse Beleggingsmaatschappij voor Zeeschepen N.V.	Windstreken B.V. i.o.	8/10/2019	/	Neen	Vijandig	/
Fyber N.V.	Advert Finance B.V.	8/07/2019	24/06/2019	Neen	Neutraal	0
Koninklijke Wessanen N.V.	PAI Partners SAS/Jobson	10/04/2019	11/07/2019	Ja	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	14
Kas Bank N.V.	CACEIS S.A.	25/02/2019	26/07/2019	Ja	Vriendelijk	8
BinckBank N.V.	Saxo Bank A/S	14/12/2018	12/03/2019	Ja	Vriendelijk	13
Gemalto N.V.	Thales SA	17/12/2017	27/03/2018	Ja	Vriendelijk	7
Gemalto N.V.	Atos SE	11/12/2017	/	Neen	Vijandig	/
Refresco Group N.V.	PAI Partners SAS en British Columbia Investment Management Corporation	25/10/2017	22/01/2018	Ja	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	7
Griffin Premium Re. N.V.	Globalworth Asset Management S.R.L.	4/10/2017	/	Ja	Vriendelijk	/
SnowWorld N.V.	Alychlo N.V.	28/09/2017	13/03/2018	Ja	Neutraal	0
Accell Group N.V.	Pon Holdings B.V.	11/04/2017	/	Neen	Vijandig	/
AkzoNobel N.V.	PPG Industries Inc.	9/03/2017	/	Neen	Vijandig	/
Unilever N.V.	Kraft Heinz Company	17/02/2017	/	Neen	Vijandig	/

Telegraaf Media Groep N.V.	Talpa Holding N.V.	23/01/2017	13/06/2017	Neen	Vijandig	0
Telegraaf Media Groep N.V.	NV Mediahuis en VP Exploitatie N.V.	14/12/2016	19/04/2017	Ja	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	12
Docdata N.V.	The Internet of Cars V.O.F.	14/10/2016	8/11/2016	Neen	Vriendelijk	0
Delta Lloyd N.V.	NN Group N.V.	5/10/2016	2/02/2017	Neen	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	8
PostNL N.V.	bpost	29/05/2016	/	Neen	Vijandig	/
Docdata N.V.	de heer D.E. Kat	15/04/2016	15/07/2016	Neen	Vriendelijk	0
Royal Reesink N.V.	Gilde Buy Out Partners e.a. (River Acquisition B.V.)	8/02/2016	12/04/2016	Ja	Vriendelijk	17
Nedsense Enterprises N.V.	Value8 N.V.	18/01/2016	15/09/2016	Neen	Vriendelijk	0
USG People N.V.	Recruit Holdings Co., Ltd.	22/12/2015	31/03/2016	Ja	Vriendelijk	11
Batenburg Techniek N.V.	VP Exploitatie N.V.	21/09/2015	2/11/2015	Ja	Neutraal	4
Ballast Nedam N.V.	Renaissance Construction	22/07/2015	17/09/2015	Ja	Vriendelijk	12
Koninklijke Ten Cate N.V.	Gilde Buy Out Partners e.a. (Tennessee Acquisition B.V.)	20/07/2015	20/10/2015	Ja	Vriendelijk	14
Grontmij N.V.	Sweco AB	1/06/2015	13/07/2015	Ja	Vriendelijk	7
TNT Express N.V.	FedEX Corporation	7/04/2015	21/08/2015	Ja	Vriendelijk	11
Nutreco N.V.	SHV Holdings N.V	20/10/2014	5/12/2014	Ja	Vriendelijk	/
Crown van Gelder N.V.	Andlinger & Company CVBA	10/10/2014	28/01/2015	Ja	Vriendelijk	10
Exact Holding N.V.	Apax Partners LLP	9/10/2014	15/12/2014	Ja	Vriendelijk	/
Corio N.V.	Klépierre S.A.	29/07/2014	27/10/2014	Neen	Vriendelijk	/
Ziggo N.V.	Liberty Global plc	27/01/2014	27/06/2014	Ja	Vriendelijk	/
ICT Automatisering N.V.	DPA Group N.V.	18/12/2013	/	Neen	Vijandig	/
Unit4 N.V.	Advent International Corporation	18/11/2013	20/12/2013	Ja	Vriendelijk	/
Simac Techniek N.V.	Simal Beheer B.V.	12/09/2013	6/11/2013	Ja	Vriendelijk	/
Xeikon N.V.	Bencis	17/07/2013	6/11/2013	Ja	Vriendelijk	/

D.E. Master Blenders 1753 N.V.	Joh. A. Benckiser-led Investor Group	28/03/2013	19/06/2013	Neen	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	/
Wavin N.V.	Mexichem S.A.B. de C.V.	22/11/2012	9/03/2012	Neen	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	/
OctoPlus N.V.	Dr. Reddy's Laboratories Ltd.	22/10/2012	13/12/2012	Ja	Vriendelijk	/
Mediq N.V.	AI Garden B.V.	24/09/2012	8/11/2012	Ja	Vriendelijk	/
LBi International N.V.	Publicis Groupe S.A.	20/09/2012	12/11/2012	Ja	Vriendelijk	/
HITT N.V.	Saab AB	7/06/2012	6/08/2012	Neen	Vriendelijk	/
Koninklijke KPN N.V.	América Móvil, S.A.B. de C.V.	8/05/2012	29/05/2012	Neen	Vijandig	/
TNT Express N.V.	United Parcel Service, Inc. (UPS)	17/02/2012	21/06/2012	Neen	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	/
Fornix BioSciences N.V.	Value8 N.V.	16/01/2012	21/03/2012	Neen	Neutraal	/
Witte Molen N.V.	Value8 N.V.	27/06/2011	2/11/2011	Neen	Vriendelijk	/
PEPR (ProLogis European Properties)	PLD International LLC	21/04/2011	21/04/2011	Neen	Vriendelijk	/
Gamma Holding N.V.	Gilde Buy Out Partners B.V. (Go Acquisition B.V.)	13/01/2011	13/01/2011	Neen	Vriendelijk	/
Draka Holding N.V.	Prysmian S.p.A.	5/01/2011	5/01/2011	Neen	Initieel ongevraagd, later vriendelijk	/

Annex 12. Methode voor analyse van *non-financial covenants*

Voor de analyse van de *non-financial covenants*, die wordt besproken in paragraaf 4.3, werd als volgt te werk gegaan.

Bestudeerde overnamebiedingen

De analyse neemt als startpunt de classificatie van *non-financial covenants* in een artikel van Crain en Alberts.[546] Hun data beginnen in het jaar 2015. 2015 is daarom ook als startdatum voor dit onderzoek gebruikt.[547] Verder teruggaan in de tijd zou naar verwachting niet bijzonder veel bijkomende inzichten opleveren. De data van Crain en Alberts eindigen in december 2023, maar voor dit onderzoek werden de data geactualiseerd tot maart 2024, de datum waarop de lijst van overnamebiedingen van dit onderzoek werd samengesteld.[548] Ook werden voor dit onderzoek alle overnamebiedingen uit de lijst in annex 11 sinds 2015 die niet in kaart werden gebracht door Crain en Alberts omdat ze te klein waren, toch onderzocht.[549] Het resultaat was 40 overnamebiedingen tussen 2015 en maart 2024 met een biedingsbericht.

Categorieën van *non-financial covenants*

Van deze overnamebiedingen werd door onderzoeksassistenten het biedingsbericht geanalyseerd en in werd kaart gebracht welke *non-financial covenants* aanwezig waren. Voor de categorieën van *non-financial covenants* werden de categorieën van Crain en Alberts als uitgangspunt genomen:[550]

1. *Support for (joint) strategy of the target*
2. *Commitment to implement specific (jointly agreed) business plan*
3. *Specific R&D investments*
4. *No divestments during a certain period (or in respect to specific divisions within the target)*
5. *Target will continue to operate independently and maintain its integrity*
6. *Safeguards for employees in respect of reorganisation or integration*
7. *Protection of rights of target's current employees*
8. *Protection of minority shareholders*
9. *Continued service for all or some of the current board members of the target*
10. *Prudent financing of target after settlement (leverage, debt ratio etc.)*
11. *Limitation on dividends*
12. *Available capital for future M&A*
13. *Agreed criteria and/or support for future M&A*
14. *Keep headquarters of target at the current location*
15. *Legal structure for the protection of the target (keep or apply the large company regime, or other continuation or change of the legal structure)*
16. *Continue current brand name, corporate identity and/or culture*

[546] M.L. Crain & R.B Alberts, 'Non-financial covenants in public M&A. A survey of prevalence and trends of non-financial covenants in public offers since 2015', *TOP* 2023/132, p. 17-23.
[547] Hiervoor wordt de datum van het biedingsbericht als uitgangspunt genomen.
[548] Het gaat om het bod van Ten Cate Investeringsmaatschappij op Hydratec Industries.
[549] Het gaat om het bod van Bergson Beheer op Hunter Douglas en het bod van Andlinger & Company op Crown van Gelder.
[550] Deze categorieën worden in het Engels weergegeven omdat het originele artikel van Crain en Alberts in het Engels is geschreven en omdat de meeste biedingsberichten in het Engels zijn.

Aan deze categorieën werden vervolgens enkele categorieën toegevoegd, omdat deze categorieën voldoende verschillend waren van de categorieën van Crain en Alberts, maar wel regelmatig voorkomen:

1. *Maintain CSR/ESG/sustainability strategy*
2. *Maintain pension arrangements and pension rights*
3. *Specific maximum leverage ratio of debt to EBITDA*

Ten slotte werd ook besloten om een onderscheid te maken in de oorspronkelijke categorie 9 van Crain en Alberts, tussen *'continued service for all or some of the supervisory board members (in a two-tier structure) or non-executive directors (in a one-tier structure)'* (categorie 9a) en 'co*ntinued service for all or some of the management board members (in a two-tier structure) or executives (in a one-tier structure)'* (categorie 9b).[551] Het resultaat zijn 19 categorieën van *non-financial covenants*, waarbij categorie 9 uit 2 sub-categorieën bestaat).

Elk van de overnamebiedingen werd geanalyseerd met betrekking tot de aanwezigheid van deze 19 categorieën van *non-financial covenants*. Aan het einde van deze annex worden ter illustratie voor elk van deze 19 categorieën van *non-financial covenants* drie voorbeelden gegeven die uit biedingsberichten werden gehaald. Voor sommige overnamebiedingen werden geen *non-financial covenants* gevonden in het biedingsbericht, of alleszins geen die specifiek onder de hierboven genoemde categorieën viel.

Verificatie van de classificatie van *non-financial covenants*

Nadat de onderzoeksassistenten de *non-financial covenants* in categorieën hadden ingedeeld, werd deze analyse vergeleken met de data van Crain en Alberts voor overnamebiedingen die zij bestudeerden. De classificatie van de *non-financial covenants* voor de overnamebiedingen die niet werden bestudeerd door Crain en Alberts werden ook allemaal nagekeken door een lid van het onderzoeksteam. Als er discrepanties waren tussen de analyse van de onderzoeksassistenten en die van Crain en Alberts, werd de classificatie onderzocht door een lid van het onderzoeksteam. Wanneer alsnog tot dezelfde conclusie is gekomen als Crain en Alberts, is dit aangepast. In een aantal gevallen werd afgeweken van de classificatie van Crain en Alberts. Het aantal discrepanties met de data van Crain en Alberts is relatief beperkt en kan worden verklaard door verschillende benaderingen om *non-financial covenants* in te delen in categorieën. Het is immers niet altijd duidelijk hoe een bepaalde *non-financial covenant* te classificeren. Daarnaast is het ook zo dat *non-financial covenants* onderling verschillen bijvoorbeeld in de mate waarin concrete toezeggingen worden gedaan hetgeen de vergelijking en indeling kan bemoeilijken.

Voorbeelden van non-financial covenants

Hieronder geven we voor elke categorie van *non-financial covenants* drie voorbeelden die uit de biedingsberichten werden gehaald. Tussen de haakjes onder het voorbeeld van de *non-financial covenant* staat telkens de naam van de doelvennootschap.

---

[551] We hebben deze *non-financial covenants* als aanwezig beschouwd als minstens één niet-uitvoerende bestuurder/commissaris (voor categorie 9a) of één uitvoerende bestuurder (voor categorie 9b) van voor de overnamebieding aanwezig bleef na de overnamebieding, zelfs als er geen garanties zijn dat ze voor een bepaalde duur mogen aanblijven.

