

Nederland, een beschermingsparadijs?

Actualiteiten rondom de bescherming van (beurs)venootschappen

WELKOM!

Claartje Bulten

hoogleraar Ondernemingsrecht

Radboud Universiteit Nijmegen



NATIONALE VEILIGHEID

Toetsing van overnames
en investeringen door de overheid

een interview met Bas de Jong
en
een vlog van Tim Stevens



LOYALITEITSREGELINGEN

Naar aanleiding van de uitspraak
Vivendi/Mediaset

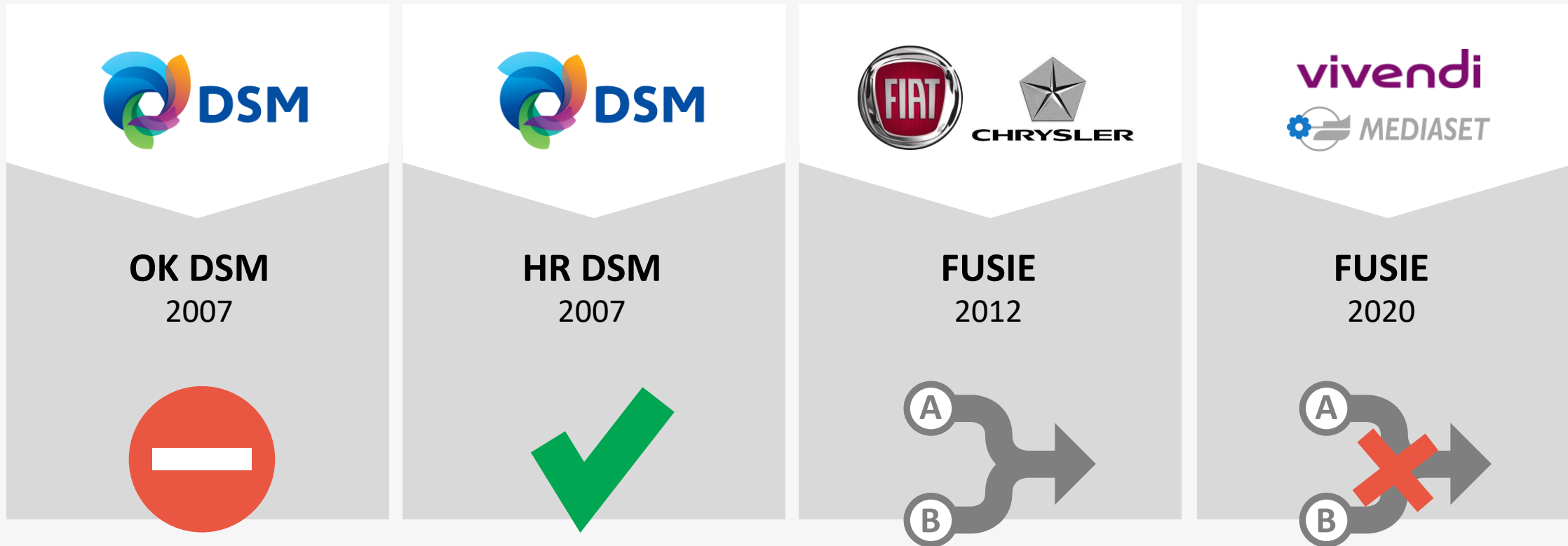
in gesprek met
Mijke Sinninghe Damsté



Bescherming 'verpakt' als loyaliteit

Mijke Sinninghe Damsté
