

baan bij de doorstart kregen (zie ik het goed, dan hebben ook alleen deze drie werknemers het besluit tot bezwaar namens de OK genomen) en de weigering van de curator om de kosten van de OR voor juridische bijstand als een boedelschuld aan te merken.

16. Dat laatste is nog wel interessant. De gevorderde redelijke kosten van de OR lijken mij inderdaad een boedelschuld. Die kostenvergoeding vloeit immers voort uit de wet (art. 22 WOR) en is op grond van het *Koot/Tideman*-arrest¹² dan inderdaad aan te merken als boedelkosten. Ook daarvoor had de Hoge Raad wat mij betreft niet hoeven terug te verwijzen.

17. Kortom, de overwinning voor de medezeggenschap lijkt op papier groot wellicht groot, maar zou in de praktijk wel eens tegen kunnen vallen. Ook lijkt de soep voor curatoren niet zo heet gegeten te hoeven worden als hij nu wordt opgediend. Het enige dat de curator moet doen is de OR tijdig informeren over zijn voorgenomen besluit. Afhankelijk van de omstandigheden van het geval moet en kan dat snel en hoeft dát niet voor onoverkomelijke vertraging te zorgen. Als de curator zijn (voorgenomen) besluit zorgvuldig neemt én de OR tijdig inlicht, dan zal de OK niet snel oordelen dat de curator niet in redelijkheid tot dat besluit kan hebben kunnen komen en/of dat besluit terugdraaien.

E.S. Ebels
UdinkScheepel Advocaten

116
<p>Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 29 mei 2017, nr. 200.215.330/01 OK ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (mr. Makkink, mr. Den Boer, mr. Tillema, prof. dr. Van der Meer RA, prof. dr. mr. Ten Have) Noot R.A. Wolf</p>
<p>OK. Enquête. Afwijzing onmiddellijke voorzieningen.</p>
<p>Het bepalen van de reactie van AkzoNobel op de voorstellen van PPG behoort tot het primaat van het bestuur van AkzoNobel, onder toezicht van de raad van commissarissen. Wel moet achteraf verantwoording worden afgelegd aan de algemene vergadering over de ingenomen positie in reactie op de voorstellen van PPG.</p>
[BW art. 2:349a lid 3]

De Ondernemingskamer stelt voorop dat – zoals tussen partijen ook niet in geschil is – het bepalen van de strategie van een vennootschap en de daaraan verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur van de vennootschap, dat de raad van commissarissen daarop toezicht houdt en dat de algemene vergadering van aandeelhouders haar opvattingen ter zake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten. In het algemeen betekent dit laatste dat het bestuur van een vennootschap aan de algemene vergadering van

aandeelhouders verantwoording heeft af te leggen van zijn beleid maar dat het, behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen, niet verplicht is de algemene vergadering vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is. Zie HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972 (ABN AMRO) en HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (ASMI).

De positiebepaling van een doelvennootschap in reactie op voorstellen van een potentiële bieder behoort tot het bepalen van de strategie van de doelvennootschap. Bij die positiebepaling zal immers afgewogen (dienen te) worden hoe de voorstellen zich verhouden tot alternatieven waaronder een stand alone-scenario, al dan niet met aanpassing van de bestaande eigen strategie, en aan welke financiële en niet financiële voorwaarden een bod zal moeten voldoen om in aanmerking te komen voor steun van de doelvennootschap.

Kortom: het bepalen van de reactie van AkzoNobel op de voorstellen van PPG behoort tot het primaat van het bestuur van AkzoNobel, onder toezicht van de raad van commissarissen. Het bestuur en de raad van commissarissen kunnen in beginsel volstaan met het (achteraf) afleggen van verantwoording aan de algemene vergadering over de ingenomen positie in reactie op de voorstellen van PPG en de aandeelhouders kunnen geen aanspraak maken op voorafgaande zeggenschap dienaangaande. Voor de bij de positiebepaling door het bestuur te hanteren maatstaf geldt het volgende. Terecht heeft geen van partijen bestreden dat het bestuur van AkzoNobel (onder toezicht van de raad van commissarissen) zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming dient te richten, welk belang vooral bepaald wordt door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming. Bij de vervulling van hun taak dienen bestuurders voorts, mede op grond van het bepaalde in art. 2:8 BW, zorgvuldigheid te betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken. Deze zorgvuldigheidsverplichting kan meebrengen dat bestuurders bij het dienen van het vennootschapsbelang ervoor zorgen dat daardoor de belangen van al degenen die bij de vennootschap of haar onderneming zijn betrokken niet onnodig of onevenredig worden geschaad. Zie voor dit alles HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799 (Cancun).

Dat uit deze maatstaf volgt dat AkzoNobel de voorstellen van PPG zorgvuldig diende te beoordelen mede in het licht van alternatieve scenario's, is tussen partijen evenmin in geschil. Partijen twisten wel over de vraag of AkzoNobel in dat kader verplicht is tot onderhandelingen althans inhoudelijke besprekingen met PPG.

Er bestaat naar het oordeel van de Ondernemingskamer geen algemene rechtsregel die een doelvennootschap ertoe verplicht inhoudelijke besprekingen te voeren met een serieuze potentiële bieder die ongevraagd een serieus overnamevoorstel doet. Of inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen geboden zijn hangt af van de omstandigheden van het concrete geval. In een geval als het onderhavige – AkzoNobel had op het moment dat PPG zich aandiende niet het strategische besluit genomen om het stand alone-scenario te verlaten – zullen als gezichtspunten, naast de voorgestelde biedprijs, onder meer een rol spelen wat de strategische bedoelingen van de potentiële bieder zijn, wat naast de prijs de inhoud van de voorstellen is, in hoeverre de doelvennootschap de voorstellen kan beoordelen zonder inhoudelijke besprekingen met de potentiële bieder en de inhoud en het verloop van de overige interactie tussen de doelvennootschap en de potentiële bieder. Voor zover een gehoudenheid bestaat tot inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen, vloeit die voort uit de taakvervulling waartoe bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap jegens de vennootschap gehouden zijn. De omstandigheid dat, toegesneden op het onderhavige geval, inhoudelijk overleg met PPG kan bij

12 HR 19 april 2013, «JOR» 2013/224.

dragen aan de oordeelsvorming door AkzoNobel over de voorstellen van PPG en aan het vermogen van AkzoNobel om haar aandeelhouders en andere stakeholders uit te leggen waarom zij de voorkeur geeft aan haar eigen stand alone-strategie, vestigt op zichzelf geen verplichting tot onderhandelingen of inhoudelijke besprekingen met PPG.

Jegens de potentiële bieder bestaat geen verplichting tot onderhandelen. De rechtsverhouding tussen de doelvennootschap en potentiële bieder wordt weliswaar in zoverre door de redelijkheid en billijkheid beheerst dat het bestuur van de doelvennootschap onder omstandigheden gehouden is de gerechtvaardigde belangen van potentiële ('serieuze') bidders te respecteren en zich te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en die de belangen van de desbetreffende bidders onevenredig kunnen schaden (HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972 (ABN AMRO)), maar dat geeft degene die ongevraagd een voorstel tot overname doet geen aanspraak op onderhandelingen met de doelvennoot

1. de rechtspersoon naar het recht van de Kaaimaneilanden *Elliott International, L.P.*, gevestigd te Grand Cayman, Kaaimaneilanden,
2. de rechtspersoon naar het recht van Bermuda *The Liverpool Limited Partnership*, gevestigd te Hamilton, Bermuda, verzoeksters, advocaten: mr. J.W. de Groot en mr. M. Griffiths, beiden kantoorhoudende te Amsterdam, tegen de naamloze vennootschap *Akzo Nobel N.V.*, gevestigd te Amsterdam, verweerster, advocaten: mr. H.J. de Kluiver en mr. J. de Bie Leuveling Tjeenk, beiden kantoorhoudende te Amsterdam, en tegen de leden van de raad van commissarissen van *Akzo Nobel N.V.*,
 1. *Antony Burgmans*, wonende te Gstaad, Zwitserland,
 2. *Louis Ralph Hughes*, wonende te Winnetka, Illinois, Verenigde Staten,
 3. *Peggy Bertha Bruzelius*, wonende te Stockholm, Zweden,
 4. *Bernardus Johannes Maria Verwaaijen*, wonende te Londen, Verenigd Koninkrijk,
 5. *Sari Maritta Baldauf*, wonende te Helsinki, Finland,
 6. *Byron Elmer Grote*, wonende te Londen, Verenigd Koninkrijk,
 7. *Dirk Marinus Sluimers*, wonende te Wassenaar,
 8. *Pamela Josephine Kirby*, wonende te Amersham, Verenigd Koninkrijk, belanghebbenden, advocaten: mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.F. Berkhout, beiden kantoorhoudende te Amsterdam, en tegen
 9. *Centrale Ondernemingsraad van Akzo Nobel Nederland B.V.*, gevestigd te Amsterdam, belanghebbende, advocaten: mr. P.F. Hopman en mr. J.T. de Bok, beiden kantoorhoudende te Amsterdam, en tegen
 10. de rechtspersoon naar het recht van Luxemburg *Franklin Templeton Investment Funds*,