- **Categorie 1: *'Support for joint strategy'***
  - *'The Offeror subscribes to the Group's business strategy, as may be updated from time to time with the prior approval of the Supervisory Board (the 'Business Strategy') and will support the Group to realise and accelerate the Business Strategy.'* (Accell Group N.V.)
  - *'Klépierre and Corio agree that the joint strategy underpinning the business rationale of the Transactions is as follows'* (Corio N.V.)
  - *'The joint strategy underpinning the business rationale of the Merger ('the strategy') is as follows'* (Exact Holding N.V.)
- **Categorie 2: *'Commitment to implement specific (jointly agreed) Business plan'***
  - *'Sopra Steria and Ordina acknowledge that Sopra Steria intends to align the activities of the Belgian and Luxembourg parts of the Sopra Steria Group and the Belgian and Luxembourg parts of the Ordina Group, to fully benefit from the reach, scale andresources of their combined businesses (for purposes of this section 6.20, the "**BeLux Group**" and together with the other parts of the Ordina Group, the "**BeNeLux Group**").'*
  - *'Saxo Bank and BinckBank shall each respect and support the realisation of the combined three-year business plan with the key elements as set out below.'* (BinckBank N.V.)
  - *'The Offeror and the Company shall each respect and support the realisation of the Business Plan, other than as mutually agreed otherwise between the Offeror and themanagement of the Company.'* (NIBC Holding N.V.)
- **Categorie 3: *'Specific R&D investments'***
  - *'Research & Development is at the core of Thales's and Gemalto's digital-security businesses and will remain so. Research & Development expenditures in the coming years will be in excess of the current combined expenditures of Thales and Gemalto.'* (Gemalto N.V.)
  - *'The Offeror acknowledges the importance of research & development for the operation of the Group and shall allow the Group to keep investing in research & development, in accordance with the Business Strategy, taking into account current practice'* (Refresco Group N.V.)
  - *'The Offeror Group and Kiadis intend to set up a hybrid integration model with corporate R&D activities of Kiadis and the Offeror Group integrated, details of which will be treated on a case by case basis.'* (Kiadis Pharma N.V.)
- **Categorie 4: *'No divestments during a certain period (or in respect to specific targets within the target)'***
  - '*subject to market conditions and performance, Sweco currently does not intend to undertake any material divestments'* (Grontmij N.V.)
  - *'The Offeror shall not divest the Group or a material part of the Group.'* (Lucas Bols N.V.)
  - *'The Offeror shall keep the Intertrust Group and its business materially intact and,without the prior approval of the Independent Supervisory Board Members, shall not divest or transfer to any third party, the Offeror or any member of the Offeror'sGroup any of the Intertrust Group's material subsidiaries, material business units or material assets if such transfer or divestment would, on its own or taken together with any related series of transfers or divestments, result in a reduction of consolidated annual revenue of the Intertrust Group of more than twenty percent(20%) calculated on the basis of the latest adopted consolidated annual accounts for the Intertrust Group.'* (Intertrust N.V.)

- **Categorie 5: *'Target will continue to operate independent and maintain its integrity'***
  - *'The Company, together with its subsidiaries, will continue to have its own operating and reporting structure. The Board of Management will remainresponsible for managing the Group and its businesses, subject to rules andregulations applicable to the Company.'* (Accell Group N.V.)
  - *'The Offeror shall procure that Neways will remain a separate legal entity and will not be integrated or combined with portfolio companies of Infestos. The Offeror will remain the main holding company of Neways' current and future subsidiaries and operations.'* (Neways Electronics International N.V.)
  - *'The Offeror shall procure that ICT Group will remain a separate legal entity. The Company will remain the main holding company of ICT Group's current and future subsidiaries and operations.'* (ICT Group N.V.)
- **Categorie 6: *'Safeguards for employees in respect of reorganisation or integration'***
  - *'The Offeror shall not take any action which prejudices that: (A) the existing arrangements with the Nutreco Group's works councils and relevant trade unions shall be respected and not changed for its duration, (B) there shall be no reorganisation or restructuring plan resulting in significant job losses in the Nutreco Group as a consequence of the Offer, (C) the existing rights and benefits of the employees of the Nutreco Group shall be respected, including existing rights and benefits under their individual employment agreements, collective labour agreements, social plans, and including existing rights and benefits under existing covenants made to the works councils and trade unions, and (D) pension rights of current and former employees of the Nutreco Group shall be respected.'* (Nutreco N.V.)
  - *'As a consequence of the Transaction or completion thereof, there will not be (i) any reductions of the workforce of the Group's operating companies, and (ii) material reductions of the Company's workforce. Any necessary reductions of the Company's workforce will be implemented fairly and at least in line with local practices and existing redundancy practices applied by the Group, including with respect to severance packages.'* (Altice Europe N.V.)
  - *'there shall be no reorganisation, restructuring plan or reduction of the number of persons currently employed within the Group as a consequence of the Offer;'* (Royal Reesink N.V.)
- **Categorie 7: *'Protection of rights of target's current employees'***
  - *'The Offeror will respect the existing rights and benefits of the employees of the Group, including existing rights and benefits under their individual employment agreements, collective labour agreements, social plans, and including existing rights and benefits under existing covenants made to the works councils and trade unions.'* (Refresco Group N.V.)
  - *'if employment terms will be aligned within the BeNeLux Group, the existing rights and benefits of the relevant Ordina Group's employees will serve as a minimum; and outplacement services will be offered to employees of the Ordina Group that become redundant in connection with the Transaction'* (Ordina N.V.)
  - *'The Offeror shall act responsibly and shall respect the existing rights and benefits of the Intertrust Group's employees, including existing rights and benefits under their individual employment agreements, social plans, collective bargaining agreements, and including existing rights and benefits under existing covenants made to the Works Council, provided that the Offeror may from time to time review possibilities to harmonize employment benefits consistent with those provided to*

similarly situated employees of CSC, provided that any such harmonization shall be done in a manner that respects any employee rights by Law.' (Intertrust N.V.)

- **Categorie 8: *'Protection of minority shareholders'***
  - *'Klépierre shall procure that as long as there are minority shareholders in the Corio Group, no member of the Corio Group shall take any of the following actions: (i) agree to and enter into a related party transaction between such member and any member of the Klépierre Group which is not at arm's length, or not approved by the Continuing Members; and (ii) take any other action which disproportionately prejudices the value of, or the rights relating to the minority's shareholding.'* (Corio N.V.)
  - *'The Offeror shall procure that as long as it is a majority shareholder of Neways and Neways has minority shareholders, no member of the Neways Group shall take any of the following actions: (i) agree to and enter into a related party transaction with any shareholder or an affiliate person of such shareholder which is not at arm's length; and (ii) take any other action which disproportionately prejudices the value of, or the rights relating to, the minority's shareholding.'* (Neways Electronics International N.V.)
  - *'The Offeror shall procure that as long as VolkerWessels has minority shareholders, no member of the VolkerWessels Group shall take any of the following actions: (i) agree to and enter into a related party transaction with any material shareholder (including the Offeror and its affiliates) which is not at arm's length; (ii) without prejudice to section 6.11 (Implications of the Offer being declared unconditional) and 6.12 (Possible Post-Closing Measures and future legal structure), take any other action which disproportionately prejudices the value of, or the rights relating to the minority's shareholding; and (iii) neither the Offeror nor any of its affiliates shall charge VolkerWessels any management fees, or holding costs that are not related to VolkerWessels, and VolkerWessels shall not pay the Offeror or its affiliates any such fees or costs.'* (Koninklijke Volkerswessels N.V.)
- **Categorie 9a: *'continued service for all or some of the supervisory board members (in a two-tier structure) or non-executive directors (in a one-tier structure)'***
  - *'Immediately following Delisting, it is envisaged that the Supervisory Board will be composed of: (i) Mr Knottenbelt and Mr Lewis-Oakes, designated by KKR, and Mr Van Beuningen, designated by Teslin (each a 'New Supervisory Board Member');and (ii) Mr Ter Haar and Mr Volatier (each an 'Initial Independent Supervisory Board Member'), who at the date of this Offer Memorandum are members of the Supervisory Board and who qualify as independent within the meaning of the Dutch Corporate Governance Code (disregarding for these purposes the 'group exemption' of best practice provision 2.1.8(vii) of the Dutch Corporate Governance Code)'* (Accell Group N.V.)
  - *'After successful completion of the Offer, the Supervisory Board will be composed of 3 (three) new members selected by FedEx (being Mr. Cunningham, Ms. Richards and Mr. Bronczek who will act as chairman) and 2 (two) persons qualifying as independent within the Dutch Corporate Governance Code (the Independent Members) (being Ms. Scheltema and Mr. Levy, both members of the current Supervisory Board). The initial Independent Members (or after their replacement any other person who (i) qualifies as independent within the meaning of the Dutch Corporate Governance Code, and (ii) is reasonably acceptable to the resigning Independent Member and the other members of the Supervisory Board) will continue to serve on the Supervisory Board for at least the Non-Financial Covenants Duration.'* (TNT Express B.V.)

- *'Governance (ii) The composition of the Boards shall remain unchanged at Settlement and HAL has no intention to make any changes in such composition thereafter, subject to the retirement schedule on the basis of article 6 of the Supervisory Board Rules.'* (Koninklijke Westminster Boskalis N.V.)

- **Categorie 9b: *'continued service for all or some of the management board members (in a two-tier structure) or executives (in a one-tier structure)'***
  - *'At Settlement, the Management Board will consist of the current members of the Management Board, being Jan de Ruiter (chairman), Jan van Rooijen, Alfred Vos, Dick Boers and Alan Robertson'* (Koninklijke Volkerswessels N.V.)
  - *'At Settlement, the Management Board will consist of the current members of the Management Board, being Eric Maxim Stodel, Steven Soederhuizen and Paulus Henricus Johannes de Koning.'* (Neways Electronic International N.V.)
  - *'The current members of the Management Board shall be the initial members of the Management Board following Settlement.'* (Beter Bed Holding N.V.)
- **Categorie 10: *'Prudent financing of target after settlement (leverage, debt ratio etc.)'***
  - *'It is intended that Kiadis remains prudently financed to safeguard the continuity of the business and to continue Kiadis' current business strategy including R&D and pipeline*.' (Kiadis Pharma N.V.)
  - *'The Offeror and the Company will ensure that the Group will remain prudently financed to safeguard business continuity and to support the success of the business.'* (Altice Europe N.V.)
  - *'The Offeror shall procure that the Group shall remain prudently financed to safeguard the continuity of the business and to continue the Business Strategy.'* (Royal Reesink N.V.)
- **Categorie 11: *'Limitation on dividends'***
  - *'The Offeror and the Company agree that the Company shall not pay any dividend or make any other distributions.'* (Royal Reesink N.V.)
  - *'HAL agrees that Boskalis shall not distribute any dividend or make any capital distribution to HAL and/or any other shareholder of Boskalis to the extent that Boskalis would as a consequence thereof not have: (A) sufficient reserves to be able to issue performance bonds in connection with (large) projects, consistent with current practice; (B) sufficient funds to finance its projected capital expenditure over the coming three years; and (C) the ability to finance further acquisitions.'* (Koninklijke Westminster Boskalis N.V.)
  - *'The Offeror shall procure that no dividends or other distributions shall be paid by any Group Company to the Offeror's Group that conflict with the continuity of the business.'* (Lucas Bols N.V.)
- **Categorie 12: *'Available capital for future M&A'***
  - '*The Offeror will support ICT Group in pursuing these add-on acquisitions and intends to make equity financing from the Offeror available to ICT Group for up to an amount of EUR 300 million (which amount includes equity financing required by the Offeror to finance the Transaction) in order to finance such add-on acquisitions, subject to ICT Group's and NPM Capital's applicable internal approval policies and procedures and (financial) parameters as applicable from time to time. It is the intention of ICT Group and the Offeror to use a balanced combination of new debt and new equity to finance future acquisitions.'* (ICT Group N.V.)
  - *'The Offeror acknowledges that Wessanen's business strategy is likely to require Wessanen to pursue acquisitions for the Wessanen Group and that the Wessanen Group may require additional capital to make these acquisitions to add scale in*

core categories and markets and strengthen key capabilities through acquisitions. The Offeror will support Wessanen in pursuing acquisitions and will ensure that the Wessanen Group will have the ability to finance further acquisitions through a combination of debt and additional equity capital to be made available by it to ensure long-term growth as well as to preserve the sustainability edge of the Wessanen Group, subject to Wessanen's applicable approval policies and (financial) parameters as applicable from time to time.' (Koninklijke Wessanen N.V.)