9 december 2020

HISTORIE



FCA

FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES



CAMPARI

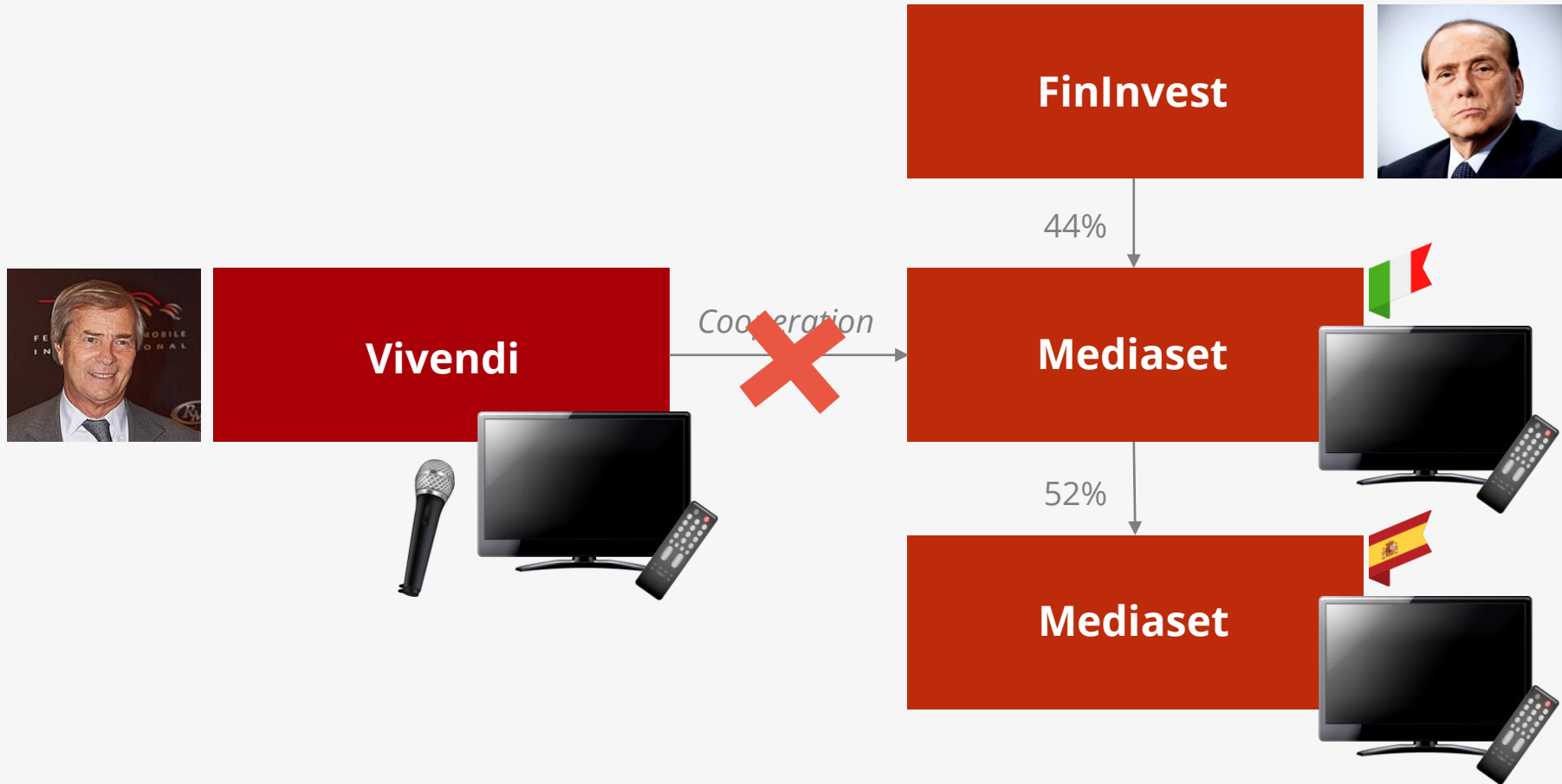
CNH
INDUSTRIAL

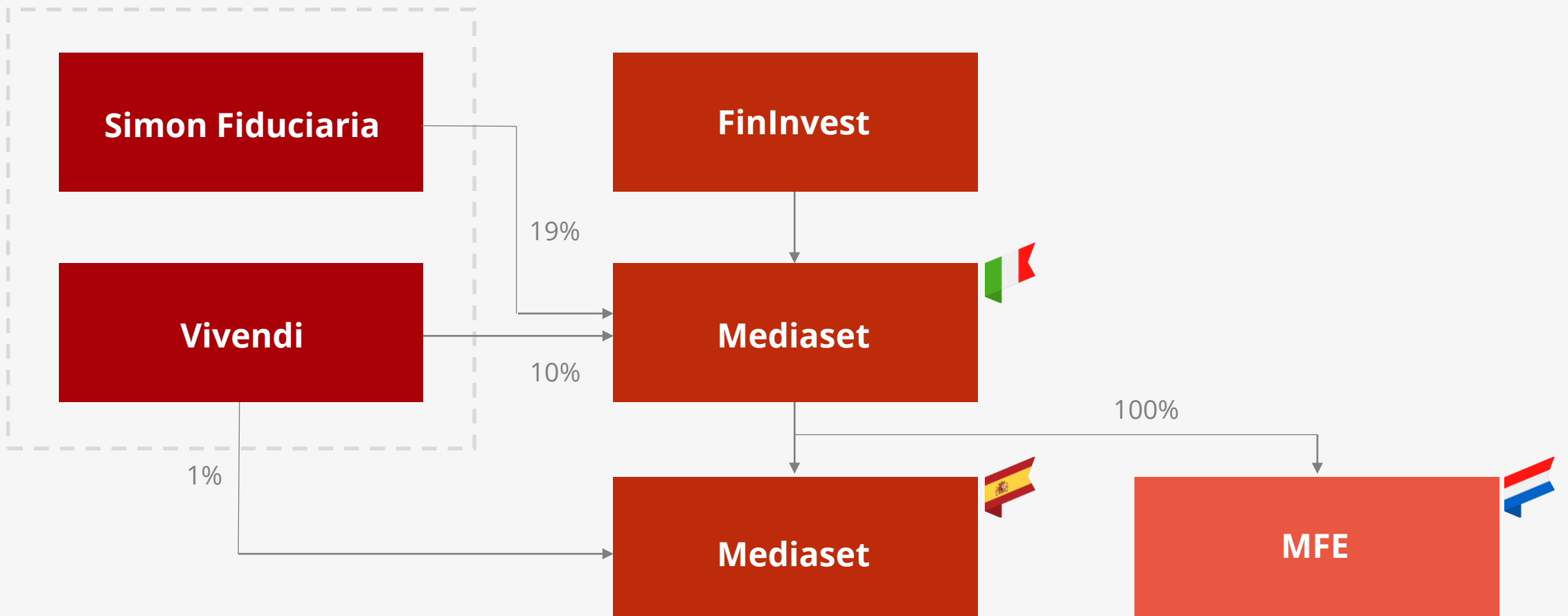
Exor

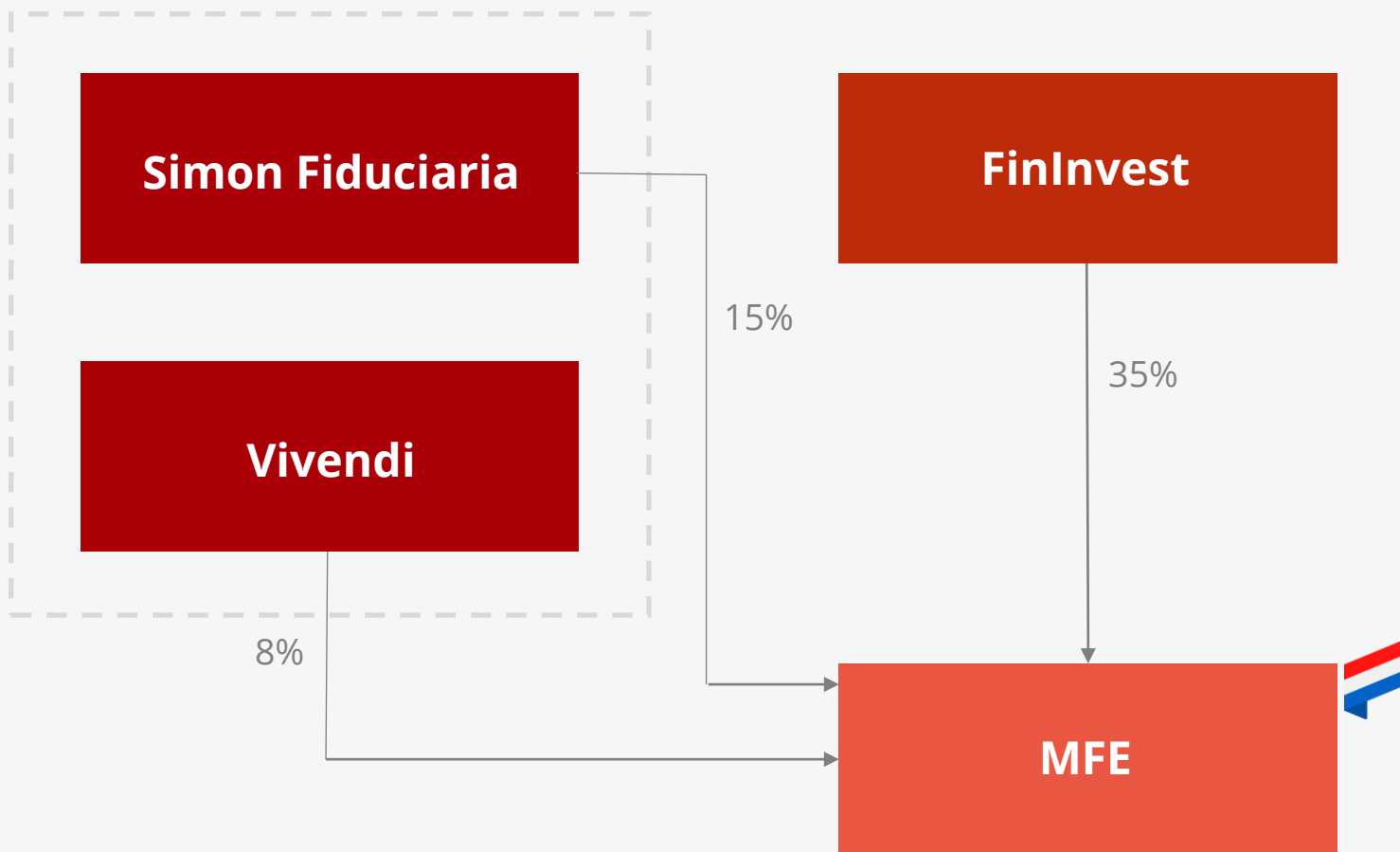
OOR
ONDERZOEKCENTRUM
ONDERNEMING & RECHT


EUMEDION
CORPORATE GOVERNANCE FORUM

ALLEN & OVERY







Loyaliteitsregeling

AH ten tijde fusie

30 dgn → loyaliteitsaandeel A+2 stemmen

2 jr → loyaliteitsaandeel B +4 stemmen

5 jr → loyaliteitsaandeel C + 9 stemmen

Concl: na 5 jr 10 stemmen

Nwe AH