- gevestigd te Luxemburg, Luxemburg,
11. de rechtspersoon naar het recht van het Verenigd Koninkrijk *Franklin Templeton Funds*, gevestigd te Londen, Verenigd Koninkrijk,
12. de rechtspersoon naar het recht van Hong Kong *Citirust Limited*, gevestigd te Hong Kong, China,
13. de rechtspersoon naar het recht van Australië *Franklin Templeton Investments Australia Limited*, gevestigd te Melbourne, Australië,
14. de rechtspersoon naar het recht van Australië *Templeton Global Growth Fund Ltd.*, gevestigd te Melbourne, Australië,
15. de rechtspersoon naar het recht van Hong Kong *The Hong Kong and Shanghai Banking Corporation Limited*, kantoorhoudende te Seoul, Zuid Korea,
16. de rechtspersoon naar het recht van Canada *Templeton Growth Fund, Ltd.*, gevestigd te Toronto, Canada,
17. de rechtspersoon naar het recht van Canada *Franklin Templeton Investments Corp.*, gevestigd te Toronto, Canada,
18. de rechtspersoon naar het recht van Delaware, Verenigde Staten *Templeton Funds*, gevestigd te Delaware, Verenigde Staten,
19. de rechtspersoon naar het recht van Maryland, Verenigde Staten *Templeton Growth Fund, Inc.*, gevestigd te Maryland, Verenigde Staten,
20. de rechtspersoon naar het recht van Delaware, Verenigde Staten *Templeton Global Opportunities Trust*, gevestigd te Delaware, Verenigde Staten,
21. de rechtspersoon naar het recht van de Kaaimaneilanden *Templeton Growth Fund II Limited*, gevestigd te Grand Cayman, Kaaimaneilanden,
22. de rechtspersoon naar het recht van de Kaaimaneilanden *Templeton Ex-Japan Global Equity Fund Ltd.*, gevestigd te Grand Cayman, Kaaimaneilanden, belanghebbenden, advocaat: mr. E.M. Soerjatin, kantoorhoudende te Amsterdam, en tegen
23. de rechtspersoon naar het recht van Delaware, Verenigde Staten *Tweedy, Browne Company LLC*, gevestigd te Stamford, Connecticut, Verenigde Staten, belanghebbende, advocaat: mr. Y. Borrius, kantoorhoudende te Amsterdam, en tegen
24. de rechtspersoon naar het recht van het Verenigd Koninkrijk *Universities Superannuation Scheme Limited*, gevestigd te Liverpool, Verenigd Koninkrijk, belanghebbende, advocaten: mr. J.H. Lemstra en mr. G.C. Berkhout, beiden kantoorhoudende te Amsterdam, en tegen
25. de rechtspersoon naar het recht van Delaware, Verenigde Staten *Causeway Capital Management LLC*, gevestigd te Los Angeles, Californië, Verenigde Staten, belanghebbende, advocaat: mr. B.E.L.J.C. Verbunt, kantoorhoudende te Amsterdam,

en tegen

26. de rechtspersoon naar het recht van Delaware, Verenigde Staten

Dodge & Cox Funds,

gevestigd te San Francisco, Californië, Verenigde Staten,

27. de rechtspersoon naar het recht van Ierland

Dodge & Cox Worldwide Funds P.L.C.,

gevestigd te Dublin, Ierland,

belanghebbenden,

advocaten: mr. M. Koelemeijer en mr. J. Polet, beiden kantoorhoudende te Amsterdam,

en tegen

28. de rechtspersoon naar het recht van het Verenigd Koninkrijk

Intrinsic Value Investors LLP,

gevestigd te Londen, Verenigd Koninkrijk,

belanghebbende,

advocaat: mr. P.F. Schepel, kantoorhoudende te Deventer,

en tegen

29. de rechtspersoon naar buitenlands recht

York Capital Management Global Advisors LLC,

gevestigd te New York City, New York, Verenigde Staten,

belanghebbende,

advocaten: mr. S.J.H.M. Berendsen en mr. M.H.C. Sinninghe

Damsté, beiden kantoorhoudende te Amsterdam,

en tegen

30. de rechtspersoon naar het recht van Pennsylvania, Verenigde Staten

PPG Industries, Inc.,

gevestigd te Pittsburgh, Pennsylvania, Verenigde Staten,

belanghebbende,

advocaten: mr. A.R.J. Croiset van Uchelen en mr. J.L. Burggraaf, beiden kantoorhoudende te Amsterdam.

Hof:

1 *Het verloop van het geding*

1.1 In het vervolg zullen partijen (ook) als volgt worden aangeduid:

– verzoeksters met Elliott;

– verweerster met AkzoNobel;

– belanghebbenden sub 1 tot en met 8 met de raad van commissarissen;

– belanghebbende sub 9 met COR;

– belanghebbenden sub 10 tot en met 22 met Franklin Templeton;

– belanghebbende sub 23 met Tweedy Browne;

– belanghebbende sub 24 met USS;

– belanghebbende sub 25 met Causeway Capital;

– belanghebbenden sub 26 en 27 met Dodge & Cox;

– belanghebbende sub 28 met IVI;

– belanghebbende sub 29 met York Capital Management;

– belanghebbende sub 30 met PPG.

1.2 Elliott heeft bij op 9 mei 2017 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verzoekschrift met producties 1 tot en met 71 de Ondernemingskamer verzocht, bij beschikking uitvoerbaar bij voorraad, een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken van AkzoNobel terzake de besluitvorming van het bestuur en de raad van commissarissen betreffende de interesse van PPG vanaf 2 maart 2017 en de afwijzing van het Shareholders Request (zie hierna) vanaf 10 april 2017 tot de datum van deze beschikking. Daarbij heeft zij tevens verzocht (aangevuld bij brief van 19 mei 2017) – zakelijk weergegeven – bij wijze van onmiddellijke voorzieningen voor de duur van het geding

Primair

i. AkzoNobel te bevelen terstond en uiterlijk binnen 3 werkdagen na de te geven beschikking een bava bijeen te roepen met het in het Shareholders Request van 10 april 2017 voorgestelde agendapunt, met zodanige verkorting van de oproepingstermijn dat op 6 juni 2017 althans zo kort mogelijk daarna een bava kan plaatsvinden;

ii. een commissaris bij AkzoNobel te benoemen die toezicht houdt op de gang van zaken betreffende de bava en dienaangaande een beslissende stem heeft;

iii. althans zodanige voorzieningen te treffen als de Ondernemingskamer nodig acht;

Subsidiar

iv. een commissaris bij AkzoNobel te benoemen met de bevoegdheid om een bava te initiëren, die kan toezien dat de gang van zaken rond het spoedig bijeenroepen van de bava en tijdens de bava zelf ordentelijk zal verlopen;

v. althans zodanige voorzieningen te treffen als de Ondernemingskamer nodig acht,

met veroordeling van AkzoNobel in de kosten van het geding.

1.3 Bij e-mail van 15 mei 2017 heeft mr. Griffiths namens Elliott naar aanleiding van een verzoek daartoe van de Ondernemingskamer van diezelfde datum op de voet van artikel 22 Rv een volledig leesbare versie van productie 49 in het geding gebracht.

1.4 IVI heeft bij op 17 mei 2017 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschrift met productie zich gerefereerd aan het oordeel van de Ondernemingskamer.

1.5 AkzoNobel heeft bij op 18 mei 2017 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschrift met producties 1 tot en met 39 geconcludeerd tot afwijzing van het verzoek van Elliott, met veroordeling van Elliott in de kosten van het geding, uitvoerbaar bij voorraad.

1.6 De raad van commissarissen heeft bij op 18 mei 2017 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschrift met producties 1 en 2, zakelijk weergegeven, geconcludeerd tot afwijzing van het verzoek van Elliott, met veroordeling van Elliott in de kosten van het geding, uitvoerbaar bij voorraad.

1.7 De COR heeft bij op 18 mei 2017 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschrift met producties 1 tot en met 4, zakelijk weergegeven, de Ondernemingskamer verzocht de COR aan te merken als belanghebbende in deze procedure en voorts geconcludeerd tot niet-ontvankelijkheid van Elliott althans afwijzing van het verzoek van Elliott.

1.8 Franklin Templeton heeft bij op 18 mei 2017 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschrift met producties 1 tot en met 4, zakelijk weergegeven, de Ondernemingskamer verzocht Franklin Templeton aan te merken als belanghebbende in deze procedure en voorts geconcludeerd tot toewijzing van het verzoek van Elliott met kosten rechtens.

1.9 Tweedy Browne heeft bij op 18 mei 2017 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschrift tevens houdende een zelfstandig verzoek met productie – zakelijk weergegeven – zich gerefereerd aan het oordeel van de Ondernemingskamer ten aanzien van het verzoek tot het gelasten van een onderzoek, en voorts de Ondernemingskamer verzocht, bij beschikking uitvoerbaar bij voorraad, bij wijze van onmiddellijke voorzieningen voor de duur van het geding Burgmans met onmiddellijke ingang te schorsen als commissaris van AkzoNobel;

een commissaris te benoemen bij AkzoNobel met, zo nodig in afwijking van de statuten, doorslaggevende stem in de raad van commissarissen en de benodigde mandaten.

1.10 USS heeft bij op 19 mei 2017 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschrift tevens houdende een zelfstandig verzoek met productie – zakelijk weergegeven – de

Ondernemingskamer verzocht, zo nodig in afwijking van de statuten, bij wijze van onmiddellijke voorziening voor de duur van het geding drie commissarissen te benoemen bij AkzoNobel met nader genoemde taken met betrekking tot een dialoog tussen AkzoNobel en PPG.

1.11 Dodge & Cox heeft bij op 18 mei 2017 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschrift met producties 1 en 2, zakelijk weergegeven, geconcludeerd tot toewijzing van het verzoek van Elliott voorzover dat ziet op een bevel tot bijeenroeping van een bava.

1.12 Causeway Capital heeft bij op 19 mei 2017 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschrift met productie geconcludeerd tot toewijzing van het verzoek van Elliott voorzover dat ziet op een bevel tot bijeenroeping van een bava.

1.13 Zoals vermeld in de oproepingsbrief van de Ondernemingskamer aan partijen van 10 mei 2017 zijn uitsluitend de verzochte onmiddellijke voorzieningen behandeld ter openbare terechtzitting van de Ondernemingskamer van 22 mei 2017. Voor zover de verzoeken strekken tot het gelasten van een enquête zullen deze op een nader te bepalen terechtzitting worden behandeld. Ter terechtzitting van 22 mei 2017 hebben de advocaten de standpunten van de onderscheiden partijen toegelicht aan de hand van – aan de Ondernemingskamer en de wederpartij overgelegde – aantekeningen en wat Elliott, AkzoNobel, Franklin Templeton, IVI, York Capital Management en PPG betreft, onder overlegging van op voorhand aan de Ondernemingskamer en de wederpartij gezonden nadere producties, te weten producties 72 tot en met 82 van Elliott, producties 40 tot en met 42 van AkzoNobel en producties 5 en 6 van Franklin Templeton, een productie van IVI, producties 1 tot en met 7 van York Capital Management en producties 1 tot en met 7 van PPG. Partijen en hun advocaten hebben vragen van de Ondernemingskamer beantwoord.

1.14 Ter zitting heeft mr. De Kluiver zijn bij faxbericht van 19 mei 2017 namens AkzoNobel gemaakte bezwaren terzake de door de Ondernemingskamer bij brief van 18 mei 2017 bekendgemaakte spreekvolgorde en terzake het toelaten van PPG als (mogelijk) belanghebbende in deze procedure toegelicht. Mr. Croiset van Uchelen heeft aan de hand van – aan de Ondernemingskamer en de wederpartij overgelegde – aantekeningen, zakelijk weergegeven, het bij e-mail van 19 mei 2017 ingenomen standpunt toegelicht dat PPG kwalificeert als belanghebbende nu deze procedure gaat over de door AkzoNobel gevolgde procedure ten aanzien van de voorstellen van PPG.