- *'The Offeror acknowledges that the Group is likely also to require additional capital in order to pursue add-on acquisitions as part of its buy and build strategy. The Offeror intends to make additional equity capital available, and confirms that it will have sufficient equity financing capacity in such case, in order to finance such add-on acquisitions through a balanced combination of debt and equity financing.'* (Royal Reesink N.V.)

- **Categorie 13: *'Agreed criteria and/or support for future M&A'***
  - *'The Offeror acknowledges that the realisation of the Combined Strategy can be enhanced by pursuing acquisitions for the Combination. The Offeror will support the Combination in pursuing these acquisitions.'* (Koninklijke Bril N.V.)
  - *'The Offeror commits to support the Group's (accelerated) growth through acquisitions and organic growth, including by investing in brands, marketing, product development and innovation.'* (Lucas Bols N.V.)
  - *'The Offeror will work with, and supports, the Beter Bed Group's strategic and financial strategy to grow the business both organically and through mergers and acquisitions.'* (Beter Bed Holding N.V.)
- **Categorie 14: *'Keep headquarters of target at the current location'***
  - '*The (Benelux) headquarters of the Ordina Group shall remain located in Nieuwegein, the Netherlands. '* (Ordina N.V.)
  - *'The Company's headquarters, central management and its key support functions, from time to time, will remain in Heerenveen, The Netherlands.'* (Accell Group N.V.)
  - *'The headquarters of the Intertrust Group's operations shall be located in Amsterdam, the Netherlands.*' (Intertrust N.V.)
- **Categorie 15: *'Legal structure for the protection of the target (keep or apply the large company regime, or other continuation or change of the legal structure)'***
  - *'FedEx and TNT Express will honour the existing arrangement regarding the mitigated structure regime (gemitigeerd structuurregime) of TNT Nederland B.V. including having a supervisory board consisting of 3 (three) supervisory directors, 1 (one) of which will be appointed on the basis of a nomination made by the Central Works Council, in accordance with the terms of such arrangements.'* (TNT Express B.V.)
  - '*The Company will continue to voluntarily apply the mitigated structure regime (gemitigeerd structuurregime).'* (Koninklijke Ten Cate N.V.)
  - 'The *Company's large company regime (structuurregime) will remain in place in its current form'* (ICT Group N.V.)
- **Categorie 16: *'Continue current brand name, corporate identity and/or culture'***
  - *'Recruit shall procure that the identity and integrity of the USG People Group shall be maintained in form and substance substantially in the state as at the date of the MergerProtocol and shall, without limiting the generality of the foregoing, procure that:(i) the USG People Group shall maintain its corporate identity and its culture'* (USG People N.V.)

- *'The Offeror respects and will aim to maintain: (A) the Company's corporate identity and culture recognising the Company's history, role and position as employer in the Nijverdal region'* (Koninklijke Ten Cate N.V.)
- *'Based on careful planning, the Combination may implement the gradual and prudent phase-out of TNT Express' brand on a country-by-country basis as part of the integration of TNT Express and FedEx, and TNT Express' brand will be maintained for an appropriate period.'* (TNT Express B.V.)

- **Categorie 17: *'Maintain CSR/ESG standards at the same or higher level'***
  - *'The Offeror will support the Neways Group in furthering its current corporate social responsibility strategy as included in Neways' 2020 annual report.'* (Neways Electronic International N.V.)
  - *'The Offeror will support the Group in furthering its current commitment to corporate social responsibility.'* (NIBC Holding N.V.)
  - *'The Offeror will support Brill Group in furthering its current environmental, social and governance ('ESG') strategy as described in Brill's 2022 annual report, with a view to maintain the 'best of both worlds' of the Offeror Group's and Brill Group's existing ESG standards for the Combination. The Offeror shall work together in good faith with Brill to establish an ESG strategy for the Combination, which shall be part of the Combined Strategy*' (Koninklijke Bril N.V.)
- **Categorie 18: *'Maintain pension arrangements and pension rights'***
  - *'Klépierre shall procure that: subject to the current and future review and amendments of the existing pension arrangements, the pension rights of current and former employees of the Corio Group shall be respected;'* (Corio N.V.)
  - *'The existing pension rights of the Group's current and former employees shall be respected by the Offeror.'* (NIBC Holding)
  - *'The Offeror will respect the existing pension arrangements and the pension rights of current and former employees of the Group.'* (Lucas Bols N.V.)
- **Categorie 19: *'specific maximum leverage ratio of debt to EBITDA'***
  - *'The Offeror supports the Group's deleveraging strategy, including but not limited to the Group's leverage target of 4.0x to 4.5x net debt to Adjusted EBITDA, it being understood that (i) the Offeror shall not be obliged to contribute additional equity to the Group, and (ii) any debt push-down to the Group will not be effected until the earlier of (A) the moment that the Offeror and its Affiliates, in the aggregate, directly or indirectly own one hundred percent (100%) of the outstanding Listed Shares and (B) the completion of the Share Sale or the Asset Sale.'* (Altice Europe N.V.)
  - *'After Settlement, the Combination shall not, barring unforeseen circumstances, incur additional debt resulting in a higher ratio of Net Debt to EBITDA than 3.5x EBITDA. For the purposes of this condition, Net Debt shall mean all outstanding interest bearing financial debt, excluding any shareholder debt, minus cash and cash equivalents, and EBITDA shall mean Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization adjusted for exceptional and non-recurring items. Both Net Debt and EBITDA should be calculated at the same foreign currency exchange rates.'* (Koninklijke Bril N.V.)
  - *'after Settlement the Group shall not incur additional third party debt resulting in a higher ratio of net third party debt to EBITDA than three (3) times post-IFRS-16 EBITDA. For the purposes of this condition, 'net third party debt' shall mean net interest bearing financial debt, excluding shareholder debt and 'EBITDA' shall mean pro forma current year EBITDA as accepted by the Group's lending institution after Settlement.'* (ICT Group N.V.)

Annex 13. Methode voor opstellen van lijst van activistische campagnes

Om de lijst van activistische campagnes op te stellen die werd gebruikt in hoofdstuk 3 en 4 werd als volgt te werk gegaan.

Op 22 maart 2023 werd een lijst van alle activistische campagnes tegen Nederlandse vennootschappen gedownload van de activisme databank van Diligent Market Intelligence. Dit resulteerde in een lijst met 64 activistische campagnes sinds juni 2009. Hierbij moet worden opgemerkt dat als verschillende aandeelhouders rond dezelfde periode een gelijkaardige activistische campagne voerden tegen dezelfde vennootschap, dit als afzonderlijke activistische campagnes werden beschouwd. Het is immers mogelijk dat verschillende aandeelhoudersactivisten verschillende eisen hebben. Dit is ook de benadering die Diligent Market intelligence volgt in haar analyse van activistische campagnes. Daarom werd deze benadering ook voor dit onderzoek gebruikt.

Gecontroleerd werd of alle doelvennootschappen wel degelijk Nederlands waren op het moment van de campagne, wat niet zo bleek te zijn in drie campagnes.[552] Twee campagnes van Davidson Kempner Capital Management tegen Qiagen NV werden samengevoegd, omdat het in feite één en dezelfde campagne door dezelfde aandeelhouder betrof. Dit is anders dan twee gelijktijdige activistische campagnes door verschillende aandeelhoudersactivisten tegen dezelfde vennootschap, omdat het hier gaat om een campagne door dezelfde aandeelhoudersactivist met hetzelfde onderwerp.

Op die manier bleef een lijst van 60 activistische campagnes over.[553] Hiervan dateerden er 15 van na 1 mei 2021 (zijnde de datum inwerkingtreding van de wet). Van deze laatste vennootschappen werd door onderzoeksassistenten nogmaals specifiek onderzocht of de bedenktijd werd ingeroepen, door persberichten rond de datum van de campagne te bestuderen. Dit bleek niet het geval te zijn.

Deze lijst werd vervolgens aangevuld met de gevallen waarin aandeelhouders gebruik hebben gemaakt van hun agenderings- of convocatierecht die werden geïdentificeerd door Breukink en niet in de databank van Diligent Market Intelligence te vinden waren.[554] Het lijkt dat Diligent Market Intelligence voornamelijk activistische campagnes door grootaandeelhouders en door atypische aandeelhoudersactivisten heeft gemist. Dit leidde tot de toevoeging van zeven gevallen waarin aandeelhouders gebruik hebben gemaakt van hun agenderingsrecht en vier gevallen waarin aandeelhouders gebruik hebben gemaakt van hun convocatierecht. In één van deze gevallen werd er zowel van het convocatierecht als het agenderingsrecht gebruik gemaakt. Daarom werden er dus nog tien activistische campagnes aan de lijst toegevoegd, voor een totaal van 70 activistische campagnes. Het agenderingsverzoek van Value8 bij Qurius in 2013 werd niet opgenomen, omdat het kaderde in de heropstart van Qurius, die op dat moment al een lege huls was. Het betreft dus geen echte activistische campagne. Ook het agenderingsverzoek van UAW bij Mylan in 2019 werd niet opgenomen, omdat het verzoek niet werd ingediend op basis van Nederlands recht.

[552] Veon (2 campagnes) en Unith (1 campagne).
[553] Een lijst van de activistische campagnes kan worden gevonden in annex 14.
[554] E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 6.2, p. 305-355.

Omdat de data van Breukink eindigen in 2021 werden ten slotte voor de jaren 2022, 2023 en 2024 de jaarlijkse evaluatierapporten van Eumedion van het seizoen van algemene vergaderingen bestudeerd, om te bekijken of er nog recentere agenderings- of convocatieverzoeken zijn. Dat bleek echter niet zo te zijn, met uitzondering van de verzoeken van Follow This tegen Shell plc, die echter niet werden opgenomen omdat Shell plc geen Nederlandse vennootschap meer is.

Voor de gehele lijst van activistische campagnes werd ook de volgende informatie in kaart gebracht op basis van data van Diligent Market Intelligence, persberichten en de informatie in het proefschrift van Breukink: (1) of de aandeelhoudersactivist de bedoeling had om een wijziging in het bestuur of de raad van commissarissen te bewerkstelligen;[555] (2) of de aandeelhoudersactivist (minstens voor een deel) succesvol was in het bereiken van zijn doel;[556] en (3) of de aandeelhoudersactivist formeel gebruik heeft gemaakt van één of meer aandeelhoudersrechten (buiten het uitoefen van zijn stemrecht), en zo ja, welke.

In annex 14 wordt het resultaat van deze oefening weergegeven.

[555] Hiervoor wordt de beschrijving van Diligent Market Intelligence gevolgd.
[556] Campagnes geclassificeerd als 'succesvol' als Diligent Market Intelligence de campagne als 'Implemented Activist Demands' of 'Partially Implemented Activist Demands' classificeert, en anders als 'niet succesvol'. Diligent Market Intelligence definieert 'Implemented Activist Demands' als volgt: 'The company has fully satisfied the activist's demand. For example, the activist demanded and received three board seats'. 'Partially Implemented Activist Demands' wordt als volgt gedefinieerd: 'The activist has been somewhat successful in achieving its objective. For example, the activist has received two board seats but had demanded three'. Zie: Diligent Market Intelligence, 'FAQ – Definitions', https://one.insightia.com/faqhelp/activism/definition, geraadpleegd op 4 juni 2024.

Annex 14. Lijst van activistische campagnes

Vennootschap	Activist	Start campagne	Einde campagne	Eisen m.b.t. bestuur of RvC?	Deels succesvol?	Formeel gebruik aandeelhouders-rechten?
Corbion NV	Inclusive Capital Partners	14/12/2023	/	Neen	Ja	Neen
OCI NV	Inclusive Capital Partners	28/03/2023	29/08/2024	Ja	Ja	Neen
Airbus SE	The Children's Investment Fund Management (TCI)	20/02/2023	29/03/2023	Neen	Ja	Ja[557]
Accell Group	Moneta Asset Management	28/04/2022	22/08/2022	Neen	Neen	Neen
Just Eat Takeaway.com NV	Lucerne Capital Management	14/04/2022	4/05/2022	Ja	Ja	Neen
Universal Music Group NV	Pershing Square Capital Management	31/03/2022	31/03/2022	Ja	Ja	Neen
Intertrust NV	Hawk Ridge Capital Management	4/11/2021	14/11/2022	Ja	Ja	Neen
Just Eat Takeaway.com NV	Oceanwood Capital Management	28/10/2021	25/10/2022	Neen	Neen	Neen
Intertrust NV	Lucerne Capital Management	30/09/2021	4/02/2022	Neen	Ja	Neen
Intertrust NV	Harbor Spring Capital, LLC	29/09/2021	14/11/2022	Neen	Ja	Neen
Just Eat Takeaway.com NV	Cat Rock Capital Management LP	27/07/2021	25/10/2022	Ja	Neen	Neen

[557] TCI gebruikte het agenderingsrecht om een strategisch *partnership* dat Airbus aanging als discussiepunt aan de agenda van de algemene vergadering toe te voegen.