3 jr → loyaliteitsaandeel A +2 stemmen

5jr → loyaliteitsaandeel B + 4 stemmen

8 jr → loyaliteitsaandeel C + 9 stemmen

Concl: na 8 jr 10 stemmen

30 dgn na fusie
FinInvest 50% stemrecht

Mediaset – Hof Amsterdam 1 september 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:2379

Nederlands recht verzet zich niet tegen loyaliteitsstemrecht (r.o. 3.16). Relevante omstandigheden die bij beoordeling voorop worden gesteld zijn (r.o. 3.17 - 3.18):

- a) De stemverhouding wordt gelijk bij uitvoering van de fusie gewijzigd. FinInvest zal met een aandelenbelang van 35% hierdoor naar verwachting al direct na de fusie bijna 50% van het stemrecht hebben;
- b) Dat minderheidsaandeelhouders weinig interesse zouden hebben en FinInvest controlerende zeggenschap zou verkrijgen was te verwachten;
- c) De verwachting is dat de zeggenschap zich als gevolg van de getrapte loyaliteitsstructuur zal ontwikkelen ten gunste van FinInvest;
- d) Zittende aandeelhouders (inclusief FinInvest) zullen na vijf jaar en 30 dagen een tienvoudig stemrecht krijgen. Later aansluitende aandeelhouders moeten hierop acht jaar wachten.