1.15 De Ondernemingskamer heeft ter zitting beslist dat PPG een belanghebbende is in deze procedure en daartoe overwogen dat PPG zo nauw betrokken is bij het onderwerp dat in de procedure wordt behandeld, dat daarin een belang is gelegen om in de procedure te verschijnen, zie HR 6 juni 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF9440 (Scheipar).

1.16 Bij pleidooi heeft mr. Sinninghe Damsté namens York geconcludeerd tot toewijzing van het verzoek van Elliott en het verzoek van USS althans een derde als functionaris te benoemen die tezamen met een commissaris en een bestuurder van AkzoNobel plaatsneemt in een M&A committee. Voorts hebben AkzoNobel en de leden van de raad van commissarissen de conclusies in hun verweerschriften in die zin aangevuld dat zij tevens concluderen tot afwijzing van de namens overige partijen, naast Elliott, ingediende verzoeken.

2 De feiten

2.1 AkzoNobel is een naamloze vennootschap met een aandelennotering aan Euronext. Haar hoofdactiviteiten zijn 1) 'Decorative Paints', 2) 'Performance Coatings' en 3) 'Specialty Chemicals'. Zij heeft wereldwijd ruim 200 productiefaciliteiten in

meer dan 80 landen. In 2016 bedroeg haar concernomzet € 14,2 miljard. Zij heeft circa 45.000 werknemers van wie er circa 5.000 werkzaam zijn in Nederland.

2.2 De raad van bestuur van AkzoNobel bestaat uit twee leden: A.C.M.A. Büchner (CEO, hierna: Büchner) en M.A.V. Castella (CFO, hierna: Castella). Daarnaast heeft AkzoNobel sinds begin 2011 een Executive Committee (hierna: ExCo), dat bestaat uit de twee leden van de raad van bestuur en vijf personen die functionele expertise inbrengen.

2.3 De raad van commissarissen van AkzoNobel bestaat uit acht commissarissen. Voorzitter van de raad van commissarissen is (sinds 2014) A. Burgmans (hierna: Burgmans). Drie commissarissen hebben de Nederlandse nationaliteit. Van de vijf andere commissarissen hebben twee een Scandinavische nationaliteit en drie een Amerikaanse of Engelse nationaliteit.

2.4 Het geplaatste kapitaal van AkzoNobel bedraagt € 505.179.484,-. Haar gewone aandelen hebben een nominale waarde van € 2,- en op ieder aandeel kan één stem worden uitgebracht. Daarnaast heeft AkzoNobel 48 prioriteitsaandelen uitgegeven. De prioriteitsaandelen hebben een nominale waarde van € 400,- en ieder prioriteitsaandeel vertegenwoordigt 200 stemmen.

2.5 De gewone aandelen in AkzoNobel worden onder meer – voor ongeveer de volgende percentages – gehouden dan wel beheerd door:

Elliott 4,89%
Causeway Capital 5,35%
Dodge & Cox 2,6%
Franklin Templeton 1,7% (met inbegrip van haar 'account clients': 3,9%)
USS 1,28%
Tweedy Browne 1,13%
York Capital Management 0,58%
IVI 0,22%.

2.6 Elliott is – kort gezegd – een investeringsfonds. Haar hoofdkantoor bevindt zich in New York en zij heeft nevenvestigingen in Hong Kong en Tokio. Zij beheert een vermogen van meer dan \$ 33 miljard. Elliott investeert sinds eind 2016 in AkzoNobel.

2.7 De overige genoemde aandeelhouders zijn investeringsfondsen en vermogensbeheerders, voor het overgrote deel afkomstig uit de Anglo-Amerikaanse rechtssfeer. Tweedy Browne houdt sinds 1992 aandelen in AkzoNobel, Dodge & Cox sinds 2001 en IVI sinds 2006. Ook Franklin Templeton houdt al jarenlang aandelen in AkzoNobel. USS is een van de grootste pensioenfondsen in het Verenigd Koninkrijk. Zij is sinds 2010 aandeelhouder in AkzoNobel.

2.8 Alle prioriteitsaandelen zijn uitgegeven aan de Stichting AkzoNobel (hierna: de Stichting). Het doel van de Stichting is volgens artikel 2 van haar statuten het waarborgen van de continuïteit van AkzoNobel en de met AkzoNobel verbonden onderneming. Alleen leden van de raad van commissarissen kunnen bestuurder van de Stichting zijn (artikel 3.2 statuten). Het bestuur bestaat thans uit vier leden van de raad van commissarissen. Aan de Stichting (de vergadering van prioriteitsaandelen) is op grond van artikel 25.3 en artikel 32.4 van de statuten van AkzoNobel een bindend voordrachtsrecht toegekend voor de benoeming van bestuurders en commissarissen. Artikel 7 van de statuten van de Stichting bepaalt dat zij daarvan slechts gebruik zal maken indien naar het uitsluitend oordeel van het bestuur sprake is van bijzondere omstandigheden ter zake van AkzoNobel waarin de raad van bestuur en de raad van commissarissen in de gelegenheid moeten zijn en blijven om die bijzondere omstandigheden en mogelijke alternatieven in het belang van AkzoNobel, haar onderneming en alle daarbij betrok-

kenen af te wegen. De Stichting heeft sinds haar oprichting (eind 2005) nog geen gebruik gemaakt van het bindend voordrachtsrecht.

2.9 PPG heeft als hoofdactiviteiten: 1) 'Performance Coatings', 2) 'Industrial Coatings' en 3) 'Glass', met nadruk op de eerste twee activiteiten. PPG is een van de grootste producenten van verf en coatings ter wereld; zij was eind 2016 de marktleider, gevolgd door AkzoNobel. PPG is een internationaal concern met wereldwijd meer dan meer dan 150 productievestigingen. Eind 2016 had PPG circa 47.000 werknemers, van wie er 1.000 in Nederland werkzaam zijn. Haar jaarmzet over 2016 bedroeg ruim \$ 14,7 miljard.

2.10 Bij brief van 2 maart 2017 aan AkzoNobel (gericht aan Büchner en Burgmans), heeft PPG een niet-bindend voorstel gedaan strekkende tot het verwerven van de geplaatste gewone aandelen in het kapitaal van AkzoNobel door middel van een openbaar bod, "preferably recommended by both the Board of Management and the Supervisory Board of Akzo Nobel". De voorgestelde prijs bestond uit € 54,= in contanten en 0,3 aandelen PPG en vertegenwoordigde een waarde van € 83,= (cum dividend) per aandeel (gebaseerd op de slotkoers van het aandeel PPG en de wisselkoers dollar/euro per 28 februari 2017). Op 28 februari 2017 bedroeg de slotkoers van het aandeel AkzoNobel € 63,31.

2.11 Op 3 maart 2017 heeft een gecombineerde vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel plaatsgevonden, waarbij de bestuurders en alle leden van de raad van commissarissen aanwezig waren alsmede de General Counsel (tevens lid van de ExCo) en de Group Controller en als externe adviseurs advocaten van De Brauw Blackstone Westbroek (hierna: De Brauw) en vertegenwoordigers van zakenbank HSBC. Besloten is dat een verdere analyse en het inwinnen van nader advies nodig was. Nadien is ook advocatenkantoor Stibbe (door de raad van commissarissen) ingeschakeld alsmede zakenbank Lazard, als tweede financieel adviseur.

2.12 Op 8 maart 2017 heeft een volgende vergadering plaatsgevonden, waarbij wederom het bestuur en alle leden van de raad van commissarissen aanwezig waren en voorts een drietal interne functionarissen, onder wie de General Counsel en de Group Controller, en advocaten van De Brauw en Stibbe, vertegenwoordigers van HSBC en Lazard alsook communicatieadviseurs van Hill + Knowlton en Brunswick Group. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben in deze vergadering unaniem besloten het voorstel van PPG af te wijzen.

2.13 Bij brief van 9 maart 2017 heeft AkzoNobel PPG onder meer het volgende bericht:

"The Boards have carefully reviewed your Proposal, together with our financial and legal advisors, taking into account the interests of our shareholders, employees, customers and all other stakeholders. After thorough consideration, the Boards unanimously reject PPG's Proposal. The Proposal is not in the interest of AkzoNobel and its stakeholders, including AkzoNobel's shareholders. The Proposal carries unacceptable uncertainties and risks and substantially undervalues Akzo Nobel and its future prospects."

In de brief wordt voorts nader ingegaan op een aantal aspecten. De brief besluit met een conclusie waarin onder meer staat:

"The Boards strongly and unanimously believe that Akzo Nobel has a strong position as an independent company and nothing in your 2 March 2017 letter provides a basis for AkzoNobel to alter its course."

2.14 Op eveneens 9 maart 2017 heeft AkzoNobel een persbericht gepubliceerd waarin zij bekend heeft gemaakt dat zij strategische opties onderzoekt voor een afsplitsing van haar Specialty Chemicals activiteiten en dat deze beslissing is versneld na-

dat AkzoNobel had besloten tot het afwijzen van een ongevraagd, niet-bindend en voorwaardelijk voorstel van PPG. In het persbericht wordt de ontvangst van het voorstel bevestigd en medegedeeld dat de raad van bestuur en de raad van commissarissen unaniem tot de conclusie zijn gekomen dat het PPG voorstel AkzoNobel vanuit aandeelhoudersperspectief belangrijk onderwaardeert en daaraan belangrijke issues (waaronder hoge schulden/leverage van de combinatie) kleven en risico's qua timing en realisatie (mededingingsissues, pensioenplannen en haalbaarheid van de voorgestelde synergiën) meebrengt. Daarnaast achten de raad van bestuur en raad van commissarissen het voorstel niet in het belang van stakeholdergroepen zoals klanten, aandeelhouders en medewerkers. AkzoNobel heeft voorts laten weten geen gesprekken met PPG te zijn aangegaan. In het persbericht wordt Büchner geciteerd, die onder meer tot uiting heeft gebracht "net als mijn collega's in onze Raden, ons executive team en onze duizenden medewerkers" ervan overtuigd te zijn dat AkzoNobel zelf het best in staat is de waarde die het bedrijf in zich heeft vrij te maken.

