

Vergaderjaar 2024–2025

35 367

Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het inroepen van een bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap

Nr. 19

BRIEF VAN DE STAATSSECRETARIS VAN JUSTITIE EN VEILIGHEID

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 20 februari 2025

Hierbij bied ik uw Kamer, mede namens de Minister van Financiën, het onderzoeksrapport «Tussentijdse evaluatie van de wettelijke bedenktijd voor het bestuur van beursvennootschappen» aan. Het onderzoek is uitgevoerd in opdracht van het Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum (WODC) door onderzoekers van de Universiteit Maastricht. Ik spreek mijn grote waardering en dank uit voor de inspanningen die de onderzoekers hebben verricht en voor het grondige en heldere rapport. Hieronder ga ik in op de wet, de aanleiding voor het onderzoek, de doelstelling van het onderzoek, de methoden op basis waarvan het onderzoek is uitgevoerd en de uitkomsten van het rapport. Ik sluit af met de reactie op het rapport. Een gelijklopende brief heb ik gezonden aan de voorzitter van de Eerste Kamer.

De wettelijke bedenktijd

Op 1 mei 2021 trad de wet¹ in werking die een bedenktijd van maximaal 250 dagen introduceerde voor het bestuur van een beursvennootschap wanneer aandeelhouders een voorstel tot benoeming, schorsing of het ontslag (of een wijziging van de statuten op dat punt) van bestuurders of commissarissen willen bespreken op de algemene vergadering of wanneer een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht zonder dat daarover overeenstemming met het bestuur is bereikt (artikel 2:114b Burgerlijk Wetboek (BW)). Voorwaarden zijn dat de bespreking of het bod naar het oordeel van het bestuur wezenlijk in strijd moet zijn met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en dat de raad van commissarissen akkoord is met de inroeping van de bedenktijd. De bedenktijd staat ter beschikking van alle Nederlandse

¹ Wet van 24 maart 2021 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het inroepen van een bedenktijd door het bestuur van een beursvennootschap, Stb. 2021, nr. 185 (inwerkingtredings-KB Stb. 2021, nr. 210).

vennootschappen waarvan de aandelen aan een Nederlandse of buitenlandse beurs zijn genoteerd.

De maatregel schort het drukmiddel van aandeelhouders tijdelijk op om via de bevoegdheid tot het benoemen, schorsen of ontslaan van bestuurders of commissarissen (indirect) invloed uit te oefenen op de strategie van de vennootschap. Doel van de bedenktijd is het bestuur meer tijd en rust te gunnen om een ordentelijke afweging en beoordeling te maken welke strategische richting het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming het beste dient. Het bestuur dient daartoe in gesprek te gaan met de aandeelhouders en andere belanghebbenden. Tevens kan het bestuur met een alternatieve strategie komen. Hiermee is beoogd om nader te borgen dat de langetermijnwaardecreatie voor alle *stakeholders* voorop kan worden gesteld en kan worden beschermd tegen eventuele kortetermijngerichte bemoeienissen van aandeelhouders.

Aanleiding voor het onderzoek

Tijdens de parlementaire behandeling is in de Tweede Kamer via het amendement van het lid Van der Lee (GroenLinks) in het wetsvoorstel een evaluatietermijn van vijf jaar opgenomen. In de Eerste Kamer bestond er vrees voor negatieve effecten van de wet op het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat, waardoor een evaluatietermijn van vijf jaar te lang zou zijn. Daarom is een tussentijdse evaluatie na drie jaar toegezegd door de toenmalige Minister voor Rechtsbescherming.² Daarbij heeft hij toegezegd bij die evaluatie in ieder geval de volgende, door de VVD-fractie van de Eerste Kamer aangedragen effecten te zullen meenemen: de toe- of afname van het aantal (buitenlandse) investeerders, het aantal beursvennootschappen dat zich in Nederland heeft gevestigd, het aantal beursvennootschappen dat is vertrokken en de participatie van aandeelhouders in beursvennootschappen in andere Europese landen.³

Doelstelling en methoden van het onderzoek

In het onderzoek stonden de volgende onderzoeksvragen centraal:

1. Wat is het beoogde doel van de wet, op welke wijze dient dat doel te worden bereikt en met welke waarborgen?
2. Hoe vaak, op welke wijze en waarom is de wet toegepast en is er samenloop met andere beschermingsconstructies geweest?
3. Gaat er een preventieve werking van de wet uit? Zo ja, hoe, zo nee, waarom niet?
4. In hoeverre is het terecht de (preventieve) werking van de Wet bedenktijd te relateren aan het investerings- en vestigingsklimaat in Nederland?