Mediaset – Hof Amsterdam 1 september 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:2379

Vervolgens legt het hof het gelijkheidsbeginsel uit (r.o. 3.19):

“Dit betekent dat in het kader van de beantwoording van de vraag of voor ongelijke behandeling van aandeelhouders een objectieve rechtvaardigingsgrond bestaat, onder meer van belang is of (i) een objectief gerechtvaardigde reden bestaat voor het onderscheid, (ii) of de regeling geschikt is om het doel te bereiken, (iii) of de regeling noodzakelijk is om het doel te bereiken en (iv) of het onderscheid in evenredige verhouding staat tot het ermee nagestreefde doel. Bij de beoordeling van deze vragen komt de vennootschap een zekere beoordelingsvrijheid toe. Voorts dient de rechter bij zijn beoordeling rekening te houden met alle omstandigheden van het geval. Vgl. ook HR 31 december 1993, ECLI:NL:HR:1993:ZC1212 (Verenigde Bootlieden).”

Het hof vervolgt (r.o. 3.20):

“In de uitwerking door het bestuur van MFE van de loyaliteitsregeling staat omtrent het doel daarvan “The sole purpose of Special Voting Shares is to foster the development and continued involvement of a core base of long-term shareholders in a manner that reinforces the Company’s stability.” Dit is op zichzelf een legitiem doel voor een loyaliteitsregeling. MFE heeft in deze procedure echter niet voldoende kunnen toelichten dat de voorgestelde regeling geschikt en noodzakelijk is om dat doel te bereiken, althans dat het gemaakte onderscheid in evenredige verhouding staat tot het ermee nagestreefde doel. Hiertoe wordt als volgt overwogen.”

Mediaset – Hof Amsterdam 1 september 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:2379

Onvoldoende duidelijk waarom de loyaliteitsstructuur, en in het bijzonder het systeem van de tranches, een geschikt en proportioneel instrument zou zijn om een aandeelhouder aan te moedigen zijn aandelen langere tijd aan te houden, onder andere vanwege:

1. Governance bestuurders
2. Feitelijke meerderheid FinInvest
3. Stemverhouding getrappt systeem en onderscheid met aandeelhouders die later instappen

Conclusie (r.o. 3.22): het gaat hier om bescherming ‘verpakt’ als loyaliteit, ook omdat Vivendi wordt gedwongen ofwel af te zien van loyaliteit ofwel een openbaar bod te doen, terwijl FinInvest van een openbaar bod is vrijgesteld. De loyaliteitsregeling kan de toetst der kritiek niet doorstaan.

Een exit mogelijkheid maakt het bovenstaande niet anders.

Lessen uit Vivendi/Mediaset

-  Uitspraak is sterk gekleurd door de feiten.
-  Duidelijk: het hof stelt paal en perk aan het gebruik van 'progressieve' loyaliteitsstructuren.
-  Onduidelijk: waar staan de palen en perken? Is 'initiële' toekenning toegestaan? Welke ratio? Getrapt systeem? Governance?
- Verhouding ten opzichte van bestaande structuren? Voorbeeld:  
- Beleidsmatig: loyaliteitsstemrecht lijkt niet geschikt de lange termijn betrokkenheid van een (institutionele) beleggers te waarborgen.