2.15 Ook PPG heeft op 9 maart 2017 een persbericht gepubliceerd. In dit persbericht bevestigt PPG het voorstel en de verwerping van het voorstel door AkzoNobel. PPG heeft laten weten zich te beraden op het vervolg. In het persbericht staat onder meer als citaat van M.H. McGarry (hierna: McGarry), CEO van PPG: "PPG has long admired AkzoNobel's businesses, global presence, culture and principles as well as its advances in innovative product development and sustainable business practices. We believe a combination of our two companies is a very compelling strategic opportunity. (...) PPG has proposed its willingness to enter into serious commitments in respect of all stakeholders." In het persbericht wordt vermeld dat een combinatie van PPG en AkzoNobel zou leiden tot een "enhanced global player in paints, coatings and specialty materials (...) and would create a stronger competitor in a highly competitive global marketplace (...)" PPG heeft ten slotte vermeld dat zij aanzienlijke tijd en middelen heeft besteed aan het analyseren van een mogelijke combinatie van PPG en AkzoNobel en vertrouwen te hebben in haar vermogen de voorgestelde transactie uit te voeren en te voltooien en alle benodigde goedkeuringen van toezichthouders te verkrijgen.

2.16 In een vergadering op 14 maart 2017 hebben bestuur en raad van commissarissen het vijf jaren plan 2017 van het bestuur aangenomen.

2.17 Bij brief van 15 maart 2017 aan Burgmans (met cc aan het bestuur van AkzoNobel) heeft Elliott geschreven dat zij het eens is dat een bedrag van € 83,= per aandeel geen adequate prijs is, maar dat zij teleurgesteld is dat AkzoNobel niet in overleg is getreden met PPG. Zij wijst in de brief op de nadelen en risico's van een proces van afsplitsing van de chemietak en stelt zich op het standpunt dat een "blanket rejection of any further proposals from PPG is not a viable option, and would raise serious corporate governance concerns".

2.18 Bij brief van 16 maart 2017 heeft AkzoNobel Elliott laten weten haar visie en observaties in ogenschouw te zullen nemen.

2.19 Bij brief van 20 maart 2017 heeft Elliott zich gewend tot het bestuur van AkzoNobel (met cc aan de raad van commissarissen). In deze brief uit Elliott onder meer haar zorgen over een mogelijk voorgenomen overname door AkzoNobel van Axalta Coating Systems Ltd. en maakt zij melding van een onderzoeksnotitie van Sanford C. Bernstein & Co., LLC (hierna: Bernstein) getiteld "AkzoNobel/PPG: What Investors Think" van 17 maart 2017 waaruit zou blijken dat een meerderheid van de aandeelhouders willen dat AkzoNobel in overleg treedt met PPG. Zij schrijft voorts: "Akzo Nobel now needs to devote a sig-

nificant amount of management time and resources to evaluate the separation of its Specialty Chemicals business, while at the same time engaging with PPG should PPG return with a better proposal. A comprehensive and objective evaluation of the benefits of Akzo Nobel's standalone strategy versus a potential transaction with PPG is only possible following genuine engagement with PPG."

2.20 Bij brief van 20 maart 2017 heeft PPG, na ervan melding te hebben gemaakt dat AkzoNobel ondanks een poging daartoe van de kant van PPG niet bereid was PPG in persoon te ontmoeten, een tweede voorstel gedaan aan AkzoNobel. Dit herziene voorstel betrof een prijs bestaande uit € 57,50 in contanten en 0,331 aandelen PPG en vertegenwoordigde een waarde per aandeel van € 90,= (cum dividend). Onder het kopje "Non-Financial Terms and Covenants" is PPG ingegaan op de onderwerpen "Commitment to Research and Development", "Commitment to Employees", "Commitment to The Netherlands", "Pensions", "Governance and Management", "Brands" en "Corporate Social Responsibility".

2.21 Op 22 maart 2017 heeft een vergadering over het tweede voorstel plaatsgevonden, waarbij het bestuur en de voltallige raad van commissarissen aanwezig was, bijgestaan door de General Counsel en hun financiële en juridische adviseurs. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben unaniem geoordeeld dat zij het tweede voorstel van PPG niet konden ondersteunen en besloten dat dit onvoldoende aanknopingspunten bood voor gesprekken met PPG. Bij brief van 22 maart 2017 heeft AkzoNobel PPG van haar beslissing in kennis gesteld.

2.22 Op diezelfde dag heeft AkzoNobel een persbericht gepubliceerd over afwijzing van het tweede voorstel van PPG. In het persbericht staat dat het voorstel (ter waarde van € 88,72 per aandeel, gecorrigeerd voor slotdividend) de huidige en toekomstige waarde van AkzoNobel niet erkent en dat het daarnaast niet in gaat op de significante onzekerheden en risico's voor aandeelhouders en andere betrokkenen, waaronder aanzienlijke mededingingsoverwegingen. In het persbericht staat voorts onder meer het volgende.

"Het voorstel gaat niet in op de bezwaren die op 9 maart geuit zijn door de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen in de afwijzing van het eerste voorstel. Het aangepaste voorstel:

1. Vertegenwoordigt de belangen van de aandeelhouders niet. Het is een significante onderwaardering van AkzoNobel en weerspiegelt niet de toekomstige mogelijkheden voor waardecreatie van de nieuwe strategische richting en focus van zowel de Specialty Chemicals business als voor de Paints en Coatings Businesses. (...)

2. Kent aanzienlijke risico's omdat het non-cash deel verder is verhoogd en vanwege de hoge schuldenlast van de gecombineerde bedrijven.

3. Zal resulteren in een groot aantal desinvesteringen door de grote overlap van beide bedrijven (...). Het voorstel gaat niet in op de aanzienlijke risico's en onzekerheden, inclusief timing, die een gevolg zijn van omvangrijke mededingingsbezwaren (...). (...).

4. Zal leiden tot een aanzienlijk verlies van banen. (...) PPG doet geen duidelijke toezeggingen voor wat betreft de medewerkers (...).

5. Gaat niet in op fundamentele zorgen en onzekerheden van de belanghebbenden, noch bevat het enige tastbare oplossingen in relatie tot onder meer R&D, pensioenen en werknemers.

6. Geeft onvoldoende aandacht aan onze zorgen over bijdragen aan de samenleving, duurzaamheid en het belangrijke cultuurverschil tussen de twee bedrijven. (...).

Het ongevroegde voorstel biedt geen basis voor een dialoog tus-

sen AkzoNobel en PPG. De Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen van AkzoNobel hebben PPG's herziene voorstel unaniem afgewezen."

2.23 Eveneens op 22 maart 2017 heeft PPG een persbericht gepubliceerd over de afwijzing van haar tweede voorstel. In het persbericht staat: "PPG believes this revised proposal strengthens a very attractive and highly compelling opportunity for both AkzoNobel and PPG, their respective shareholders and other stakeholders, and comprehensively addresses all relevant non-financial matters." Het persbericht vermeldt te verwachten synergievoordelen ter grootte van \$ 750 miljoen en bevat een nadere toelichting op de hoogte van de voorgestelde prijs, op de strategische rationale van de combinatie AkzoNobel en PPG en op "Commitment and Focus" van PPG. In het kader van dit laatste punt noemt en bespreekt het persbericht de volgende punten: "Strong Cultural Fit", "Proven Ability to Complete Complex Transactions", "Strong Financial Capability", "History of Strong Performance", "Commitment to Employees", "Commitment to Research and Development", "Commitment to the Netherlands", "Commitment to Communities", "Governance and Management", "Brands" en "Corporate Social Responsibility".

2.24 Ook Elliott heeft op 22 maart 2017 een persbericht gepubliceerd. In dit persbericht uit Elliott teleurstelling over de houding van AkzoNobel tegenover de voorstellen van PPG. Zij acht het tweede voorstel weliswaar inadequaar, maar voldoende basis voor overleg. Zij dringt er bij AkzoNobel op aan onmiddellijk in overleg te treden met PPG en zij stelt zich op het standpunt dat AkzoNobel alleen door overleg in staat is te bepalen of PPG bereid is een passender voorstel te doen. Zij toont zich ook bezorgd dat AkzoNobel "appears to be ignoring the will of shareholders which seems to strongly support engagement with PPG."

Het persbericht besluit:

"Finally, Elliott notes that there has been a great deal of market confusion surrounding the rights of Stichting Akzo Nobel (...). Elliott believes one or more shareholders jointly representing 10 per cent of Akzo Nobel's issued capital can convene an EGM of Akzo Nobel at which (assuming that over half of the issued capital is represented) shareholders can remove Management and Supervisory Board members by a majority vote. To the extent that Akzo Nobel is not responsive to the desires of its shareholder base for engagement and is remiss in its governance obligations to shareholders, Elliott will consider appropriate remedies, including possibly requesting the convocation of an EGM of Akzo Nobel."

2.25 In een brief van 22 maart 2017 heeft Causeway Capital bij AkzoNobel aangedrongen op het voeren van gesprekken met PPG.

2.26 In een open brief van 22 maart 2017 heeft de COR laten weten dat hij het huidige beleid van AkzoNobel om op eigen kracht voldoende waarde voor de aandeelhouders te creëren ondersteunt. Ook de Europese Ondernemingsraad heeft in een verklaring van 22 maart 2017 zijn steun voor dit beleid uitgesproken.

2.27 Een "Investor Sentiment Study" van het door Elliott ingeschakelde adviesbureau Boudicca Proxy Consultants (hierna: Boudicca), gedateerd 24 maart 2017, maakt melding van een onderzoek waarin van 38 deelnemers, die 62.087.351 aandelen in AkzoNobel vertegenwoordigen (24,6% van het geplaatste kapitaal) respons is verkregen. Boudicca signaleerde dat een duidelijke trend onder de respondenten was dat deze verwachtten dat het bestuur van AkzoNobel ten minste in overleg zou treden met PPG ("94,12% of respondents/99,64% of queried ISC") en dat de algemene opinie was dat de zorgen over de conse-

quenties voor de andere stakeholders niet onoverkomelijk waren.

2.28 Op 24 maart 2017 heeft het bestuur van AkzoNobel in Londen een ontmoeting gehad met Elliott.

2.29 In een persbericht van 28 maart 2017 heeft AkzoNobel aangekondigd dat zij haar nieuwe strategie, een bijgewerkte financiële richtlijn en groeiplannen zal presenteren tijdens een investeerdersbijeenkomst op 19 april 2017. Aangekondigd wordt een toelichting op de plannen voor de creatie van twee gefocuste bedrijven en voor het creëren van verbeterde langetermijnwaarde. De bijeenkomst wordt gehouden naar aanleiding van de eerdere aankondiging om de strategische mogelijkheden voor afsplitsing van de Specialty Chemicals business te onderzoeken, aldus het persbericht.