DPA Group NV	Recalcico Beheer B.V. (Frans Faas)	12/07/2021	29/07/2021	Neen	Neen	Neen
Qiagen N.V.	Davidson Kempner Capital Management	15/06/2021	30/06/2022	Ja	Neen	Neen
Neways Electronics International NV	Add Value Fund N.V.	28/05/2021	6/07/2021	Neen	Ja	Neen
Novisource NV	Business Holdings BV	01/06/2021		Ja	Neen	Ja[558]
LyondellBasell NV	Federated Hermes et al.	28/05/2021		Neen	Neen	Ja[559]
Neways Electronics International NV	Bernard ten Doeschot (Infestos)	4/05/2021	15/07/2022	Neen	Ja	Neen
Hunter Douglas NV	Raper Capital	21/04/2021	18/06/2021	Neen	Ja	Neen
Hunter Douglas NV	Add Value Fund N.V.	28/12/2020	18/06/2021	Neen	Ja	Neen
Altice Europe NV	Winterbrook Capital	7/12/2020	16/12/2020	Neen	Ja	Ja[560]
Altice Europe NV	Sessa Capital	9/11/2020	16/12/2020	Neen	Ja	Ja
Altice Europe NV	Lucerne Capital Management	1/10/2020	16/12/2020	Neen	Ja	Ja
Just Eat Takeaway.com NV	Cat Rock Capital Management LP	29/09/2020	15/06/2021	Ja	Ja	Neen
Qiagen NV	Davidson Kempner Capital Management	10/07/2020	13/08/2020	Neen	Ja	Neen
Vastned Retail NV	Van Herk Groep (Aat van Herk)	29/06/2020	2/09/2020	Ja	Ja	Neen

[558] De aandeelhouder gebruikte het agenderingsrecht om op de algemene vergadering te laten stemmen over de kwijting, de benoeming en het ontslag van de CEO en enkele commissarissen. Ook maakte de aandeelhouder gebruik van het convocatierecht om een algemene vergadering bijeen te roepen over deze onderwerpen. Novisource weigerde deze verzoeken, omdat er gelijktijdig ook een enquêteprocedure bij de Ondernemingskamer hangende was.

[559] De aandeelhouders gebruikte het agenderingsrecht om de volgende punten op de algemene vergadering als bespreekpunten op te nemen: (1) de strategie inzake klimaatverandering van de vennootschap; en (2) of de vennootschap een jaarlijkse adviserende stemming over de klimaatstrategie zou moeten invoeren. Het bestuur geeft in zijn reactie aan dit niet nodig te vinden en een individuele dialoog met aandeelhouders te prefereren.

[560] De activistische campagnes tegen Altice betroffen het instellen van een enquêteprocedure bij de Ondernemingskamer in verband met de *going-private* transactie die Altice Europe wou uitvoeren. De aandeelhoudersactivisten zagen af van het doorzetten van de enquêteprocedure nadat ze een prijsverhoging bekwamen.

Koninklijke DSM NV	Oceanwood Capital Management	6/03/2020	6/03/2021	Neen	Ja	Neen
NN Group NV	Elliott Management	20/02/2020	12/06/2021	Neen	Ja	Neen
Airbus SE	The Children's Investment Fund Management (TCI)	30/11/2019	25/02/2021	Neen	Ja	Neen
ING Group NV	Artisan Partners	23/10/2019	23/10/2020	Neen	Neen	Neen
Aegon NV	Olivier van Spaendonck	26/03/2019	7/06/2019	Neen	Ja	Neen
Fiat Chrysler Automobiles NV	ADW Capital Partners	8/11/2018	8/11/2020	Neen	Neen	Neen
Accell Group NV	Teslin Capital Management	1/11/2018	24/04/2019	Ja	Ja	Neen
Koninklijke Ahold Delhaize NV	Charity Investment Asset Management (CIAM)	29/03/2018	9/05/2018	Neen	Ja	Neen
Aegon NV	Olivier van Spaendonck	2/03/2018	2/03/2019	Neen	Neen	Neen
NXP Semiconductors NV	Ramius Advisors LLC	16/01/2018	26/07/2018	Neen	Ja	Neen
Refresco Group N.V.	Wyser-Pratte Management Co	14/08/2017	9/04/2018	Neen	Ja	Neen
NXP Semiconductors NV	Elliott Management	30/05/2017	26/07/2018	Neen	Ja	Neen
BCP NV	ADLER Real Estate	02/07/2018		Ja	Ja	Ja[561]
AkzoNobel NV	Tweedy, Browne Company LLC	4/05/2017	1/06/2017	Neen	Neen	Ja[562]

[561] De aandeelhouder gebruikte het convocatierecht om een algemene vergadering bijeen te roepen met als agendapunten het ontslag van drie zittende bestuurders en de benoeming van zes nieuwe bestuurders. Vier van de zes bestuurders worden tijdens de algemene vergadering benoemd, voor de overige twee werd het agendapunt door ADLER Real Estate ingetrokken; zij werden in een volgende algemene vergadering benoemd.

[562] Bij de vier activistische campagnes tegen AkzoNobel probeerden de aandeelhoudersactivisten een algemene vergadering te laten bijeenroepen om het ontslag van de president-commissaris Antony Burgmans te bekomen, maar dit werd geweigerd door het bestuur, wat door de rechter werd bevestigd. Zie ook de bespreking hierboven in paragraaf 2.2.2 en 2.2.3.

AkzoNobel NV	USS	28/04/2017	1/06/2017	Neen	Neen	Ja
ASM International NV	Eminence Capital	20/04/2017	20/04/2019	Neen	Neen	Ja[563]
AkzoNobel NV	Franklin Templeton	13/04/2017	25/06/2017	Ja	Neen	Ja
AkzoNobel NV	Elliott Management	17/03/2017	27/03/2018	Ja	Ja	Ja
BCP NV	BCRE	03/03/2017		Ja	Neen	Ja[564]
Chicago Bridge & Iron Company N.V.	Cohen Capital Management	24/08/2016	1/07/2017	Ja	Ja	Neen
Aegon NV	Olivier van Spaendonck	12/05/2016	4/07/2016	Neen	Ja	Neen
TomTom NV	TT International	10/03/2016	10/03/2018	Neen	Neen	Neen
Delta Lloyd NV	Highfields Capital Management	14/02/2016	16/03/2016	Neen	Neen	Ja[565]
Delta Lloyd NV	Concerned Shareholders of Delta Lloyd	14/02/2016	16/03/2016	Neen	Neen	Neen
Delta Lloyd NV	Fubon Financial Holding Co. Ltd.	14/02/2016	7/04/2017	Ja	Neen	Neen
Delta Lloyd NV	Greenlight Capital, Inc.	14/02/2016	16/03/2016	Neen	Neen	Neen
Delta Lloyd NV	John de Mol	14/02/2016	16/03/2016	Neen	Neen	Neen
Delta Lloyd NV	Fir Tree Partners	14/02/2016	16/03/2016	Neen	Neen	Neen
Koninklijke Ten Cate NV	Van Herk Groep (Aat van Herk)	1/12/2015	19/01/2016	Neen	Ja	Neen

[563] Eminence Capital gebruikte het agenderingsrecht om een discussiepunt over het belang in ASM Pacific Technology Ltd. aan de agenda van de algemene vergadering toe te voegen.

[564] De aandeelhouder gebruikte het convocatierecht om een algemene vergadering bijeen te roepen met als agendapunten het ontslag van een huidige en de benoeming van nieuwe niet-uitvoerende bestuurders. Het verzoek was volgens het bestuur in strijd met de redelijkheid en billijkheid, en dus wordt de responstijd ingeroepen. Vervolgens trok BCRE haar verzoek in, en verkocht het haar belang in BCP. Zie ook de bespreking hierboven in paragraaf 2.5.5.

[565] Highfields Capital Management stelde een enquêteprocedure in tegen een voorgestelde kapitaalverhoging in de vorm van een *rights issue*, onder andere om te voorkomen dat op de algemene vergadering hierover zou worden gestemd. Dit verzoek werd afgewezen door de Ondernemingskamer. Highfields vroeg ook aan Delta Lloyd om een agendapunt te ageren over het verschaffen van transparantie over een akkoord dat Delta Lloyd had bereikt met een andere aandeelhouder, Fulton, over de transactie. Dat verzoek werd door de vennootschap afgewezen, omdat het te laat zou zijn ingediend en omdat de vennootschap meende al voldoende transparantie hebben verschaft.

Roto Smeets Group NV	Zes grootaandeelhouders	13/05/2015		Neen	Ja	Ja[566]
Fugro NV	Koninklijke Boskalis Westminster NV	11/03/2015	18/03/2015	Neen	Neen	Ja[567]
AMG Advanced Metallurgical Group NV	Redwheel (ook wel RWC genaamd)	9/03/2015	4/05/2017	Ja	Ja	Ja[568]
Koninklijke DSM NV	Third Point Partners	18/07/2014	2/04/2015	Neen	Ja	Neen
SBM Offshore NV	Fortress Investment Group LLC	2/12/2013	2/12/2013	Neen	Neen	Neen
Airbus SE	The Children's Investment Fund Management (TCI)	5/08/2013	27/03/2015	Neen	Ja	Neen
Cryo-Save NV	Salveo	24/05/2013		Ja	Neen	Ja[569]
Simac Techniek NV	Nedamco Capital	11/04/2013		Neen	Neen	Ja[570]
TNT Express NV	Franklin Templeton	21/02/2012	22/02/2014	Neen	Neen	Neen
TNT Express NV	JANA Partners	31/12/2011	30/01/2013	Ja	Neen	Ja[571]

[566] De grootaandeelhouders gebruikte het agenderingsrecht om op de algemene vergadering te laten stemmen over de goedkeuring door de algemene vergadering van de verkoop van de aandelen van de Roto Smeets Group NV in een dochtervennootschap (Roto Smeets Group BV) op basis van artikel 2:107a BW, en over de ontbinding en vereffening van Roto Smeets Group NV. Het eerste voorstel wordt goedgekeurd, het tweede voorstel wordt ingetrokken voor de algemene vergadering.

[567] Koninklijke Boskalis Westminster wou het recht om punten aan de agenda van de algemene vergadering toe te voegen gebruiken om een voorstel ter stemming over de beschermingsconstructies toe te voegen, maar dat werd door het bestuur verworpen, wat werd bevestigd door de Hoge Raad.

[568] RWC kwam tot een akkoord met AMG om twee nieuwe commissarissen toe te voegen aan de raad van commissarissen. Ook werd afgesproken dat RWC enkele statutenwijzigingen zou agenderen op de algemene vergadering, met name met betrekking tot de procedures voor de benoeming van bestuurders en commissarissen. Deze statutenwijziging werd met een zeer grote meerderheid goedgekeurd.

[569] De aandeelhouder gebruikt het convocatierecht om een algemene vergadering bijeen te roepen met als agendapunt de vervanging van een niet-uitvoerend bestuurder en de benoeming de CEO. Cryo-Save roept vervolgens de responstijd in en stelt een enquêteprocedure in voor de Ondernemingskamer, die de responstijd bevestigt en de algemene vergadering verdaagt. Zie ook de bespreking hierboven in paragraaf 2.5.5.

[570] De aandeelhouder gebruikte het agenderingsrecht om op de algemene vergadering te laten stemmen over de vraag of het in het belang is van de aandeelhouders om de vennootschap in zijn geheel of in delen te verkopen. De voorstellen werden verworpen.