WETTELIJKE BEDENKTIJD

De regeling

een toelichting door
Martin van Olffen



Wettelijke Bedenktijd

Martin van Olfen

9 december 2020

INTRODUCTIE EN AGENDA

Purpose

- Kennis nemen van de voorgestelde wettelijke regeling
- Inzicht in tijdsfad voor invoering

Nice to meet you



Prof. Martin van Olffen

Partner | Civil Law Notary (Notaris)

E martin.vanolffen@debrauw.com

T +31 (0)6 53 22 47 96

Agenda

Wettelijke bedenktijd

Wat is de wettelijke bedenktijd?

Waarom hebben we het nodig?

Wie kan het inroepen?

Wanneer kan het worden ingeroepen?

Hoe lang kan het duren?

Wat zijn de stappen voor vennootschap na inroeping?

Wie kan er bezwaar maken en wanneer?

Indicatieve tijdlijn

Verschil met responstijd uit de Code

Tijdsfad voor verdere behandeling EK en beoogde invoeringsdatum

Strategie in domein bestuur

Wrap up

WETTELIJKE BEDENKTIJD – BETEKENIS EN ACHTERGROND

Wat is dat wettelijke bedenktijd?

- Bestuur van een **beurs-NV/BV** tijd en rust gunnen voor inventarisatie en weging van belangen van onderneming en stakeholders, in geval van:
 - **agenderingsverzoek** van aandeelhouders tot benoeming, schorsing of ontslag van een of meer bestuurders/commissarissen of een statutenwijziging die daar betrekking op heeft
 - **vijandig bod** op de vennootschap
- Geen besluitvorming A/B kan wel



Waarom hebben we dat nodig?

Formeel aspect: artikel 2:129/239.5 BW: Bij de vervulling van hun taak richten de bestuurders zich naar **het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.**

Events en global trends



Politiek trekt verdedigingswal op



OOR

ONDERZOEKCENTRUM
ONDERNEMING & RECHT

Radboud Universiteit



WETTELIJKE BEDENKTIJD – INHOUD

Hoe werkt dat, die wettelijke bedenktijd?

- Bestuur kan inroepen, goedkeuring raad van commissarissen. Wezenlijke strijd met belang vennootschap en verbonden onderneming. Opschorting AV bevoegdheid te besluiten
- Max 250 dagen, startdatum gerelateerd aan:
 - Bij agenderingsverzoek: deadline indienen van een agendaverzoek (60 dagen voor AV) of machtiging rechter bijeenroepen AV
 - Bij openbaar bod: uitbrengen van het bod en einddatum uiterlijk dag na gestand doen van het bod
- In bedenktijd info verzamelen en raadplegen van 3% aandeelhouders en OR. Standpunten op website
- Uiterlijk week na bedenktijd verslag van bestuur op website en behandeling tijdens eerstvolgende AV