De onderzoekers hebben een literatuurstudie uitgevoerd, een enquête uitgezet (45 respondenten) en 19 interviews met 25 personen gehouden. Aan de enquête en de 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

² Kamerstukken I 2020/21, 35 367, C, p. 7.

³ De participatie van aandeelhouders in beursvennootschappen in andere Europese landen is achterwege gelaten omdat die geen betrekking heeft op de werking van de bedenktijd in Nederland. Ook overigens zijn data over die aandeelhoudersparticipatie niet of nauwelijks beschikbaar en slechts met onevenredige inspanning te achterhalen.

werking van de bedenktijd uitgaat en of de bedenktijd van invloed is op het investerings- en vestigingsklimaat.

Verder zijn alle overnamebiedingen en activistische campagnes met betrekking tot Nederlandse beursvennootschappen na de inwerking-treding van de wet onderzocht en vergeleken met vijandige overnames en activistische campagnes vóór de inwerkingtreding. Om te kunnen oordelen over de gevolgen voor het investerings- en vestigingsklimaat is een literatuuronderzoek uitgevoerd, is gekeken of er sprake was van een verandering in het aantal nieuwe beursnoteringen door Nederlands vennootschappen op Euronext-markten, in vergelijking met beursnoteringen op die markten door niet-Nederlandse vennootschappen en is onderzocht in welke mate beursvennootschappen naar Nederland verhuisden en uit Nederland vertrokken in de jaren voor en na de invoering van de wet. Tot slot is een *event study* uitgevoerd, waarmee de impact is gemeten van de invoering van de wettelijke bedenktijd op de beurskoers van de vennootschappen. Dat is gedaan door de *abnormal returns* te berekenen van elke vennootschap in de dagen rond het *event*: de dagelijkse *returns* op de aandelen van de vennootschappen die geraakt worden door het *event*, verminderd met de «normale» of «verwachte» dagelijks *returns* voor elk van die aandelen, gemeten door een aantal financiële modellen. Van deze *abnormale returns* is voor elke dag het gemiddelde genomen over alle vennootschappen en deze zijn vervolgens opgeteld per dag, om zo te komen tot de *cumulative average abnormal returns*, die een indicatie zijn hoe de markt reageert op een bepaald *event*. Deze techniek geeft een indicatie of investeerders de invoering van de bedenktijd als positief, negatief of neutraal zien en of er dus sprake is van de zogenaamde «*Dutch discount*», namelijk of de aandelen van Nederlandse bedrijven goedkoper zijn dan die van andere Europese of Amerikaanse bedrijven vanwege de in Nederland gebruikelijke beschermingsconstructies, waaronder de bedenktijd.

Verder zijn de beschermingsconstructies van in Nederland gevestigde en genoteerde beursvennootschappen in kaart gebracht, om zo een inzicht te krijgen in de rol van andere beschermingsconstructies ten opzichte van de bedenktijd.

Uitkomsten van het onderzoek

Doelstelling

De verdeeldheid in de literatuur en in de reacties op de consultatie ten tijde van de behandeling van het wetsvoorstel, komt ook terug in de resultaten van de enquête en de interviews in het onderzoek. Dat die initiële verdeeldheid voortleeft, is volgens de onderzoekers niet verbazingwekkend aangezien de bedenktijd nog niet is toegepast en de meningen dan ook vooral nog steeds gebaseerd zijn op de theorie en niet op praktijkervaringen met de toepassing van de bedenktijd. 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. De onderzoekers concluderen dan ook dat de

meningen sterk uiteenlopen ten aanzien van de vraag of met de bedenktijd de beoogde doelen kunnen worden bereikt.