[571] JANA Partners gebruikte het agenderingsrecht om te verzoeken om de raad van commissarissen uit te breiden met nieuwe leden, en droeg twee kandidaten voor twee nieuwe posities, terwijl de vennootschap andere kandidaten voordroeg. Voor het verschijnen van de agenda trekt JANA Partners het verzoek echter in, omdat bekend werd dat TNT Express in gesprekken was met UPS over een overname, wat het doel was van JANA Partners.

Holland Colours NV	Monolith en De Uyterwaerden Beleggingen	11/07/2011		Ja	Neen	Ja[572]
Batenburg Beheer NV	Monolith en VP Exploitatie	20/05/2011		Ja	Ja	Ja[573]
Ageas NV	Cresida Investments	28/04/2011		Ja	Ja	Ja[574]
Crucell NV	Van Herk Groep (Aat van Herk)	17/09/2010	9/02/2011	Neen	Neen	Ja[575]
TNT Express NV	JANA Partners	8/12/2009	1/05/2011	Neen	Ja	Neen
Spazio Investment NV	Laxey Partners	8/06/2009	16/12/2009	Neen	Ja	Neen

[572] De aandeelhouders gebruikten het agenderingsrecht om op de algemene vergadering te laten stemmen over (1) de vervanging van het systeem van medewerkersparticipatie via Holland Pigments B.V., dat 49% van de aandelen in Holland Colours hield; (2) de suggestie om het dreigende conflict met Holland Pigments B.V. via *mediation* op te lossen; en (3) het uitstellen van de stemming op de algemene vergadering over de benoeming van drie commissarissen voorgesteld door Holland Pigments B.V. Alle drie de voorstellen worden verworpen.

[573] De twee aandeelhouders gebruikten het agenderingsrecht om op de algemene vergadering te laten stemmen over (1) een verzoek aan de raad van commissarissen om de raad van commissarissen uit te breiden met één persoon; (2) een voorstel tot aanbevelen van de heer R.R. Hendriks aan de raad van commissarissen om door de raad van commissarissen als commissaris te worden voorgedragen; en (3) een verzoek om toelichting en informatieverstrekking over het beleid van het bestuur ten aanzien van (mogelijke) overnamebiedingen. Het eerste voorstel wordt aangenomen, de twee andere worden verworpen.

[574] De aandeelhouder gebruikte het statutaire agenderingsrecht om op de algemene vergadering te laten stemmen over de benoeming van de heer Ronny Bruckner als niet-uitvoerend bestuurder voor een periode van drie jaar. Het voorstel werd aangenomen.

[575] Van Herk Groep verzocht het bestuur en de raad van commissarissen om een algemene vergadering bijeen te roepen om een overnamebieding op Crucell te bespreken, wat ook gebeurde.

Annex 15. Methode voor opstellen van lijst van grensoverschrijdende transacties

Voor paragraaf 5.6 werd een analyse gemaakt van beursvennootschappen die verhuizen van en naar Nederland door middel van 'grensoverschrijdende transacties' zoals grensoverschrijdende zetelverplaatsingen, grensoverschrijdende fusies, grensoverschrijdende splitsingen, en de oprichting van SE's. De methode voor het samenstellen van de lijst van grensoverschrijdende transacties door Nederlandse beursvennootschappen wordt in deze annex uitgelegd. Annex 16 bevat de volledige lijst van grensoverschrijdende transacties.

Voor dit onderzoek werd gebruik gemaakt van data van Biermeyer (Erasmus Universiteit Rotterdam) en Meyer-Erdmann (European Trade Union Institute en Erasmus Universiteit Rotterdam) over grensoverschrijdende mobiliteit door Europese vennootschappen.[576] Zij verzamelden deze data in het kader van een project over '*cross-border corporate mobility in the EU*' gefinancierd door het European Trade Union Institute en het Erasmus+ programma van de EU. Zij analyseerden de handelsregisters en officiële publicatiebronnen van de verschillende lidstaten van de EU.[577] Hun studie heeft een dataset opgeleverd van 3263 grensoverschrijdende transacties (grensoverschrijdende zetelverplaatsingen (of omzettingen),[578] grensoverschrijdende fusies, grensoverschrijdende splitsingen, oprichtingen van SE's en oprichtingen van SCE's) door Nederlandse vennootschappen voor de periode 2000 tot 2022.

Deze transacties betreffen voornamelijk niet-beursvennootschappen, terwijl de bedenktijd enkel relevant is voor beursvennootschappen. Om te identificeren welke transacties beursvennootschappen betreffen, werden de namen van de betrokken rechtspersonen systematisch vergeleken met lijsten van beursvennootschappen. Zo werd van Orbis op 25 juni 2024 een lijst gedownload van alle genoteerde vennootschappen wereldwijd. Ook werd op dezelfde datum een lijst gedownload van de Euronext website met alle vennootschappen met een notering op een Euronext beurs. Deze lijsten werden vervolgens gecombineerd met de lijst van Nederlandse beursvennootschappen die werd samengesteld voor deze studie (zie annex 6 en 7).

Vervolgens werd de lijst van transacties van Biermeyer en Meyer-Erdmann door een onderzoeksassistent systematisch vergeleken met de lijsten van beursvennootschappen. De vergelijking werd manueel gedaan, en niet via een computer algoritme, omdat het mogelijk is dat er spelfouten en alternatieve spellingswijzen voorkomen in datasets. Daarbij werd rekening gehouden met gebruikelijke afkortingen en variaties in spelling, en mogelijke twijfelgevallen werden door een lid van het onderzoeksteam nagekeken. Natuurlijk blijft het mogelijk dat in dit proces vennootschappen gemist worden, doordat vennootschappen van naam wijzigen of

[576] Zie de jaarlijkse studies die zij uitvoeren over grensoverschrijdende mobiliteit, waaronder de laatste studie: T. Biermeyer en M. Meyer-Erdmann, 'Cross-Border Corporate Mobility in the EU: Empirical Findings 2021', 11 januari 2022, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3960618.

[577] Dataverzameling was echter beperkt in sommige lidstaten (Griekenland IJsland, Litouwen, Malta, Portugal en Slovenië). Zie voor een uitgebreide beschrijving van de dataverzamelingsmethodologie: T. Biermeyer en M. Meyer-Erdmann, 'Cross-Border Corporate Mobility in the EU: Empirical Findings 2021', 11 januari 2022, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3960618, p. 20-22.

[578] Een grensoverschrijdende verplaatsing van de statutaire zetel impliceert ook steeds een omzetting in een rechtsvorm van de jurisdictie waarnaar men de zetel verplaatst. Daarom is een grenoverschrijdende zetelverplaatsing equivalent aan een grensoverschrijdende omzetting.

de beschikbare datasets onvolledig zijn. Om praktische redenen werd het onderzoek beperkt tot de periode van 2018 tot 2022, omdat verder teruggaan in de tijd te veel tijd en middelen zou kosten, en recentere data niet beschikbaar zijn.

Daarna werden ook de lijsten van Nederlandse beursvennootschappen die werden gebruikt voor dit onderzoek (zie annex 6 en 7) opnieuw geanalyseerd om te identificeren of vennootschappen een grensoverschrijdende transactie hebben uitgevoerd. Op basis hiervan werden enkele grensoverschrijdende transacties geïdentificeerd die overlapten met de lijst uit de eerste stap van dit onderzoek, maar er werden ook bijkomende grensoverschrijdende transacties geïdentificeerd, zoals bijvoorbeeld grensoverschrijdende transacties met landen buiten de EU, die niet door de data van Biermeyer en Meyer-Erdmann gevat worden.

Ten slotte werden deze grensoverschrijdende transacties door beursvennootschappen onderzocht door onderzoeksassistenten op basis van persberichten en andere publieke informatie om de transacties te identificeren die resulteerden in een wijziging van het land van de statutaire zetel van de genoteerde entiteit (bijvoorbeeld een zetelverplaatsing door de genoteerde vennootschap buiten Nederland, of een grensoverschrijdende fusie van de genoteerde vennootschap waarbij de overnemende vennootschap in een ander land gevestigd is). Grensoverschrijdende transacties waarbij de zetel van de genoteerde vennootschap niet verhuist van of naar Nederland (bijvoorbeeld een grensoverschrijdende fusie waarbij de Nederlandse genoteerde vennootschap de overnemende vennootschap is) werden niet verder bestudeerd. Ook grensoverschrijdende transacties die verband houden met de fusie met of overname van/door een onafhankelijke derde partij werden niet bestudeerd. In dat geval is de grensoverschrijdende transactie immers niet primair bedoeld om de zetel te verplaatsen naar of uit Nederland, maar is die zetelverplaatsing slechts een gevolg van het samenbrengen van de vennootschappen die elk in een ander land gevestigd zijn. Uit dergelijke transacties kunnen dan ook weinig conclusies worden getrokken over het Nederlandse vestigingsklimaat.[579] Ook werden grensoverschrijdende transacties met een beursgenoteerd investeringsfonds niet bestudeerd, omdat voor dergelijke vennootschappen de bedenktijd weinig relevant is. In gevallen waarin er geen publieke informatie kon worden gevonden over de transactie, werd deze uit de lijst verwijderd.

Annex 16 bevat de volledige lijst van grensoverschrijdende transacties.

[579] Het zou wel nuttig kunnen zijn om te bestuderen voor welke jurisdictie vennootschappen kiezen in een zogenaamde *'merger of equals'*, waarbij twee onafhankelijke en ongeveer even grote vennootschappen hun ondernemingen samenvoegen. Het is in de praktijk echter niet mogelijk om een onderscheid te maken tussen dergelijke *mergers of equals* en overnames waarbij een grotere bieder de doelvennootschap overneemt en integreert in de eigen groepsstructuur. In die laatste categorie van gevallen zal bijna steeds voor de jurisdictie van de overnemer worden gekozen, maar dat zegt al helemaal niets over de wettelijke bedenktijd. Omdat dit onderscheid tussen *mergers of equals* en overnames echter zo moeilijk te maken is, wordt voor dit onderzoek enkel gefocust op grensoverschrijdende zetelverplaatsingen en intra-groeps grensverschrijdende fusies.

Annex 16. Lijst van grensoverschrijdende transacties

Nr.	Datum	Naam	Jurisdictie van herkomst	Jurisdictie van aankomst	Type transactie
1	28/08/2018	Instone Real Estate Group	Nederland	Duitsland	Grensoverschrijdende omzetting
2	13/09/2018	RELX	Nederland	Verenigd Koninkrijk	Grensoverschrijdende fusie
3	28/06/2019	Constellium	Nederland	Frankrijk	Grensoverschrijdende zetelverplaatsing (SE)
4	03/12/2019	Cimpress	Nederland	Ierland	Grensoverschrijdende fusie
5	24/04/2020	Milkiland	Nederland	Cyprus	Grensoverschrijdende omzetting
6	26/08/2020	Unilever	Nederland	Verenigd Koninkrijk	Grensoverschrijdende fusie
7	28/08/2020	Vivoryon Therapeutics	Duitsland	Nederland	Grensoverschrijdende omzetting
8	20/09/2021	MFE - MediaForEurope	Italië	Nederland	Grensoverschrijdende omzetting
9	08/04/2022	Astarta Holding	Nederland	Cyprus	Grensoverschrijdende omzetting
10	21/10/2022	Flow Traders	Nederland	Luxemburg/Bermuda[580]	Grensoverschrijdende fusie
11	01/05/2023	Core Lab	Nederland	Luxemburg/Delaware[581]	Grensoverschrijdende fusie
12	30/06/2023	Aegon	Nederland	Bermuda	Grensoverschrijdende omzetting
13	24/04/2024	Brembo	Italië	Nederland	Grensoverschrijdende omzetting

[580] Bij deze transactie werd Flow Traders N.V. eerst gefuseerd met Flow Traders S.A., een Luxemburgse vennootschap, waarbij de Luxemburgse vennootschap de overnemende vennootschap was, waarna Flow Traders S.A. onmiddellijk wordt omgezet in Flow Traders Ltd., een vennootschap naar het recht van Bermuda.
[581] Bij deze transactie werd Core Lab N.V. eerst gefuseerd met Core Laboratories Luxembourg S.A, een Luxemburgse vennootschap, waarbij de Luxemburgse vennootschap de overnemende vennootschap was, waarna Core Laboratories Luxembourg S.A. naar Delaware migreerde als Core Laboratories Inc. via een *'U.S. Redomestication'*.

Annex 17. Resultaten van de *event study*

Hieronder worden de resultaten van de *event study* gepresenteerd als respectievelijk gebruik wordt gemaakt van het drie-factor, vier-factor, en vijf-factor model.