OOR

ONDERZOEKCENTRUM
ONDERNEMING & RECHT

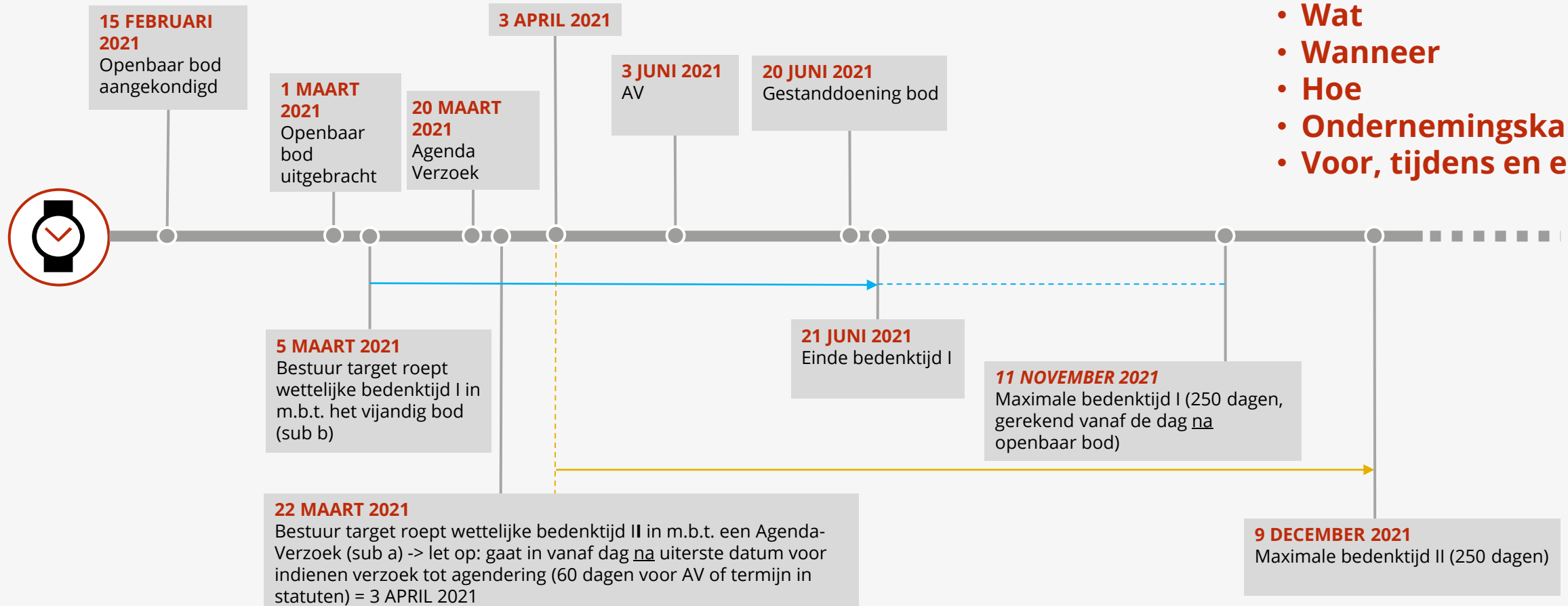
Kan dat zo maar? Kan iemand verzet aantekenen?

- Aandeelhouders die agendaverzoek kunnen indienen (3% of zoveel lager als in statuten/ovk opgenomen) kunnen verzoek indienen bij Ondernemingskamer
- Ondernemingskamer moet verzoek toewijzen
 - Geen wezenlijke strijd
 - Voortduren van bedenktijd niet langer nodig
 - Tijdens bedenktijd 1 of meer andere maatregelen actief die
 - naar aard, doel en strekking overeenkomen met bedenktijd; en
 - op verzoek niet beëindigd

Wat is dat "naar aard, doel en strekking overeenkomen met bedenktijd"?

- Opgenomen nav motie Van Gent, tegengaan van onredelijke stapeling van beschermingsmaatregelen, zoals prefs, certificering, responstijd Code (zie ook hierna)

WETTELIJKE BEDENKTIJD – INDICATIEVE TIJDLIJN BIJ COMBINATIE AGENDAVERZOEK EN OPENBAAR BOD



- **Wat**
- **Wanneer**
- **Hoe**
- **Ondernemingskamer**
- **Voor, tijdens en erna**

WETTELIJKE BEDENKTIJD – VRAGEN RONDOM DE WETTELIJKE REGELING

Wie mag verzoek bij Ondernemingskamer indienen?

- 3% of lager statutair percentage

Cumulatie of stapeling?

- Tijdens de bedenktijd?
- Voor of na de bedenktijd?
- Inroepen van nieuwe bedenktijd?

Vacatures tijdens de bedenktijd?

- AV kan wel besluiten als onderwerp door bestuur op agenda wordt gezet
- Voorkomen van noodzaak besluitvorming?

Blijft de responstijd uit de Code bestaan?