Toepassing

Uit het onderzoek blijkt met een grote mate van zekerheid dat de bedenktijd sinds de inwerkingtreding van de wet niet is toegepast. Een van de mogelijke verklaringen hiervoor kan volgens de onderzoekers gelegen zijn in het feit dat er andere beschermingsconstructies voorhanden waren. Het onderzoek noemt Nederlandse beursvennootschappen over het algemeen goed beschermd door een of meer beschermingsconstructies, naast de bescherming die voor alle Nederlandse beursvennootschappen uit de regelgeving voortvloeit, zoals de responstijd (uit de Nederlandse Corporate Governance Code) en het (wettelijke) enquêterecht. De onderzoekers zien de bedenktijd vooral als een 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.

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 die stelling, maar hun antwoord lijkt volgens de onderzoekers 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.

Preventieve werking

Wat betreft de preventieve werking van de bedenktijd is onderzocht of deze een zodanige invloed heeft op aandeelhoudersactivisten en potentiële bidders dat deze hen afschrikt om een activistische campagne of vijandig bod door te zetten tegen de wil van het bestuur of tegen andere voorwaarden, zonder dat de bedenktijd daadwerkelijk moet worden ingeroepen.

Het onderzoek concludeert dat uit de empirische data niet kan 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. Uit de data blijkt verder dat er ook na de invoering van de bedenktijd nog steeds een vergelijkbaar aantal vijandige en initieel ongevroegde, maar later vriendelijke biedingen is als voor de invoering. Overigens vormen de ongevroegde en vijandige biedingen slechts een bijzonder klein deel van de biedingen in Nederland, namelijk één per jaar. Succesvolle vijandige biedingen komen bovendien nagenoeg nooit voor in Nederland. Het lage aantal vijandige biedingen kan volgens de onderzoekers een van de mogelijke verklaringen zijn waarom de bedenktijd sinds de invoering niet is toegepast. Daarbij wijzen de onderzoekers erop dat het aantal overnamebiedingen ook beïnvloed wordt door andere factoren, zoals de economische conjunctuur, de rentevoet, etc.

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 bidders verschilt per categorie van respondent: personen die werkzaam zijn bij beursvennootschappen geven vaker aan dat de bedenktijd vijandige bidders ontmoedigt, terwijl externe adviseurs en

investeerdere 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.

Ook is onderzocht of de wet aanleiding heeft gegeven tot meer aandacht voor de belangen van stakeholders bij openbare biedingen. Hiertoe zijn de overnames in de jaren voor en na de invoering van de bedenktijd met elkaar vergeleken voor wat betreft het aantal categorieën van de non-financial covenants⁴. Uit de data kan een dergelijk preventief effect op de inhoud van overnamebiedingen niet worden afgeleid. De laatste jaren wordt een stijging waargenomen in het aantal *non-financial covenants* per overnamebieding. Die toename lijkt echter al te zijn ingezet voor de invoering van de bedenktijd. Om die reden kan uit de 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 duurzaamheid.

Een preventief effect van de bedenktijd op aandeelhoudersactivisme is evenmin aangetoond. In de drie jaren voor de inwerkingtreding van de wet en in de drie jaren erna is het aantal activistische campagnes gelijkaardig geweest (16 ervoor en 17 erna). Ook de slagingskansen van activistische campagnes zijn niet beïnvloed door de invoering van de wet. Die campagnes kunnen minder succesvol zijn omdat het bestuur zich gesterkt voelt in haar positie wetende dat het de bedenktijd kan inroepen. Maar ook het aantal succesvolle campagnes in de drie jaar voor de inwerkingtreding (14) verschilt volgens de onderzoekers te weinig van het aantal succesvolle campagnes in de drie jaar na de inwerkingtreding (10) om er conclusies aan te verbinden. Opvallend volgens het onderzoek 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 volgens het onderzoek een verklaring vormen voor het feit dat de bedenktijd nog niet is ingeroepen.

Daarnaast blijkt uit de interviews en de enquête dat aandeelhouders over andere manieren beschikken om invloed uit te oefenen op de strategie van de vennootschap dan het agenderings- en convocatierecht, zoals door middel van een 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 mogelijkheden van het bestuur om aandeelhoudersvoorstellen niet te agenderen wanneer die raken aan de strategie. De conclusie uit de interviews en de enquête lijkt volgens de onderzoekers 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.