	Event 1 28/03/2017	Event 2 26/04/2017	Event 3 20/05/2017	Event 4 07/12/2018	Event 5 18/12/2019	Event 6 08/09/2020
(-1, 1)	0,38 (1,70)	-1,20* (-3,47)	-0,34 (-1,02)	1,02* (2,31)	-0,21 (-0,74)	1,02* (2,31)
(-2, 2)	-0,01 (0,23)	-1,39* (-3,27)	0,53 (0,92)	0,60 (1,59)	-0,30 (-1,22)	0,69 (1,45)
(-3, 3)	-0,87 (-0,72)	-1,37* (-3,18)	2,13* (3,54)	0,69 (1,45)	0,09 (-0,01)	0,32 (0,74)
N	106	106	107	105	105	106

Cumulative average abnormal returns met gebruik van het drie-factor model rond verschillende *events* en voor verschillende *event* periodes. T-statistieken tussen haakjes. * betekent een statistische significantie op het 5% niveau.

	Event 1 28/03/2017	Event 2 26/04/2017	Event 3 20/05/2017	Event 4 07/12/2018	Event 5 18/12/2019	Event 6 08/09/2020
(-1, 1)	0,35 (1,65)	-1,20* (-3,49)	-0,34 (-1,03)	0,99* (2,17)	-0,37 (-1,17)	0,96 (1,92)
(-2, 2)	-0,05 (0,17)	-1,38* (-3,27)	0,52 (0,90)	0,58 (1,53)	0,07 (-0,23)	-0,43 (-0,50)
(-3, 3)	-0,88 (-0,73)	-1,38* (-3,15)	2,12* (3,53)	0,75 (1,52)	0,50 (1,15)	-0,65 (-0,51)
N	106	106	107	105	105	106

Cumulative average abnormal returns met gebruik van het vier-factor model rond verschillende *events* en voor verschillende *event* periodes. T-statistieken tussen haakjes. * betekent een statistische significantie op het 5% niveau.

	Event 1 28/03/2017	Event 2 26/04/2017	Event 3 20/05/2017	Event 4 07/12/2018	Event 5 18/12/2019	Event 6 08/09/2020
(-1, 1)	0,36 (1,66)	-1,20* (-3,46)	-0,31 (-0,99)	0,98* (2,24)	-0,14 (-0,45)	0,59 (1,12)
(-2, 2)	-0,02 (0,28)	-1,52* (-3,47)	0,57 (0,98)	0,44 (1,33)	-0,29 (-1,18)	1,08 (1,66)
(-3, 3)	-1,00 (-0,86)	-1,50* (-3,42)	2,16* (3,58)	0,57 (1,30)	0,04 (-0,20)	-0,36 (-0,18)
N	106	106	107	105	105	106

Cumulative average abnormal returns met gebruik van het vijf-factor model rond verschillende *events* en voor verschillende *event* periodes. T-statistieken tussen haakjes. * betekent een statistische significantie op het 5% niveau.

Annex 18. Lijst van tabellen

1. Antwoorden op vraag 4 van de enquête.
2. Antwoorden op vraag 8 van de enquête.
3. Antwoorden op vraag 10 van de enquête.
4. Overzicht van aantal beschermingsconstructies toegepast door de 86 onderzochte beursvennootschappen.
5. Overzicht van stapeling van beschermingsconstructies door de 86 onderzochte beursvennootschappen.
6. Overzicht van beschermingsconstructies die met elkaar worden gecombineerd door de 86 onderzochte beursvennootschappen.
7. Overzicht van oligarchische clausules gebruikt door de 86 onderzochte beursvennootschappen.
8. Overzicht van aantal oligarchische clausules dat op elkaar wordt gestapeld door de 86 onderzochte beursvennootschappen.
9. Overzicht van oligarchische clausules die met elkaar worden gecombineerd door de 86 onderzochte beursvennootschappen.
10. Vennootschappen met een controlerende aandeelhouder (30% respectievelijk 10% (maar niet meer dan 30%) van de aandelen) door de 86 onderzochte beursvennootschappen.
11. Antwoorden op vraag 7 van de enquête.
12. Overnamebiedingen voor en na de Wet bedenktijd, op basis van eigen classificaties (na 1 januari 2011) en van data van het AFM (2001-2010).
13. Aantal biedingsberichten voor en na de inwerkingtreding van de bedenktijd dat een bepaalde categorie van *non-financial covenants* bevat (op een totaal van 26 biedingsberichten voor de inwerkingtreding van de bedenktijd en 14 biedingsberichten na).
14. Antwoorden op vraag 6 van de enquête.
15. Alle activistische campagnes bij Nederlandse beursvennootschappen voor en na de inwerkingtreding van de Wet bedenktijd, op basis van data van Diligent Market Intelligence en Breukink.
16. Antwoorden op vraag 5 van de enquête.
17. *Cumulative average abnormal returns* met gebruik van het marktmodel rond verschillende *events* en voor verschillende *event* periodes.
18. Antwoorden op vraag 15 van de enquête.
19. Antwoorden op vraag 17 en 18 van de enquête.
20. Antwoorden op vraag 19 en 20 van de enquête.
21. Antwoorden op vraag 16 van de enquête.

Annex 19. Lijst van figuren

1. Aantal vijandige, vriendelijke, neutrale en initieel ongevraagde, later vriendelijke overnamebiedingen per jaar, op basis van eigen classificaties.
2. Gemiddeld aantal categorieën van *non-financial covenants* per biedingsbericht voor 40 overnamebiedingen.
3. Aantal activistische campagnes tegen Nederlandse beursvennootschappen per jaar, op basis van data van Diligent Market Intelligence en Breukink.
4. Het aantal nieuwe IPO's en andere noteringen (via '*de-SPAC* transactie', '*spin-off'*, '*merger'* of '*direct listing*) door Nederlandse vennootschappen op een Euronext markt.
5. Het aantal nieuwe IPO's en andere noteringen (via 'de-*SPAC* transactie', '*spin-off'*, '*merger'* of '*direct listing*) door niet-Nederlandse vennootschappen op een Euronext markt, op basis van data van Euronext Factbooks.
6. Aantal grensoverschrijdende transacties waarbij genoteerde vennootschappen hun statutaire zetel verhuizen uit Nederland ('*exit'*) of naar Nederland ('*entry'*).
7. Structuur van certificering door een stichting-administratiekantoor.

Annex 20. Bibliografie

Literatuur

Abma 2017
R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2017', *OR* 2017/126, p. 705-712.

Abma 2019
R. Abma, 'De mislukte unificatie van Unilever', *MvO* 2019/1.6, p. 40-48.

Abma 2025 (nog te verschijnen)
R. Abma in de nog te verschijnen bundel J. Barneveld, B. Kemp & S.B. Garcia Nelen, *Overnames bij beursvennootschappen*, Deventer: Kluwer 2025.

Ambec 2010
S. Ambec e.a., 'The Porter hypothesis at 20: Can environmental regulation enhance innovation and competitiveness?', *Toulouse School of Economics*, Working Paper Series 10-215, 2010.

Ancery 2019
A.G.F. Ancery, 'Wetsvoorstel bedenktijd bestuur beursvennootschappen. Over het Rijnlandse model, activistische aandeelhouders en het vrij verkeer van kapitaal', *MvV* 2019, afl. 2, p. 69-74.

Ang 2008
J.B. Ang, 'A Survey of recent developments in the literature of finance and growth', *Journal of Economic Surveys* 2008/22(3), p. 536-576.

Baaij 2015
M.G. Baaij e.a., 'Why do multinational corporations relocate core parts of their corporate headquarters abroad?', *Long Range Planning* 2015/48, p. 46-58.

Biermeyer & Erdmann 2022
T. Biermeyer & M. Meyer-Erdmann, 'Cross-Border Corporate Mobility in the EU: Empirical Findings 2021', 11 januari 2022, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3960618.

Boehmer, Masumeci & Poulsen 1991
E. Boehmer, J. Masumeci & A.B. Poulsen, 'Event-study methodology under conditions of event-induced variance', *Journal of Financial Economics* 1991, p. 253–272.

Boelens 1964
G.J. Boelens, *Oligarchische clausules in statuten van naamloze vennootschappen*, Kampen: J.H. Kok N.V. 1946.

Bootsma, Breukink, Hijink & In 't Veld 2021
A.A. Bootsma, E.J. Breukink, J.B.S. Hijink en L. in 't Veld, 'Multiple corporate citizenship in een veranderende wereld', *OR* 2021/97, afl. 14, p. 601-614.

Den Boogert 2017
M. den Boogert, 'De beursgang en bescherming van ABN AMRO', in: C.D.J. Bulten, M.P. Nieuwe Weme & N.S.G.J. Vermunt (red.), *Vertrouwen in het ondernemingsrecht en het financiële recht. Liber amicorum prof. mr. S.C.J.J. Kortmann (Serie Van der Heijden Instituut nr. 150)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Bebchuk & Cohen 2003
L.A. Bebchuk & A. Cohen, 'Firms' decisions where to incorporate', *The Journal of Law and Economics* 2003/46(2), p. 383-425.

Bebchuk & Cohen 2005
L.A. Bebchuk & A. Cohen, 'The costs of entrenched boards', *Journal of Financial Economics* 2005/78, p. 409-433.

Bebchuk, Cohen & Ferell 2009
L.A. Bebchuk, A. Cohen, & A. Ferrell, 'What matters in corporate governance?', *Review of Financial Studies* 2009/22, p. 783-827.

Benatti 2024
N. Benatti e.a., 'Environmental regulation and productivity growth in the Euro area: Testing the porter hypothesis', *Journal of Environment Economics and Management* 2024/126.

Berger 2008
T. Berger, 'Concepts of National Competitiveness', *Journal of International Business and Economy* 2008/9(1).

Besley 2015
T. Besley, 'Law, Regulation, and the Business Climate: The Nature and Influence of the World Bank Doing Business Project', *Journal of Economic Perspectives* 2015/29(3), p. 99-120.

Bhojraj, Sengupta & Zhang 2017
S. Bhojraj, P. Sengupta & S. Zhang, 'Takeover defenses: Entrenchment and efficiency', *Journal of Accounting and Economics* 2017/63, p. 142-160.

Bosvelt & Goedbloed 1996
R. Bosveld & S.A.M. Goedbloed, 'Effecten van beschermingsconstructies op aandelenkoersen', *MAB* 1996, p. 261-270.

In De Braekt 2023

F.C.M. In De Braekt, 'Limitations to the Development of Loyalty Shares in the Netherlands?', *ECL* 2023/2, p. 40-48.

Braun 2013
R. Braun e.a., 'Does Charter Competition Foster Entrepreneurship? A difference-in-difference approach to European company law reforms', *Journal of Common Market Studies* 2013/51(3), p. 399-415.

De Brauw 2017
C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen. Beschouwingen over de vennootschapsrechtelijke, financieeltoezichtrechtelijke, contractuele en praktische aspecten van beursovernames (Serie Van der Heijden Instituut nr. 143)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

De Brauw 2019
C.J.C. de Brauw, 'Bescherming van beursvennootschappen: tijd voor herijking op basis van de pijlers van het huidige stakeholdermodel', *OR* 2019/94, afl. 10/11, p. 518-531.

De Brauw 2020
C.J.C. de Brauw, 'Nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd bij strategiebepaling en het bestaande raamwerk van beschermingsmogelijkheden', *OR* 2020/52, afl. 6, p. 270-281.

De Brauw 2020
C.J.C. de Brauw, 'Overleven, strategie en bescherming: geen sympathie voor corona-koopjesjagers bij Nederlandse beursvennootschappen', *OR* 2020/85, afl. 7, p. 463-470.

Brav, Jiang & Li 2021
A. Brav, W. Jiang & R. Li, 'Governance by Persuasion: Hedge Fund Activism and the Market for Corporate Influence', November 2021, *ECGI Working Paper Series in Finance,* https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3955116.

Brealy, Myers & Allen 2020.
R.A. Brealy, S.C. Myers & F. Allen, *Principles of Corporate Finance*, New York: McGraw-Hill 2020.

Breukink 2022
E.J. Breukink, *De agenda en het agenderingsrecht bij kapitaalvennootschappen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 176)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022.

Brickley, Coles & Terry 1994
J.A. Brickley, J.L. Coles & R.L. Terry, 'Outside directors and the adoption of poison pills', *Journal of Financial Economics* 1994/35, p. 371-390.