Aangenomen amendementen (selectie)

- Voorkomen van een onredelijke stapeling van beschermingsmaatregelen (gebruik van eigen beschermingsconstructie van de vennootschap geeft aanleiding tot beëindiging van de bedenktijd, afhankelijk van rechterlijke toetsing)
- Grond voor inroepen bedenktijd laat mogelijkheid tot inroepen op andere grond onverlet
- Aanvangsdatum bedenktijd uiterlijk 60 dagen voor de AVA en niet vanaf de dag na indiening agendaverzoek
- Verzoek tot beëindiging door alle aandeelhouders die een agenderingsrecht hebben
- Evaluatie binnen 5 jaar

WETTELIJKE BEDENKTIJD – BEDENKTIJD VERSUS RESPONSTIJD

	RESPONSTIJD	BEDENKTIJD
Grond	Aandeelhouder(s) voornemens agendering van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap	Agenda-verzoek of openbaar bod dat naar oordeel van het bestuur wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap
Doel	Nader beraad en constructief overleg , in ieder geval met desbetreffende aandeelhouder(s) + verkennen van de alternatieven	Bestuur vergaart alle informatie die nodig is voor een zorgvuldige beleidsbepaling . In ieder geval raadpleging bepaalde aandeelhouders/OR
Aanvang	Moment waarop het bestuur op de hoogte is van <i>voornemen</i> tot agendering	Agenda-verzoek = vanaf dag na uiterste datum voor indienen verzoek tot agendering (60 dagen voor AV of termijn in statuten). Openbaar bod = vanaf uiterlijk de dag na de dag waarop het openbaar bod is uitgebracht.
Lengte / Afloop	"Redelijke periode" van maximaal 180 dagen Einde in ieder geval als een aandeelhouder als gevolg van een geslaagd openbaar bod over ten minste $\frac{3}{4}$ van het geplaatst kapitaal beschikt	Maximaal 250 dagen Einde in ieder geval na gestanddoening van het openbaar bod
Gevolg	Geen agendering mogelijk	Voorstel kan als bespreekpunt worden geagendeerd
Na afloop	Bestuur doet aan algemene vergadering verslag van hun overleg en de verkenning	Bestuur doet verslag aan aandeelhouders van de van i) gevoerde beleid en ii) gang van zaken sinds het inroepen van de bedenktijd (binnen 1 week ten kantore van de vennootschap en op de website)
Raad van Commissarissen	Ziet toe op verslaglegging van het betstuur aan de algemene vergadering over overleg en de verkenning	Goedkeuring besluit van het bestuur tot inroepen bedenktijd
Rechterlijke toets	Cryo-Save-zaak: ingeroepen responstijd ok (redelijkheid en billijkheid), tenzij voldoende zwaarwichtige redenen bestaan om de responstijd te doorbreken	Aandeelhouder(s) die zijn gerechtigd tot agendering kunnen de Ondernemingskamer verzoeken om beëindiging van de bedenktijd -> gronden opgenomen in de wet

WETTELIJKE BEDENKTIJD – VERDERE BEHANDELING EN INVOERING. WRAP UP

Status

- Wetsvoorstel wettelijke bedenktijd is op 8 september 2020 door de Tweede Kamer aangenomen met amendementen en moties
- Behandeling in de Eerste Kamer. MvA 1 december 2020
- Voornemen invoering per 1 maart 2021

Hoe zat het ook alweer met de strategie?

- Strategie in domein bestuur, wordt nu ook wettelijk verankerd in bestuurstaak

Wrap up

- Impact regeling
 - bij agendering
 - bij openbaar bod
- Verwerking in response manuals
- Nadenken over statuten en benoemingstermijnen



WETTELIJKE BEDENKTIJD

Kunnen we er wat mee?

een discussie tussen
Christiaan de Brauw,
Harm-Jan de Kluiver en
Rients Abma



STELLING 1

De bedenktijd heeft een statutaire verankering nodig. Zonder statutaire bedenktijd mag het bestuur de bedenktijd niet inroepen.

STELLING 2

Het treffen van beschermingsmaatregelen achter elkaar is met de bedenktijd mogelijk.

TOT SLOT

Purpose als bescherming

een digitale column van
Gerard van Solinge



DANK VOOR UW AANDACHT

Denk aan de vragen voor de punten.
Denk aan het invullen van de evaluatie.

Vragen?

Mail naar:

events.amsterdam@allenoverly.com