2.30 Op 29 maart 2017 heeft Burgmans een gesprek gehad met Elliott.

2.31 Op 29 maart 2017 heeft Elliott een persbericht gepubliceerd waarin zij in gaat op de resultaten van het onderzoek van Boudicca en AkzoNobel nogmaals oproept om in overleg te treden met PPG. In het persbericht staat onder meer: "Akzo Nobel should immediately enter into negotiations with PPG and carefully evaluate what PPG is willing to offer in a friendly transaction against Akzo Nobel's standalone strategic alternatives." In het persbericht wordt voorts opgemerkt dat de Stichting een bestuurslid of commissaris die in een buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders is ontslagen, niet kan 'herbenoemen'.

2.32 In een open brief van een analist van Bernstein aan Büchner van 29 maart 2017, dringt deze erop aan in het belang van de aandeelhouders onderhandelingen met PPG voor te bereiden. Volgens de analist van Bernstein is het bod financieel aantrekkelijk, zullen de gecombineerde ondernemingen machtig zijn en lijken de door AkzoNobel opgeworpen issues oplosbaar.

2.33 Op 31 maart 2017 heeft een vergadering van het bestuur en de voltallige raad van commissarissen plaatsgevonden, waarbij tevens een aantal andere functionarissen van AkzoNobel aanwezig waren, alsmede de externe financiële, juridische en communicatieadviseurs. In deze vergadering is onder meer besproken hoe zou worden gereageerd indien Elliott om een bava zou verzoeken, een mogelijkheid die zij diverse malen had genoemd. Voor zover Elliott een bava zou verzoeken met als agendapunt het ontslag van Burgmans, is vergaderd buiten aanwezigheid van Burgmans. Unaniem is besloten dat de raad van commissarissen het bijeenroepen van een bava in overweging zou nemen maar het agendapunt met betrekking tot ontslag van Burgmans zou verwerpen. Het bestuur en de – eveneens aanwezige – General Counsel werden gemachtigd een persbericht en antwoordbrief aan Elliott te finaliseren en te gelegener tijd te verzenden.

2.34 In een persbericht van 5 april 2017 heeft PPG laten weten dat zij haar uitnodiging aan AkzoNobel om in overleg te treden heeft herhaald. Zij heeft verklaard bereid te zijn nader in te gaan op de door AkzoNobel opgeworpen punten van zorg, waaronder de bezwaren op het gebied van het mededingingsrecht. In het persbericht bevestigt PPG haar intentie om een openbaar bod te doen op alle geplaatste aandelen in AkzoNobel. "A draft offer memorandum is currently expected to be submitted by PPG to the AFM no later than June 1, 2017", aldus het persbericht. AkzoNobel heeft de uitnodiging voor overleg op diezelfde dag verworpen.

2.35 Bij brief van 10 april 2017 hebben – kort samengevat – Elliott, Franklin Templeton, Causeway Capital, York Capital Management en een tweetal andere fondsen, die tezamen meer dan 10% van het geplaatste aandelenkapitaal van AkzoNobel vertegenwoordigden, aan het bestuur en de raad van commis-

sarissen van AkzoNobel het verzoek gedaan een bava bijeen te roepen. In het eerste gedeelte van de brief heeft Elliott verwezen naar haar brieven van 15 en 20 maart 2017, de ontmoetingen op 24 en 29 maart 2017 en telefoongesprekken op 14 maart en 31 maart 2017. Elliott heeft zich op het standpunt gesteld dat het bestuur en de raad van commissarissen hun corporate governance verplichtingen jegens de aandeelhouders hebben verzaakt door een ontmoeting met PPG en een bespreking van het voorstel af te wijzen. Elliott houdt Burgmans daarvoor verantwoordelijk. Zij schrijft dat zij geen andere mogelijkheid ziet dan het ontslag van Burgmans als lid en voorzitter van de raad van commissarissen te verzoeken, waartoe zo spoedig mogelijk een bava dient plaats te vinden. Elliott heeft ten slotte nog laten weten dat haar zorgen niet de strategie van AkzoNobel als zodanig betreffen en dat zij niet beoogt de uiteindelijke strategie te beïnvloeden, maar dat een eerlijk proces moet worden gevolgd om AkzoNobel in staat te stellen een open en adequate afweging van de twee alternatieven en de gevolgen daarvan voor de stakeholders te maken. De brief vervolgt met een verzoek aan AkzoNobel namens de eerder genoemde aandeelhouders (hierna ook: het Shareholder Request) om op zo kort mogelijke termijn een bava bijeen te roepen, met als agendapunt het ontslag van Burgmans als lid en voorzitter van de raad van commissarissen.

2.36 In een interne e-mail van 11 april 2017 tussen medewerkers van Elliott heeft G. Singer onder meer aan W. Sliwinski geschreven:

"Also, wiktör – you should call ppg and let them know that we have sent the EGM request and that now may be an opportune time for ppg to reach out and try to engage".

2.37 Bij brief van 12 april 2017 heeft AkzoNobel Elliott laten weten dat de raad van commissarissen Burgmans als voorzitter van de raad van commissarissen steunt en dat het ontslag van Burgmans in de visie van de raad van commissarissen onverantwoordelijk, disproportioneel, schadelijk en niet in het belang van AkzoNobel, haar aandeelhouders en andere stakeholders is, zodat het voorgestelde agendapunt zal worden verworpen. Het verzoek om een bava zal worden overwogen en binnen de wettelijke termijn van 14 dagen beantwoord. De inhoud van deze reactie is ook bekend gemaakt in een persbericht van AkzoNobel van dezelfde datum.

2.38 In een persbericht van 12 april 2017 heeft Franklin Templeton laten weten teleurgesteld te zijn over de eerste reactie van AkzoNobel op het Shareholder Request.

2.39 Bij brief van 13 april 2017 heeft Elliott kritisch gereageerd op de reactie van AkzoNobel op het Shareholder Request en nadere opheldering gevraagd.

2.40 In een open brief van PPG aan de stakeholders van AkzoNobel van 17 april 2017 heeft PPG nogmaals de voordelen van een combinatie met AkzoNobel benadrukt en het strategisch plan van AkzoNobel riskanter en meer onzeker voor de werknemers genoemd. Volgens PPG is het tijd voor het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel om PPG te ontmoeten om de optie van een combinatie eindelijk volledig te kunnen beoordelen.

2.41 Op 19 april 2017 heeft de Investor Update plaatsgevonden, waarbij AkzoNobel haar nieuwe strategie bekend heeft gemaakt. In het persbericht van die datum staat onder meer:

"AkzoNobel heeft vandaag haar nieuwe strategie toegelicht waarbij een versnelling van de groei en waardecreatie gerealiseerd wordt met het creëren van de twee gefocuste, sterk presterende onderdelen Paints en Coatings en Specialty Chemicals. Dit zal leiden tot een grote verandering in het creëren van waarde voor aandeelhouders en alle stakeholders.

De logische volgende stap van het creëren van twee aparte be-

drijven volgt uit de sterke financiële en operationele basis die in de afgelopen jaren is ontwikkeld. Het zal leiden tot hoogwaardige, snellere en meer zekere waardecreatie met aanzienlijk minder risico's, onzekerheden en sociale kosten ten opzichte van alternatieve opties."

In het persbericht wordt voorts gemeld dat de splitsing van Specialty Chemicals binnen 12 maanden zal plaatsvinden, dat er een versnelling zal plaatsvinden van duurzame groei en winstgevendheid (€ 150 miljoen jaarlijkse besparingen dankzij continue verbeterprogramma's, aanvullend € 50 miljoen kostenbesparingen als resultaat van de afsplitsing van Specialty Chemicals, de ambitie om in 2050 100% hernieuwbare energie te gebruiken en CO₂ neutraal te zijn en een investering van € 1 miljard in research en development tot 2020), dat de financiële richtlijnen worden uitgebreid en dat de uitkering aan de aandeelhouders zal toenemen (50% toename van het reguliere dividend per aandeel tot € 2,50 per aandeel, grotendeels teruggave van de netto-opbrengsten van de afsplitsing van Specialty Chemicals aan de aandeelhouders en uitkering van € 1 miljard speciaal dividend in november als weerspiegeling van het vertrouwen in de geplande afsplitsing).

2.42 Op 21 april 2017 heeft het bestuur van AkzoNobel wederom een bespreking gehad met Elliott in Londen.

2.43 In een vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen op 22 april 2017, waarbij wederom interne en externe adviseurs aanwezig waren, is besloten om, nadat bewijs zou zijn verkregen dat de verzoekers van het Shareholder Request de wettelijk vereiste 10% van het kapitaal vertegenwoordigden, het bava-verzoek af te wijzen.

2.44 Bij brief van 24 april 2017 aan AkzoNobel heeft PPG een derde voorstel gedaan. PPG heeft geschreven dat zij "this one last invitation" tot AkzoNobel richt om haar standpunt te heroverwegen. Zij heeft geschreven:

"We are prepared to make the revised proposal set forth below (our 'Revised Proposal') assuming that you are now willing to engage with us constructively and in good faith. Our Revised Proposal represents a second substantial increase in price along with significant and highly-specific commitments that we are confident AkzoNobel's stakeholders will find compelling."

Na een toelichting te hebben gegeven over haar bedrijf, haar waarden en haar commitments (ook in relatie tot die van AkzoNobel) heeft zij haar derde voorstel geformuleerd. Dit voorstel betrof een prijs bestaande uit bestaande uit € 61,50 in contanten en 0,357 aandelen PPG en behelste daarmee een verhoging van de waarde tot € 96,75 (cum dividend) per aandeel. PPG heeft geschreven te geloven dat haar derde voorstel duidelijk superieur is aan het nieuwe stand alone plan van AkzoNobel, zoals dat is verwoord op 19 april 2017. Zij heeft een aantal van de meer substantiële risico's genoemd die in haar visie aan het stand alone plan van AkzoNobel zijn verbonden (kort gezegd: onzekerheid of na de creatie van twee kleinere stand alone bedrijven de doelstellingen van AkzoNobel gehaald zullen kunnen worden, de vereiste substantiële herstructurering, het risico van afname van free cash flow en een mogelijk vereist onderzoek door toezichthouders waardoor vertraging en onzekerheid kan ontstaan). Vervolgens is zij nader ingegaan op eerder geuite zorgen van AkzoNobel. Kort weergegeven heeft zij onder meer het volgende geschreven.