Bulten 2017

C. Bulten (red.), *Vitale vennootschappen in veilige handen*, Radboud Universiteit Nijmegen, Onderzoekscentrum Onderneming & Recht 2017.

Burkart & Panunzi 2006
M. Burkart & F. Panunzi, 'Takeovers' in X. Freixas, P.H. Hartmann & C. Mayer (eds.) *Financial Markets and Institutions: A European Perspective*, Oxford University Press, Oxford, United Kingdom, 2006, p. 265-297.

Cantrijn & Kabir 1992
A.L.R. Cantrijn & M.R. Kabir, 'De invloed van preferente beschermingsaandelen op aandelenkoersen', *MAB* 1992/66, afl.7/8, p. 328-340.

Carhart 1997
M.M. Carhart, 'On persistence in mutual fund performance', *Journal of Finance* 1997, p. 57–82.

Cary 1974
W.L. Cary, 'Federalism and corporate law: reflections upon Delaware', *Yale Law Journal* (83) 1974, afl. 4, p. 663-705.

Cen, Dasgupta & Sen 2016
L. Cen, S. Dasgupta & R. Sen, 'Discipline or disruption? Stakeholder relationships and the effect of takeover threat', *Management Science* 2016/62, p. 2820-2841.

Chemmanur & Jiao 2012
T.J. Chemmanur & Y. Jiao, 'Dual class IPOs: A theoretical analysis', *Journal of Banking & Finance* 2012/36, p. 305-319.

Cohen & Tubb 2018
M.A. Cohen & A. Tubb, 'The Impact of Environmental Regulation on Firm and Country Competitiveness: A meta-analysis of the porter hypothesis', *Journal of the Association of Environmental and Resource Economists* 2018/5(2).

Comment & Schwert 1995
R. Comment & G.W. Schwert 'Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures', *Journal of Financial Economics* 1995/39, p. 3-43.

Cotter, Shivdasani & Zenner 1997
J.F. Cotter, A. Shivdasani, & M. Zenner, 'Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?' *Journal of Financial Economics* 1997/43, p. 195-218.

Crain & Alberts 2023
M.L. Crain & R.B Alberts, 'Non-financial covenants in public M&A. A survey of prevalence and trends of non-financial covenants in public offers since 2015', *TOP* 2023/2, p. 17-23.

Cremers 2022
K.M. Cremers et al., 'Shadow pills, visible pill policy, and firm value', *unpublished working paper*, University of Notre Dame 2022.

Cremers & Ferell 2014
M. Cremers & A. Ferrell, 'Thirty years of shareholder rights and firm value', *Journal of Finance* 2014/69, p. 1167-1196.

Cremers, Litoy & Sepe 2017
K.M. Cremers, L.P. Litov & S.M. Sepe, 'Staggered boards and long-term firm value, revisited', *Journal of Financial Economics* 2017/126, p. 422-444.

Cunat, Gine & Guadalupe 2012
V. Cunat, M. Gine & M. Guadalupe, 'The vote is cast: The effect of corporate governance on shareholder value', *Journal of Finance* 2012/67, p. 1943-1977.

Daines 2002
R. Daines, 'The incorporation choices of IPO firms', *NYUL Rev*. 2002/77, p. 1559-1611.

Dann & DeAngelo 1983
L.Y. Dann & H. DeAngelo, 'Standstill agreements, privately negotiated stock repurchases, and the market for corporate control', *Journal of Financial Economics* 1983/11, p. 275-300.

Deakin, Sarkar & Siems 2017
S. Deakin, P. Sarkar & M. Siems, 'Is there a relationship between shareholder protection and stock market development', *European Corporate Governance Institute*, Law Working Paper 377, 2017.

DeAngelo & Rice 1983
H. DeAngelo & E.M. Rice, 'Antitakeover charter amendments and stockholder wealth', *Journal of Financial Economics* 1983/11, p. 329-359.

Delgado 2012
M. Delgado e.a., 'The Determinants of National Competitiveness', *NBER*, Working Paper 18249, 2012.

Devereux, Lockwood, Redoano 2008
M.P. Devereux, B. Lockwood & M. Redoano, 'Do countries compete over corporate tax rates', *Journal of Public Economics* 2008/92, p. 1210-1235.

Dey & White 2021
A. Dey & J.T. White, 'Labor mobility and antitakeover provisions', *Journal of Accounting and Economics* 2021/71, p. 1-24.

Dortmond 2013
P.J. Dortmond, *Van der Heijden. Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap,* Deventer: Kluwer 2013.

Duldar & Lokin 2019
A. Duldar & E.C.H.J. Lokin, 'De wettelijke bedenktijd: ter achtergrond', *MvO* 2019, afl. 5/6, p. 137-140.

Dzeng & Wang 2008
R.J. Dzeng & S.-S. Wang 2008, 'An analysis of infrastructure development based on national competitiveness perspectives', *Construction Management and Economics* 2008/26, p. 47-61.

Easterbrook & Fischel 1996
F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, *The economic structure of corporate law*, Cambridge: Harvard University Press 1996.

Eldar & Magnolfi 2020
O. Eldar & L. Magnolfi, 'Regulatory competition and the market for corporate law', *American Economic Journal: Microeconomics* 2020/12(2), p. 60-98.

Eldar & Wittry 2021
O. Eldar, M.D. Wittry, 'Crisis poison pills', *Review of Corporate Finance Studies* 2021/10, p. 204-251.

Ernst & Young 2020
Ernst & Young 2020, 'Study on Director's duties and sustainable corporate governance', *Publications Office of the European Union* (https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en).

Fama 1970
E.F. Fama, 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', *The Journal of Finance* (25) 1970, afl. 2, p. 383-417.

Fama 1998
E.F. Fama, 'Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance', *Journal of Financial Economics* (49) 1998, p. 283-291.

Fama 2015
E.F. Fama & K.R. French, 'A five-factor asset pricing model', *Journal of Financial Economics* 2015, p. 1–22.

Fama & French 1993

E.F. Fama & K.R. French, 'Common risk factors in the returns on stocks and bonds', *Journal of Financial Economics* 1993, p. 3–56.

Faure 2018
M. Faure, 'De rol van het recht in het vestigingsklimaat', *AA* 2018/0009, p. 9-18.

Field & Lowry 2022
L.C. Field & M. Lowry, 'Bucking the trend: Why do IPOs choose controversial governance structures and why do investors let them?', *Journal of Financial Economics* 2022/146, p. 27-54.

Fischel 1982
D.R. Fischel, 'The Corporate Governance Movement', *Vanderbilt Law Review* 1982/35, p. 1259-1292.

Garcia Nelen 2020
S.B. Garcia Nelen, *De beursvennootschap, corporate governance en strategie (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 120)*, Deventer: Wolters Kluwer 2020.

Gilson & Kraakman 1984
R.J. Gilson & R. Kraakman, 'The Mechanisms of Market Efficiency', *Virginia Law Review* (70) 1984, afl. 4, p. 549-644.

Gilson & Kraakman 2014
R.J. Gilson & R. Kraakman, 'Market Efficiency After the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs', *Virginia Law Review* (100) 2014, afl. 2, p. 313-328.

Gompers, Ishii & Metrick 2003
P. Gompers, J. Ishii & A. Metrick, 'Corporate governance and equity prices', *Quarterly Journal of Economics* 2003/118, p. 107-156.

Van der Goot 1995
L.R.T. van der Goot, 'De prijs van beschermingsconstructies', *De Naamlooze Vennootschap* 1995/73, p. 134-139.

Gordon & Ringe 2018
J.N. Gordon & W-G. Ringe, *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford: United Kingdom, 2018.

Groot 2021
C. de Groot, 'De beursgenoteerde vennootschap – Faits Divers', *O&F* 2021/3.2, p. 7-19.

Groothuis 2018
L.F. Groothuis, 'Hijgerig of een kwestie van lange adem? Beschouwingen bij het Plan Hommen', *OR* 2018/15, p. 84-88.

Groothuis 2020
L.F. Groothuis, 'Toepassing van de wettelijke bedenktijd in de (proces)praktijk', *OR* 2020/53, p. 282-287.

Guernsey 2022
S. Guernsey et al., 'Classified boards: Endangered species or hidden in plain sight?', Working paper, University of Tennessee, 2022.

Harris 1990
E.G. Harris, 'Antitakeover measures, golden parachutes, and target firm shareholder welfare', *Rand Journal of Economics* 1990/21, p. 614-625.

Heron 2015
R.A. Heron, 'The effect of poison pill adoptions and court rulings on firm entrenchment', *Journal of Corporate Finance* 2015/35, p. 286-296.

Heron & Lie 2006
R.A. Heron & E. Lie, 'On the use of poison pills and defensive payouts by takeover targets', *Journal of Business* 2006/79, p. 1783-1807.

Hezer & Kemp 2019
P.L. Hezer & B. Kemp, 'De mogelijkheid tot statutenwijziging en de oligarchische clausule: historie, praktijk en dogmatiek (I)', *WPNR* 2019/7222, p. 26-35.

Hezer & Kemp 2019
P.L. Hezer & B. Kemp, 'De mogelijkheid tot statutenwijziging en de oligarchische clausule: historie, praktijk en dogmatiek (II, slot)', *WPNR* 2019/7223, p. 47-53.

Jarrell & Poulsen 1987
G.A. Jarrell & A.B. Poulsen, 'Shark repellents and stock prices: The effects of antitakeover amendments since 1980', *Journal of Financial Economics* 1987/19, p. 127-168.

Johnson, Karpoff & Yi 2015
W.C. Johnson, J.M. Karpoff & S. Yi, 'The bonding hypothesis of takeover defenses: Evidence from IPO firms', *Journal of Financial Economics* 2015/117, p. 307-332.

De Jongh 2009
J.M. de Jongh, 'Het loyaliteitsstemrecht. Een terreinverkenning', *OR* 2009/105, afl. 10/11.

De Jong 2022
G. de Jong e.a., *Het Nederlandse Innovatielandschap: De Toekomst Tegemoet*, SEO, Amsterdam 2022.

Josephus Jitta 2019
M.W. Josephus Jitta, 'Het voorontwerp over de bedenktijd; bedenktijd voor de wetgever?', *OR* 2019/25, afl. 3, p. 155-160.

Kahan 2006
M. Kahan. 'The demand for corporate law: statutory flexibility, judicial quality, or takeover protection?', *Journal of Law, Economics, and Organization* 2006/22(2), p. 340-365.

Karpoff & Malatesta 1989
J.M. Karpoff & P.H. Malatesta, 'The wealth effects of second-generation state takeover legislation', *Journal of Financial Economics* 1989/25, p. 291-322.

Karpoff & Wittry 2022
J.M. Karpoff & M.D. Wittry, 'Corporate takeover defenses', *ECGI Finance Working Paper* N° 843/2022.

Kemp 2015
B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering (Serie Van der Heijden Instituut nr. 129)* (diss. Maastricht), Deventer: Wolters Kluwer 2015.

Kemp & Renshof 2020
B. Kemp & S.A. Renshof, 'Het gebruik van oligarchische clausules bij benoeming en ontslag door Nederlandse beursvennootschappen', *MvO* 2020/3.2, p. 51-69.

Kemperink 2017
G. Kemperink, 'Nederlandse kroonjuwelen en buitenlandse bieders', *NJB* 2017/1512, afl. 28, p. 1950-1959.

Kemperink 2023
G.N.H. Kemperink, *Macht en machtsverhoudingen bij openbare biedingen. Beschouwingen over het openbare overnamebod in juridische en machtspolitieke context (Serie Van der Heijden Instituut nr. 180)*, Deventer: Wolters Kluwer 2023.

Kersten 2019
A.J.J.P.B.M. Kersten, 'Voorontwerp bedenktijd: een bedenkelijke geringschatting van het ondernemingsrecht', *MvO* 2019, afl. 5/6, p. 145-148.

Van Kessel & Lemstra 2020
H.M. van Kessel & D.J.R. Lemstra, 'De SPAC (special purpose acquisition company)', *OR* 2020/143, afl. 15, p. 794-805.

Klaassen 2007
A.G.H. Klaassen, *Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2007.

Kleipool & Pouwer
R.H. Kleipool & R.L. Pouwer, 'Tijd en rust wettelijk toegevoegd aan de gereedschapskist van het bestuur', *MvO* 2019/5.2, p. 141-144.