Het investerings- en vestigingsklimaat

Via een aantal methoden is getracht te onderzoeken of de bedenktijd invloed heeft op het investerings- en vestigingsklimaat in Nederland.

⁴ Verplichtingen ten aanzien van *stakeholders* in overnamebiedingen. De onderzoekers omschrijven deze in het rapport ook als verplichtingen die bieders aangaan in het biedingsbericht om de belangen van bepaalde *stakeholders* te respecteren.

Ten eerste concluderen de onderzoekers dat uit de internationale en Nederlandse literatuur geen overtuigend bewijs volgt dat de mogelijkheid om beschermingsconstructies op te nemen een positief dan wel negatief effect heeft op het investerings- en vestigingsklimaat.

Ten tweede is gekeken naar het aantal nieuwe noteringen door Nederlandse vennootschappen aan Euronext-markten. Daaruit blijkt dat er een sterke daling is van het aantal nieuwe noteringen in 2022 en 2023. Hieruit kan echter volgens de onderzoekers 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 volgens de onderzoekers waarschijnlijk een belangrijker rol.

Ten derde is gekeken naar het aantal zetelverplaatsingen uit of naar Nederland. Sinds de inwerkingtreding van de wet zijn vier beursvennootschappen uit Nederland vertrokken en hebben zich er twee hier gevestigd, terwijl dat er in de drie jaar voorafgaand aan de inwerkingtreding respectievelijk zes en één waren. Deze getallen zijn volgens de onderzoekers te klein om een trend te kunnen identificeren, zodat op basis hiervan weinig kan worden geconcludeerd over de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat.

Ten vierde is uit de «*event study*» gebleken dat er geen consistente en betekenisvolle positieve of negatieve reactie is geweest van de markt op de invoering van de bedenktijd. De impact van de invoering van de bedenktijd op het investeringsklimaat kan dan op basis van deze studie volgens de onderzoekers ook eerder als neutraal worden beschreven.

Ten vijfde volgt ook uit de enquête en de interviews dat de overgrote meerderheid van de respondenten aangeeft aan dat de impact van de bedenktijd op het vestigingsklimaat neutraal is. De bedenktijd is volgens hen geen relevante factor om te kiezen voor (het behoud van) een statutaire zetel in Nederland, net zomin als de andere beschermingsconstructies. Uit de interviews komen volgens de onderzoekers ook geen concrete voorbeelden naar voren van investeerders die om die reden niet meer in Nederland wilden investeren. Verschillende respondenten merkten wel op dat de algemene flexibiliteit van het Nederlandse ondernemingsrecht een rol speelt.

De onderzoekers concluderen dat het, gezien de kleine aantallen in de empirische onderzoeken en de korte termijn die is verstreken sinds de invoering van de wet, de vraag blijft of het terecht is om de bedenktijd te relateren aan het investerings- en vestigingsklimaat. Het is volgens hen 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 uitgegaan dat er andere, meer relevante factoren zijn die dit klimaat beïnvloeden. Zij zijn van mening dat het niet goed mogelijk is om op dit moment een impact te identificeren van de bedenktijd op het Nederlandse investerings- en vestigingsklimaat.

Definitieve evaluatie

De onderzoekers merken tot slot op dat zij verwachten dat het aantal (potentiële en daadwerkelijke) toepassingen van de bedenktijd ook in de toekomst beperkt zal zijn. Zij wijzen erop dat de eindevaluatie die binnen vijf jaar na de inwerkingtreding van de wet dient te worden uitgevoerd,

snel zal dienen te volgen op de onderhavige tussentijdse evaluatie. Zij betwijfelen of het nuttig zal zijn om alle empirische onderzoeken die in dit rapport zijn uitgevoerd voor de eindevaluatie te herhalen. Deze onderzoeken hebben een significante investering van middelen gevergd, terwijl het aantal gevallen waarin de bedenktijd had kunnen worden ingeroepen beperkt is, aldus de onderzoekers. Dit is volgens hen uiteraard anders indien de bedenktijd na deze tussentijdse evaluatie en voor de eindevaluatie wel wordt ingeroepen. Zij suggereren dan te volstaan met een studie van die gevallen. Maar zij waarschuwen dat het ook in de nabije toekomst moeilijk zal blijven om te beoordelen of de doelen van de bedenktijd bereikt worden en of er een invloed is op het investerings- en vestigingsklimaat.