- PPG heeft er vertrouwen in dat alle vereiste antitrust goedkeuringen tijdig zullen kunnen worden verkregen en PPG is bereid een aanzienlijke reverse break-up fee overeen te komen;
- het voorstel bevat geen voorbehoud ten aanzien van de financiering;
- PPG wil zich committeren aan het ondersteunen van de hui-

dige business strategie van AkzoNobel op het punt van "continuous improvement culture", "further operational excellence" en "organic growth and innovation";

- PPG wil zich committeren aan het behoud van de sterke banden van AkzoNobel met Nederland, in het kader waarvan PPG verwacht dat de huidige Europese locaties van AkzoNobel een belangrijke rol blijven spelen, het hoofdkantoor van de architectural/decorative coatings en Specialty Chemicals divisies in Nederland zou blijven en de protective coating divisie in zowel het Verenigd Koninkrijk als in Nederland, PPG bereid is een beursnotering te hebben in zowel New York als Amsterdam, geen van de productielocaties van AkzoNobel in Europa naar de Verenigde Staten te verplaatsen en alle toeleveranciers van AkzoNobel in Nederland en Engeland eerlijke kans te geven om aan het gecombineerde nieuwe bedrijf te verkopen;

- PPG onderkent het belang van werknemers voor het lange termijn succes van het bedrijf en met betrekking tot de werknemers zal PPG de bestaande rechten respecteren, is PPG bereid toe te zeggen dat geen werknemer van AkzoNobel die momenteel in een Nederlandse Specialty Chemicals fabriek werkt zijn baan zal verliezen als direct gevolg van de acquisitie, dat het bestaande sociaal plan zal worden gerespecteerd en dat het beperkte structuurregime van AkzoNobel Nederland BV zal blijven bestaan;

- PPG zal AkzoNobel's pensioenverplichtingen nakomen;
- het gecombineerde bedrijf zal prudent gefinancierd blijven;
- PPG geeft aanzienlijke commitments af met betrekking tot Research en Development, onder meer de toezegging "for the foreseeable future" het niveau van investeringen in Nederland en het Verenigd Koninkrijk te handhaven en de bestaande partnerschappen met Nederlandse universiteiten te behouden;
- de (flagship) merken van AkzoNobel zullen worden gehandhaafd en de best practices van de gecombineerde bedrijven op het gebied van duurzaamheid en social responsibility zullen worden toegepast;

- er zal ten behoeve van de beide bedrijven een Integration Committee worden gevormd met twee vertegenwoordigers van PPG en twee van AkzoNobel;

- een van de commissarissen van AkzoNobel zal onderdeel uitmaken van de board of directors van PPG.

De brief besluit met een conclusie waarin onder meer staat:

"As demonstrated in this letter, our Revised Proposal offers a premium to your current and historical share price and includes significant commitments to ensure the combined business serves the best interests of all stakeholders. The market's failure to react positively to your new standalone plan presented on 19 April clearly demonstrates the superior value-creation represented by our Revised Proposal.

We expect that you and your stakeholders appreciate the time and effort that we have put into preparing this Revised Proposal. Given that, we expect that you will carefully and objectively consider it, the will of your shareholders and your governance obligations, and engage with us for a thorough and fulsome review of the Revised Proposal."

2.45 In een persbericht van PPG van diezelfde datum heeft PPG het derde voorstel bekend gemaakt en in grote lijnen hetzelfde medegedeeld als zij in de brief aan AkzoNobel heeft gedaan. In een persbericht van eveneens 24 april 2017 heeft AkzoNobel de ontvangst van het derde voorstel bevestigd en laten weten dat zij het zorgvuldig zal bestuderen.

2.46 Bij brief van 25 april 2017 heeft AkzoNobel, na daartoe in een vergadering van de raad van commissarissen op die datum te hebben besloten, Elliott laten weten het verzoek om een bava bijeen te roepen af te wijzen. Zij heeft medegedeeld dat de raad van commissarissen heeft geconcludeerd dat het verzoek om

een bava om Burgmans te ontslaan niet in het belang van AkzoNobel en haar stakeholders is en niet aan de wettelijke vereisten voldoet. Nu het ontslag van Burgmans het enige voorgestelde agendapunt is, is er geen reden een algemene vergadering van aandeelhouders bijeen te roepen, aldus AkzoNobel in de – door de vice-voorzitter van de raad van commissarissen ondertekende – brief. In een persbericht van diezelfde datum, met het opschrift “AkzoNobel spreekt volledige steun uit voor RvC-voorzitter in reactie op BAVA-verzoek”, heeft AkzoNobel haar beslissing en de redenen daarvoor bekend gemaakt.

2.47 Op 25 april 2017 is de jaarvergadering van AkzoNobel gehouden. Tijdens de jaarvergadering heeft het bestuur van AkzoNobel een presentatie gegeven over de nieuwe stand alone strategie. In de stemming over het voorgestelde dechargebesluit met betrekking tot 2016 heeft bijna 30% van de aandeelhouders tegen decharge van het bestuur en van de raad van commissarissen gestemd.

2.48 Bij brief van 28 april 2017 aan AkzoNobel heeft Causeway Capital haar teleurstelling uitgesproken over de verwerping van het Shareholder Request en voor een tweede keer geklaagd over het uitblijven van overleg door AkzoNobel met PPG. Op diezelfde datum heeft USS in een persbericht AkzoNobel opgeroepen om met PPG in gesprek te gaan over haar herziene voorstel. USS uit ook zorg over de afwijzing van het Shareholder Request.

2.49 Bij brief van 28 april 2017 aan de raad van commissarissen van AkzoNobel heeft Elliott gereageerd op de brief van 25 april 2017 en heeft zij haar bezwaren tegen de inhoud daarvan en over de gang van zaken tijdens de jaarvergadering uiteengezet. Bij de brief heeft Elliott een tweetal presentaties gevoegd, van respectievelijk 24 maart (over Elliotts visie op AkzoNobel) en 18 april 2017 (over de houding van AkzoNobel tegenover het voorstel van PPG en tegenover haar aandeelhouders). Bij brief van eveneens 28 april 2017 aan het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel heeft Elliott kritiek geuit op de inhoud van de informatie die is verstrekt op de Investor Update van 19 april 2017 en heeft zij zich op het standpunt gesteld dat op alle vier onderdelen die AkzoNobel op de Investor Update noemde, te weten Value, Timing, Certainty en Stakeholders, het voorstel van PPG superieur is. Ook bij deze brief is een presentatie gevoegd, van 28 april 2017, waarin Elliott nader in gaat op de Investor Update.

2.50 Op 29 april 2017 hebben het bestuur en de (voltallige) raad van commissarissen, bijgestaan door drie interne functionarissen en de externe financiële, juridische en communicatieadviseurs, vergaderd over het derde voorstel van PPG. Ook de voorgenomen afsplitsing van de Specialty Chemicals business en de beide brieven van Elliott zijn aan de orde gekomen. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben hun steun uitgesproken voor de voorgenomen stappen richting de afsplitsing en – in een executive session met alleen de raad van commissarissen en Stibbe – is besloten het bestuur te vragen twee of meer mogelijke reacties te presenteren tijdens een vergadering op 2 mei 2017. Op 1 mei 2017 is telefonisch vergaderd en op 2 mei 2017 vond wederom een vergadering plaats met dezelfde aanwezigen (en een vierde interne functionaris) als tijdens de vergadering op 29 april 2017. Tijdens die vergadering stond wederom het derde voorstel van PPG centraal. Er werd nog geen besluit genomen.

2.51 Op 2 mei 2017 heeft Tweedy Browne zich in een interview met Bloomberg beklagd over het uitblijven van gesprekken met PPG. Bij brief van 4 mei 2017 aan Burgmans heeft Tweedy Browne haar visie gegeven op de stand van zaken bij AkzoNobel en zich op het standpunt gesteld dat er geen geldige rede-

nen zijn voor AkzoNobel om niet ten minste met PPG te praten.

2.52 Op 4 mei 2017 is Burgmans gebeld door H. Grant (hierna: Grant), Lead Independent Director PPG, die voorstelde dat de topmannen van PPG en AkzoNobel elkaar zouden ontmoeten. In een telefonische vergadering op 5 mei 2017 hebben het bestuur en de raad van commissarissen, na discussie over de voor- en nadelen, unaniem en met steun van de adviseurs, besloten het gesprek aan te gaan.

2.53 Op 6 mei 2017 hebben McGarry en Grant van PPG en Büchner en Burgmans van AkzoNobel elkaar in Rotterdam ontmoet. PPG overhandigde bij die gelegenheid een slide deck van 40 pagina's aan AkzoNobel. De ontmoeting heeft circa negentig minuten geduurd.

2.54 Op 7 mei 2017 is door het bestuur en de raad van commissarissen wederom een vergadering belegd. Aanwezig waren het bestuur, alle leden van de raad van commissarissen, drie interne functionarissen van AkzoNobel en de externe financiële, juridische en communicatieadviseurs. In deze vergadering hebben bestuur en raad van commissarissen unaniem besloten het voorstel van PPG af te wijzen.

2.55 In de periode 3 maart tot en met 7 mei 2017 hebben het bestuur en de raad van commissarissen vergaderd op 3, 8, 12, 14, 18, 22, 27 en 31 maart, 7, 15, 18, 22, 25, en 29 april, 1 (telefonisch), 2, 5 (telefonisch), en 7 mei.

2.56 Bij brief van 8 mei 2017 heeft AkzoNobel het derde voorstel van PPG afgewezen. AkzoNobel heeft laten weten het voorstel van PPG op vier onderdelen – value, timing, certainty en stakeholder considerations – te hebben getest en vergeleken met haar stand alone strategie en na grondige bestudering en beraad, samen met haar financiële en juridische adviseurs, tot de conclusie te zijn gekomen dat het voorstel niet in het belang is van AkzoNobel en al haar stakeholders en dat dit belang het best gediend blijft met het beleid zoals dat door AkzoNobel uiteen is gezet bij de Investor Update op 19 april 2017. AkzoNobel heeft voorts geschreven dat de ontmoeting op 6 mei 2017 het voorstel niet wijzigde noch aanvullende toezeggingen of oplossingen opleverde. Met betrekking tot de vier genoemde onderdelen heeft AkzoNobel – kort weergegeven – onder meer het volgende geschreven.