De Kluiver 2017
H.J. de Kluiver, 'Modernisering Ondernemingsrecht; waarheen, waarvoor?', *OR* 2017/118, afl. 14, p. 668-676.

Kolari & Pynnönen 2010
J. Kolari & S. Pynnönen, 'Event study testing with cross-sectional correlation of abnormal returns', *Review of Financial Studies* 2010, p. 3996–4025.

De Koning Gans & Oostwouder 2010
J. de Koning Gans & W.J. Oostwouder, 'Herwaardering van certificering als beschermingsconstructie, *O&F* 2010/18, afl. 4, p. 60-64.

Koster 2018
H. Koster, 'Na AkzoNobel: meer bescherming vereist voor beursvennootschappen?', *O&F* 2018/28, p. 24-39.

Koster 2020
H. Koster, 'Het wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen onderzocht', *O&F* 2020, afl. 3, p. 74-88.

Koster 2021
H. Koster, 'De regeling van de wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *Bb* 2021/58, afl. 12, p. 241-243.

Kothari & Warner 2007
S.P. Kothari & J.B. Warner, 'Econometrics of Event Studies' in B.E. Eckbo (red.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Amsterdam: Elsevier 2007.

Laamanen, Simula, Torstila 2012
T. Laamanen, T. Simula & S. Torstila, 'Cross-border relocations of headquarters in Europe', *Journal of International Business Studies* 2012/43, p. 187-210.

La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer & Vishny 1997
R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny, 'Legal Determinants of External Finance', *Journal of Financial Economics* (52) 1997, afl. 3, p. 1131-1150.

La Porta, Lopez-De-Silanes, Schleifer & Vishny 1998
R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny, 'Law and finance', *Journal of Political Economy* (106) 1998, afl. 6, p. 1113-1155.

Lennarts 2021
M.L. Lennarts, T&C BW (2021), Commentaar op art. 2:114b BW.

Levie & Auto 2011
J. Levie & E. Autio, 'Regulatory Burden, Rule of Law, and Entry of Strategic Entrepreneurs: An international panel study', *Journal of Management Studies* 2011/48(6), p. 1392-1419.

Levinson & Taylor 2008
A. Levinson & M.S. Taylor, 'Unmasking the Pollution Haven Effect', *International Economic Review* 2008/49(1), p. 223-254.

Linn & McConnell 1983
S.C. Linn & J.J. McConnell, 'An empirical investigation of the impact of 'antitakeover' amendments on common stock prices', *Journal of Financial Economics* 1983/11, p. 361-399.

Lund & Pollman 2021

D.S. Lund & E. Pollman, 'The Corporate Governance Machine', *European Corporate Governance Institute*, Law Working Paper 564/2021, 2022.

Mackinlay 1997
A.C. Mackinlay, 'Event Studies in Economics and Finance', *Journal of Economic Literature* 1997, p. 13–39.

Malatesta & Walkling 1988
P.H. Malatesta & R.A. Walkling, 'Poison pill securities: Stockholder wealth, profitability, and ownership structure', *Journal of Financial Economics* 1988/20, p. 347-376.

Niederer 2020
N.D. Niederer, 'De wettelijke bedenktijd in het licht van een goede corporate governance', *MvO* 2020, afl. 10/11, p. 318-324.

Nieuwe Weme 2019
M. Nieuwe Weme, 'Bescherming tegen afschaffing van bescherming', *OR* 2019/51, p. 267-270.

Nowak 2017
R.G.J. Nowak, 'Inperking van het agenderingsrecht door oligarchische besluitvormingsclausules', in: C.D.J. Bulten, M.P. Nieuwe Weme & N.S.G.J. Vermunt, *Vertrouwen in het ondernemingsrecht en het financiële recht*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Nowak 2020
R.G.J. Nowak, 'Agenderingsrecht en rechtspolitiek', *WPNR* 2020, afl. 7276, p. 242-246.

Van Olffen 2008
M. van Olffen, 'De statutair (on)beschermde vennootschap en art. 2:359b BW', in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Handboek Openbaar Bod (Serie Onderneming en Recht, deel 46)*, Deventer: Kluwer 2008.

Van Olffen 2019
M. van Olffen, 'Voorontwerp wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2019/12, afl. 2, p. 77-85.

Van Olffen 2020
M. van Olffen, 'Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd beursvennootschappen', *OR* 2020/51, p. 261-269.

Van Olffen 2021
M. van Olffen, 'Wettelijke bedenktijd beursvennootschappen definitief', *OR* 2021/37, afl. 6, p. 219-224.

Van Olffen & Rensen 2019
M. van Olffen & G.J.C. Rensen, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIa. NV en BV. Oprichting, vermogen en aandelen*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Oostwouder & Schrooten 2018

W.J. Oostwouder & R.P. Schrooten, ‘Wettelijke bedenktijd en beschermingsconstructies, de wereld op zijn kop!’, *O&F* 2018, afl. 3, p. 33-56.

Oostwouder & De Nie 2022
W.J. Oostwouder & M. de Nie, ‘Consultatie voorstel voor actualisatie Nederlandse Corporate Governance Code 2016: te (weinig) ambitieus?’, *O&F* 2022, afl. 3, p. 14-40.

Perry 2000
A. Perry, ‘Effective Legal Systems and Foreign Direct Investment: In search of the evidence’, *International and Comparative Law Quarterly* 2000, p. 781-783.

Porter 2012
M.E. Porter, ‘The Competitive Advantage of Nations’, *Harvard Business Review* 1990, p. 73-93.

Rajan & Zingales 2008
R.G. Rajan & L. Zingales, ‘Financial Dependence and Growth’, *NBER*, Working Paper Series 5758, 1996.

Rietveld 2023
S. Rietveld, ‘De herziene Corporate Governance Code 2022’, *MvO* 2023/1.6, p. 37-47.

Van Rijssel & Kooiman 2021
S.M. Van Rijssel & W.R. Kooiman, ‘Het argument van het vestigingsklimaat in het fiscale debat’, *WFR* 2021/178, p. 1312-1321.

Romano 1985
R. Romano, ‘Law as product: Some pieces of the incorporation puzzle’, *Journal of Law, Economics and Organization* 1985, afl. 2, p. 225-283.

Romano 1993
R. Romano, *The genius of American corporate law*, Washington: AEI Press 1993.

Ryngaert 1988
M. Ryngaert, ‘The effect of poison pill securities on shareholder wealth’, *Journal of Financial Economics* 1988/20, p. 377-417.

Van Schilfgaarde (e.a.) 2022
P. van Schilfgaarde (e.a.), *Van de BV en de NV*, Deventer: Wolters Kluwer 2022.

De Serière 2023
V.P.G. de Serière, *Asser 2-IV Effectenrecht. Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IV. Effectenrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2023.

Snijders 2014
B. Snijders, ‘Good faith as a Dutch and a European concept’ in: A.S. Hartkamp e.a. (red.), *De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht*, Deventer: Kluwer 2014.

Van Solinge & Nieuwe Weme 2019
G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Salemink), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Souther 2016
M.E. Souther, 'The effects of takeover defenses: Evidence from closed-end funds', *Journal of Financial Economics* 2016/119, p. 420-440.

Stein 1988
J.C. Stein, 'Takeover threats and managerial myopia', *Journal of Political Economy* 1988/96, p. 61-80.

Steins Bisschop 2022
B.T.M. Steins Bisschop, 'Enige aantekeningen bij de wettelijke bedenktijd', *TvOB* 2022, afl. 1, p. 15-26.

Straska & Waller 2010
M. Straska & H.G. Waller, 'Do antitakeover provisions harm shareholders?', *Journal of Corporate Finance* 2010/16, p. 487-497.

Stulz 1988
R. Stulz. 'Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control', *Journal of Financial Economics* 1988/20, p. 25-54.

Subramanian 2002
G. Subramanian, 'The influence of antitakeover statutes on incorporation choice: evidence on the "race" debate and antitakeover overreaching', *University of Pennsylvania Law Review*, 2002/150(6), p. 1795-1873.

Timmerman 2018
L. Timmerman, 'Bescherming zonder bescherming', *OR* 2018/10, p. 45-46.

Timmerman 2018
L. Timmerman, 'De rol van het vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen', *TvOB* 2018, afl. 1, p. 14-18.

Timmermans 2012
R.A.F. Timmermans, 'Het agenderingsrecht, preferente beschermingsaandelen en oligarchische clausules', *OR* 2012/121, afl. 15.

Timmermans 2018
R.A.F. Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen (Serie Van der Heijden Instituut nr. 147)* (diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Timmermans 2020
R.A.F. Timmermans, 'Nieuwe regels voor de stichting continuïteit', *OR* 2020/158, afl. 17, p. 917-926.

Traas 2018
R. Traas, ‘De invoering van een wettelijke bedenktijd: bedenkt de wetgever zich?’, *OR* 2018/97, afl. 12, p. 558-561.

Traas 2019
R. Traas, ‘De voorgestelde wettelijke bedenktijd: een (on)gerechtvaardigde belemmering?’, *MvO* 2019/5.4, p. 149-154.

Vletter-van Dort 2019
H.M. Vletter-van Dort, ‘De bedenktijd: naïef of noodzaak?’, *OR* 2019/161, afl. 16, p. 899-907.

Vos 2017
T. Vos, ‘The AkzoNobel Case: An Activist Shareholder’s Battle against the Backdrop of the Shareholder Rights Directive’, *ECL* 2017, p. 238–243.

Vos 2021
T. Vos, *Shareholder protection in share issuances: A comparative law and economics approach* (diss. KU Leuven) 2021.

De Vries 2024
P.P. de Vries, SDU Commentaar Ondernemingsrecht bij artikel 2:114b BW (2024).

Wakkie 2016
P. Wakkie, ‘Beschermingsmaatregelen en dutch discount’, in: G. van Solinge e.a., *Nederland, het Delaware van Europa? Voordrachten en discussieverslag van het gelijknamige congres van het Van der Heijden Instituut op 20 en 21 november 2015 (Serie Van der Heijden Instituut nr. 135),* Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Wilson 1999
J.D. Wilson, ‘Theories of Tax Competition’, *National Tax Journal* 1999/52(2), p. 269-304.

Winter 1977
R.K. Winter, ‘State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation’, *Journal of Legal Studies* 1977, p. 251-292.

Wolf 2017
R.A. Wolf, ‘Overnameperikelen: Elliott International, L.P. c.s., AkzoNobel en PPG Industries. Een analyse’, *TvOB* 2017/5, p. 164-178.

Wymeersch 2003
Wymeersch, ‘The Transfer of the Company’s Seat in European Company Law’, *European Corporate Governance Institute*, Law Working Paper 08, 2003.

<u>Krantenartikelen</u>

‘Fairstar concedes to Dockwise’, Baird Maritime 17 juli 2012.

H. Jessayan, ‘Hommen: 'Ontdoe een overname van alle hijgerigheid'’, *FD* 28 maart 2017.

‘Kabinet overweegt wettelijke bedenktijd bij overnames’, *FD* 26 april 2017.

A. Welssink, ‘Kabinet besluit tot bescherming bedrijfsleven’, *FD* 20 mei 2017.

N. Asgari & S. Morris, ‘European bankers set sights on Amsterdam as regional Spac capital. Dealmakers say the Netherlands’ flexible listing rules are attracting blank-cheque companies’, *Financial Times* 17 februari 2021.

Rechtspraak

Hof van Justitie

HvJ EU 17 september 2009, C-182/08, ECLI:EU:C:2009:559 (*Glaxo Wellcome*).

HvJ EU 21 oktober 2010, C-81/09, ECLI:EU:C:2010:622 (*Idryma Typou AE*).

Hoge Raad

HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970, *NJ* 2007/434, *JOR* 2007/178 (*ABN AMRO*).

HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *NJ* 2010/544 m.nt. P. van Schilfgaarde (*ASMI*).

HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, *NJ* 2018/331, *JOR* 2018/142 (*Boskalis/Fugro*).

Gerechtshof

Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:AZ6440, *JOR* 2007/42 m.nt. Blanco Fernandez (*Stork*).

Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2836, *JOR* 2013/272 m.nt. M.W. Josephus Jitta.

Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, *JOR* 2017/261 (*AkzoNobel*).

Rechtbank

Rb. Den Haag 17 maart 2015, ECLI:NL:RBDHA:2015:3452, *JOR* 2015/135 m.nt. R.G.J. Nowak.

Rb. Amsterdam 10 augustus 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5845, *JOR* 2017/260 (*AkzoNobel*).