Reactie op het onderzoek

De uitkomsten van dit onderzoek liggen in de lijn van hetgeen door de toenmalige Minister voor Rechtsbescherming is opgemerkt tijdens de behandeling van het wetsvoorstel in de Eerste Kamer. Hij gaf bij die gelegenheid aan niet te verwachten dat de bedenktijd heel vaak zal worden ingeroepen.⁵ Ook het lid Van der Lee hield er bij de indiening van het amendement tot invoering van een evaluatie rekening mee dat de bedenktijd nooit zou worden toegepast, maar wel preventief kan werken.⁶ De onderzoekers hebben grondig uitgezocht en daardoor met een grote mate van zekerheid kunnen vaststellen dat de bedenktijd niet is toegepast. Daardoor is lastig te bepalen of de doelstelling van de wet is behaald. Van een preventieve werking van de bedenktijd is niet gebleken en evenmin van enige invloed op het investerings- of vestigingsklimaat in Nederland.

De uitkomsten van het onderzoek nopen niet tot aanpassing van de wet. De aanleiding van de tussentijdse evaluatie was om tijdig te kunnen ingrijpen indien er sprake zou zijn van negatieve gevolgen voor het investerings- of vestigingsklimaat. Het onderzoek heeft dergelijke gevolgen niet kunnen aantonen, zodat aanpassingen om die reden niet nodig zijn.

Het is een tussentijds onderzoek, zodat de vraag of het overigens leidt tot aanpassing van de wetgeving minder urgent is. Desalniettemin zijn de uitkomsten dermate helder dat ik ook ten algemene concludeer dat er vooralsnog geen reden is voor aanpassingen. Er is niet aangetoond dat de maatregel gebreken vertoont en daardoor niet is toegepast. Evenmin is aangetoond dat er negatieve gevolgen aan kleven. Daarom zie ik op dit moment geen reden voor aanpassingen of voor het intrekken van de maatregel.

Uit het onderzoek zou kunnen worden afgeleid dat de bedenktijd overbodig is, omdat Nederlandse ondernemingen al voldoende beschermd zijn door diverse andere beschermingsmaatregelen. Het is een van de instrumenten ter nadere borging van de langetermijnstrategie van ondernemingen. Ondanks het feit dat uit het onderzoek ook blijkt dat de meeste activistische campagnes niet gaan over de benoeming, schorsing of het ontslag van bestuurders of commissarissen en vijandige overnames zich in Nederland nauwelijks voordoen, valt niet uit te sluiten dat de bedenktijd op enig moment van pas kan komen. Van intrekking van de maatregel zonder directe dringende reden zou een verkeerd signaal kunnen uitgaan, namelijk dat het kabinet minder belang zou hechten aan het nader borgen van langetermijnwaardcreatie en zorgvuldige beleidsbepaling. Daarvan is geen sprake.

⁵ Zie Handelingen I 2020/21, nr. 29, item 13, p. 8 en Kamerstukken I 2020/21, 35 367, C, p. 7.

⁶ Zie Handelingen II 2020/21, nr. 97, item 18, p. 2

De definitieve evaluatie zou vóór 1 mei 2026 naar het parlement dienen te worden gezonden en de voorbereidingen daarvoor zouden dan ook al zeer binnenkort gestart moeten worden. Het rapport is dermate grondig en uitvoerig dat ik het met de onderzoekers eens ben dat een herhaling van dit onderzoek over anderhalf jaar weinig zal toevoegen. Ik zie daartoe dan ook vooralsnog geen aanleiding. De enige omstandigheid die daarin verandering zou kunnen brengen, zou de daadwerkelijke toepassing van de bedenktijd in de praktijk zijn. Mocht dat geval zich voordoen, dan zal ik bezien of het zinvol is die toepassing te laten onderzoeken ter aanvulling van het onderhavige rapport.

De Staatssecretaris van Justitie en Veiligheid,
T.H.D. Struycken