Value

– Het voorstel reflecteert nog steeds niet de huidige en toekomstige waarde van AkzoNobel, het bevat risico's als gevolg van het aandelencomponent, als gevolg van waarschijnlijk te treffen anti-trust maatregelen en als gevolg van een mogelijk weglekken van waarde door verlies van klanten, cruciale werknemers en partners.

Timing

– Het voorstel van PPG bevat geen tijdsdoelen anders dan algemeenheden en het geeft geen uitleg over de uitvoering van de gecompliceerde splitsing en afstoting van individuele bedrijven die waarschijnlijk vereist worden door de mededingingsautoriteiten;

– de voorgestelde combinatie staat tegenover complexe en langdurige mededingingsrechtelijke obstakels die tot 18 maanden kunnen duren.

Certainty

– PPG geeft geen uitleg over hoe de anti-trust risico's voor de stakeholders worden geneutraliseerd;

– een “significant reverse break-up fee” geeft geen indicatie van het bedrag en neutraliseert bovendien de anti-trust risico's niet, die kunnen leiden tot onzekerheid en het risico op stagnatie;

– het verwerven van de Specialty Chemicals business van AkzoNobel conflicteert met de eigen strategie van PPG de Specialty Chemicals markt te verlaten.

Stakeholder considerations

– De verklaringen van PPG met betrekking tot de relevante stakeholdersbelangen adresseren de onzekerheden en risico's voor alle stakeholders niet adequaat. De voorstellen zijn beperkt van aard of betreffen verplichtingen om lopende contractuele verplichtingen na te komen. Het bereiken van synergievoordelen van \$ 75 miljoen en het verzekeren van de positie van stakeholders, met name werknemers, lijken niet goed samen te gaan;

– het voorstel brengt onzekerheid mee voor duizenden banen wereldwijd;

– de enige tastbare verklaring betreft werknemers die in een Specialty Chemicals fabriek in Nederland werken, maar deze verklaring betreft slechts een fractie van de faciliteiten van AkzoNobel en mist bovendien substantiële betekenis door de toevoeging dat geen baan zal worden verloren “as a direct result” van de acquisitie;

– voor het overige betreft het voorstel het honoreren van bestaande rechten, ook voor wat betreft de pensioenen;

– de toezegging R&D uitgaven niet te verminderen benadert niet de ambitie van AkzoNobel die erop is gericht verder te investeren in innovatie;

– vergelijking op het gebied van duurzaamheid wekt niet het vertrouwen dat het pad van AkzoNobel in de richting van meer duurzaamheid en sociale verantwoordelijkheid zal worden gevolgd;

– de verklaringen met betrekking tot de plaats van de hoofdkantoren missen substantie en toezeggingen over de duur en de toezegging dat PPG geen Europese productiefaciliteiten zal verplaatsen is betekenisloos omdat veel producten naar hun aard dichtbij de afzetmarkten worden geproduceerd;

– er zijn opvallende culturele verschillen tussen de beide bedrijven, die PPG niet onderkent en ten aanzien waarvan PPG geen toezeggingen doet om deze te overbruggen.

2.57 Op 8 mei 2017 heeft AkzoNobel een persbericht gepubliceerd waarbij zij haar afwijzing van het derde voorstel bekend heeft gemaakt. Vermeld wordt dat AkzoNobel heeft geconcludeerd dat de eigen strategie een superieure route is die leidt tot langetermijn-waardecreatie en het beste belang is van aandeelhouders en andere belanghebbenden. Voor het overige bevat het persbericht in grote lijnen dezelfde informatie als in de brief aan PPG van 8 mei 2017 wordt vermeld. Het persbericht meldt onder het hoofdstuk ‘zekerheid’ voorts nog dat PPG niet eerder een overname van deze omvang heeft gedaan en niet heeft laten zien dat het een dergelijke complexe overname aan kan.

2.58 In een persbericht van 8 mei 2017 heeft PPG haar teleurstelling over de afwijzing kenbaar gemaakt. Zij bevestigt het gesprek op 6 mei 2017 en vermeldt dat Büchner en Burgmans bij het begin verklaarden dat de ontmoeting uitsluitend diende om PPG's gewijzigde voorstel te beoordelen, dat zij niet de bedoeling noch de autorisatie hadden om te onderhandelen, dat zij geen bedenkingen ten aanzien van het voorstel hebben geuit of een vergelijking of analyse ten opzichte van hun eigen stand alone strategie hebben gedeeld en dat zij evenmin wilden ingaan op vragen of een discussie over hun plan. PPG heeft laten weten nog steeds te geloven dat haar voorstel duidelijk superieur is in aandeelhouderswaarde en dat het meer zekerheid voor werknemers en gepensioneerden verschaft dan het nieuwe stand alone plan van AkzoNobel. PPG heeft vermeld de details van het antwoord van AkzoNobel nog gedetailleerder te zullen bestuderen.

2.59 Op 10 mei 2017 heeft PPG wederom een persbericht gepubliceerd. In dit persbericht heeft PPG nader gereageerd op de afwijzing op 8 mei 2017 van haar derde voorstel door AkzoNo-

bel. In het persbericht wordt McGarry geciteerd: “We put forward an enhanced, detailed and thorough proposal to AkzoNobel on April 24 that provides a significant share-price premium and offers numerous detailed commitments in the best interests of all stakeholders. (...) The remaining questions raised by AkzoNobel are common negotiation points and can be quickly and reasonably resolved through an open, substantive, two-way dialogue in which both parties are motivated and engaged. This is the type of discussion we sought in our meeting with Mr. Anthony Burgmans and Mr. Ton Büchner in Rotterdam on May 6. AkzoNobel however has chosen not to engage in meaningful discussions, has refused our invitation for a meeting of our respective antitrust counsels and has provided no transparency in concluding its standalone plan is superior to PPG's proposal”. Het persbericht besluit:

“PPG remains willing to meet with AkzoNobel to engage in meaningful discussions, but without productive engagement, PPG will assess and decide whether or not to pursue an offer for AkzoNobel. PPG will continue to examine all of its options and make decisions for the benefit of its shareholders. PPG will make further announcements if and when appropriate.”

2.60 Bij brief van 11 mei 2017 heeft IVI zich gewend tot Burgmans en verzocht dat AkzoNobel de “in depth analysis” bekend maakt op grond waarvan zij – volgens haar persbericht van 8 mei 2017 – heeft geconcludeerd dat haar eigen strategie superieur is. IVI stelt op grond van de beschikbare informatie te geloven dat het voorstel van PPG superieur is aan de eigen strategie van AkzoNobel.

2.61 Op 18 mei 2017 heeft de Europese Ondernemingsraad schriftelijk verklaard nog steeds achter de door Büchner uitgegeven verklaring te staan en te geloven dat de aangekondigde strategie de beste is voor AkzoNobel.

3 De gronden van de beslissing

De standpunten van partijen

3.1 Elliott heeft aan haar verzoek tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen ten grondslag gelegd dat er gegronde redenen zijn voor twijfel aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van AkzoNobel en dat gelet op de toestand van de vennootschap onmiddellijke voorzieningen dienen te worden getroffen. Ter toelichting heeft Elliott – kort samengevat – het volgende aangevoerd:

A. AkzoNobel diende de voorstellen van PPG zorgvuldig te overwegen met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming als richtsnoer en met inachtneming van de belangen van alle stakeholders van AkzoNobel. AkzoNobel is tekortgeschoten in de daartoe vereiste zorgvuldige, open minded, belangenafweging en besluitvorming op basis van gedegen onderzoek naar de alternatieven. In het bijzonder is AkzoNobel ten onrechte niet bereid gebleken tot redelijk overleg met PPG. In plaats daarvan heeft AkzoNobel kennelijk nooit de intentie gehad een voorstel van PPG serieus te overwegen en heeft zij van meet af aan vastgehouden aan haar stand alone strategie. Het gebrek aan zorgvuldige besluitvorming door AkzoNobel is ernstig omdat de voorstellen van PPG serieus zijn, een aanzienlijke premie op de beurskoers bieden en blijk geven van bereidheid tegemoet te komen aan de door AkzoNobel geuite zorgen.

AkzoNobel had het verzoek van Elliott en andere aandeelhouders tot het beleggen van een bava met als agendapunt het ontslag van Burgmans als commissaris (het Shareholder Request) niet mogen weigeren. De algemene vergadering heeft het recht om door uitoefening van haar wettelijke en statutaire bevoegdheden haar opvattingen over het beleid en de strategie van de

vennootschap tot uitdrukking te brengen en de bevoegdheid bestuurders en commissarissen te schorsen en ontslaan is een kernbevoegdheid van de algemene vergadering en geldt te allen tijde. AkzoNobel schendt haar zorgvuldigheidsplicht jegens de aandeelhouders door deze te dwarsbomen in de uitoefening van deze rechten.

3.2 Franklin Templeton, Tweedy Browne, USS, Causeway Capital, Dodge & Cox, IVI en York Capital Management delen de bezwaren van Elliott, in ieder geval op hoofdlijnen.

Franklin Templeton noemt als kern van haar zorgen dat AkzoNobel nalaat een serieuze dialoog met PPG aan te gaan, dat AkzoNobel haar stand alone strategie als de beste strategie presenteert zonder de aandeelhouders de gelegenheid te bieden zich een volledig beeld te vormen over alle voorliggende opties en dat AkzoNobel een dialoog met haar bezorgde aandeelhouders uit de weg gaat. AkzoNobel is gehouden tot een zorgvuldig en behoorlijk besluitvormingsproces en daarvan dienen redelijk overleg met PPG en een inhoudelijke dialoog met de aandeelhouders deel uit te maken.

Tweedy Browne heeft aangevoerd dat van AkzoNobel verwacht wordt dat zij onbevooroordeeld en inhoudelijk overleg pleegt met PPG en dat uit de feitelijke gang van zaken blijkt dat de huidige voorzitter van de raad van commissarissen van AkzoNobel daartoe niet in staat is. AkzoNobel behoort aan haar aandeelhouders gedocumenteerde informatie te verschaffen over haar zienswijze op de – zeer serieus te nemen – voorstellen van PPG en haar eigen strategie en AkzoNobel laat dit na.

USS heeft ter zitting betoogd dat de door haar verzochte onmiddellijke voorziening beoogt de verhoudingen tussen AkzoNobel en haar aandeelhouders te de-escaleren. De publieke uitlatingen van Burgmans over PPG duiden erop dat AkzoNobel nooit de bedoeling heeft gehad een zinvolle dialoog met PPG aan te gaan, terwijl de voorstellen van PPG daartoe wel aanleiding geven. Door het weigeren van het Shareholder Request ontnemt AkzoNobel haar aandeelhouders het fundamentele recht op een aandeelhoudersvergadering van gedachten te wisselen over de positie van bestuurders en commissarissen.

Dodge & Cox heeft gesteld dat een besluit door de aandeelhoudersvergadering tot ontslag van Burgmans niet een strategie-wijziging van AkzoNobel impliceert. Een inhoudelijke dialoog met de aandeelhouders is onderdeel van de informatieverplichting van AkzoNobel en een bava is daartoe thans nodig omdat daarvoor tijdens de jaarvergadering van 25 april 2017 geen ruimte was en er inmiddels kostbare tijd verloren is gegaan.

IVI heeft ter zitting naar voren gebracht dat zij het standpunt van AkzoNobel dat het bod te laag is niet deelt en dat zij AkzoNobel tevergeefs gevraagd heeft haar analyse daaromtrent openbaar te maken. IVI meent dat de stand alone strategie van AkzoNobel meer onzekerheid voor de werknemers en banenverlies zal meebrengen dan een overname door PPG. AkzoNobel zal in ieder geval in gesprek moeten gaan met PPG. De verantwoordelijkheid voor de gang van zaken ligt bij Burgmans.

York Capital Management heeft zich op het standpunt gesteld dat AkzoNobel in de gegeven omstandigheden gehouden is tot open en constructief overleg met PPG. Dat is geen kwestie van strategie maar van zorgvuldige besluitvorming. Voorts betreft AkzoNobel het belang van de aandeelhouders onvoldoende in het besluitvormingsproces en verschaft zij onvoldoende informatie over haar eigen nieuwe of gewijzigde stand alone strategie.

3.3 AkzoNobel heeft uitvoerig verweer gevoerd en kort samengevat het volgende naar voren gebracht. AkzoNobel is een gezonde onderneming met een op het Nederlandse stakeholder-model georiënteerde strategie. De afsplitsing van de divisie

Specialty Chemicals is een logische volgende stap in die strategie. AkzoNobel heeft de voorstellen van PPG zorgvuldig beoordeeld. Het eerste voorstel van PPG was inadequaat omdat het uitging van een substantiële onderwaardering van AkzoNobel, de aandelencomponent in de biedprijs risico's voor de aandeelhouders van AkzoNobel meebrengt, aan het voorstel mededingingsrechtelijke bezwaren kleven en bezwaren voor verschillende stakeholders van AkzoNobel, het voorstel geen rekening hield met de bestaande pensioenafspraken van AkzoNobel en omdat PPG geen ervaring heeft met soortgelijke transacties. Het tweede voorstel van PPG bevatte een hogere prijs, maar de niet-financiële aspecten waren niet, althans niet wezenlijk gewijzigd. Ook de in het tweede voorstel genoemde biedprijs deed geen recht aan de huidige en toekomstige waarde van AkzoNobel, ten aanzien waarvan inmiddels reeds uitgebreide analyses van de financiële adviseurs HSBC en Lazard van AkzoNobel voorhanden waren. Het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel konden het tweede voorstel van PPG dus relatief snel beoordelen. Na ontvangst van het derde voorstel van PPG hebben het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel de tijd genomen het voorstel zorgvuldig te bestuderen en te overwegen. Het derde voorstel van PPG is uitvoerig besproken door het bestuur en de raad van commissarissen op vergaderingen van 29 april 2017, 1 mei 2017, 2 mei 2017, 5 mei 2017 en – na de ontmoeting tussen AkzoNobel en PPG op 6 mei 2017 – op 7 mei 2017. Het derde voorstel is daarbij getoetst op de facetten (i) waardering, (ii) timing, (iii) zekerheid en (iv) de belangen van stakeholders. De uitkomst daarvan was dat het derde voorstel niet in het belang van AkzoNobel en haar stakeholders is. AkzoNobel acht haar weigering een bava bijeen te roepen met het ontslag van Burgmans als enig agendapunt geen gegronde reden om aan een juist beleid te twijfelen, omdat de desbetreffende aandeelhouders geen redelijk belang hebben bij dit verzoek nu het gericht is op het wijzigen van de strategie en Burgmans geen verwijt treft, omdat AkzoNobel ook overigens niet verplicht was aan het Shareholder Request te voldoen en omdat tegen de weigering kan worden opgekomen bij de voorzieningenrechter op de voet van artikel 2:111 BW.

3.4 De raad van commissarissen van AkzoNobel heeft daaraan kort samengevat het volgende toegevoegd. De besluitvorming van de raad van commissarissen over de toenadering door PPG en het bava-verzoek zijn zorgvuldig verlopen. De besluitvorming over de voorstellen van PPG betreft wezenlijke strategische keuzes die zijn voorbehouden aan het bestuur, onder toezicht van de raad van commissarissen. De raad van commissarissen heeft gemotiveerd en op goede gronden het bava-verzoek afgewezen.

3.5 De COR deelt de zorg van AkzoNobel dat de overname door PPG tot verlies van werkgelegenheid zal leiden. PPG heeft geen goede reputatie op basis van eerder door haar uitgevoerde reorganisaties in Nederland. De COR acht de door AkzoNobel voorgenomen afsplitsing van de divisie Specialty Chemicals begrijpelijk, terwijl bij een overname door PPG onzeker is of die divisie als levensvatbaar bedrijf zal worden voortgezet. Bij een overname door PPG zal bovendien de duurzaamheidsagenda van AkzoNobel onder druk komen te staan. De COR steunt daarom het bestuur van AkzoNobel in haar beoordeling van de voorstellen van PPG. Een ontslag van Burgmans acht de COR schadelijk voor AkzoNobel en niet is in te zien hoe toewijzing van de verzoeken van Elliott zou kunnen leiden tot het door Elliott beoogde doel, te weten een door AkzoNobel gesteund bod van PPG.

3.6 PPG heeft als belanghebbende aangevoerd dat ze wil dat Akzo een werkelijke discussie met haar aangaat over mogelijke combinatie van beide bedrijven. PPG streeft naar een over-

name op basis van overeenstemming met AkzoNobel over onderwerpen als governance, werkgelegenheid, arbeidsvoorwaarden, R&D en merken, al sluit PPG een vijandig bod niet uit. Ook ten aanzien van de niet-financiële commitments heeft PPG haar voorstel twee keer verbeterd. Het heeft PPG teleurgesteld dat AkzoNobel de ontmoeting met PPG op 6 mei 2017 niet heeft benut om door het stellen van voor de hand liggende vragen tot constructief overleg te komen. Uit een diepgaande mededingingsanalyse door PPG zijn geen onoverkomelijke bezwaren naar voren gekomen en PPG heeft zich bereid verklaard een zeer aanzienlijke reverse break fee overeen te komen.

De beoordeling door de Ondernemingskamer

3.7 De Ondernemingskamer stelt voorop dat indien, zoals in het onderhavige geval, nog geen onderzoek is gelast, zij slechts onmiddellijke voorzieningen kan treffen indien daarvoor voldoende zwaarwegende redenen zijn en, naar haar voorlopig oordeel, er gegronde redenen zijn om te twifelen aan een juist beleid of een juiste gang van zaken. Deze maatstaf noopt tot terughoudendheid.

3.8 In essentie zijn in deze zaak twee onderwerpen aan de orde: – de wijze waarop AkzoNobel is gekomen tot afwijzing van de voorstellen van PPG;

– de mate waarin AkzoNobel jegens haar aandeelhouders verantwoording heeft afgelegd en/of bereid is verantwoording af te leggen over die besluitvorming.

De Ondernemingskamer zal deze beide onderwerpen hieronder bespreken.

De wijze waarop AkzoNobel is gekomen tot afwijzing van de voorstellen van PPG

3.9 De Ondernemingskamer stelt voorop dat – zoals tussen partijen ook niet in geschil is – het bepalen van de strategie van een vennootschap en de daaraan verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur van de vennootschap, dat de raad van commissarissen daarop toezicht houdt en dat de algemene vergadering van aandeelhouders haar opvattingen terzake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten. In het algemeen betekent dit laatste dat het bestuur van een vennootschap aan de algemene vergadering van aandeelhouders verantwoording heeft af te leggen van zijn beleid maar dat het, behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen, niet verplicht is de algemene vergadering vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is. Zie HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972 (ABN AMRO) en HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (ASMI).

3.10 De positiebepaling van een doelvennootschap in reactie op voorstellen van een potentiële bidder behoort tot het bepalen van de strategie van de doelvennootschap. Bij die positiebepaling zal immers afgewogen (dienen te) worden hoe de voorstellen zich verhouden tot alternatieven waaronder een stand alone scenario, al dan niet met aanpassing van de bestaande eigen strategie, en aan welke financiële en niet financiële voorwaarden een bod zal moeten voldoen om in aanmerking te komen voor steun van de doelvennootschap.

3.11 Kortom: het bepalen van de reactie van AkzoNobel op de voorstellen van PPG behoort tot het primaat van het bestuur van AkzoNobel, onder toezicht van de raad van commissarissen. Het bestuur en de raad van commissarissen kunnen in beginsel volstaan met het (achteraf) afleggen van verantwoording aan de algemene vergadering over de ingenomen positie in reactie op de voorstellen van PPG en de aandeelhouders kunnen geen aanspraak maken op voorafgaande zeggenschap dienaangaande. Voor de bij de positiebepaling door het bestuur te hanteren maatstaf geldt het volgende.

3.12 Terecht heeft geen van partijen bestreden dat het bestuur van AkzoNobel (onder toezicht van de raad van commissarissen) zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming dient te richten, welk belang vooral bepaald wordt door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming. Bij de vervulling van hun taak dienen bestuurders voorts, mede op grond van het bepaalde in artikel 2:8 BW, zorgvuldigheid te betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken. Deze zorgvuldigheidsverplichting kan meebrengen dat bestuurders bij het dienen van het vennootschapsbelang ervoor zorgen dat daardoor de belangen van al degenen die bij de vennootschap of haar onderneming zijn betrokken niet onnodig of onevenredig worden geschaad. Zie voor dit alles HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799 (Cancun).

3.13 Dat uit deze maatstaf volgt dat AkzoNobel de voorstellen van PPG zorgvuldig diende te beoordelen mede in het licht van alternatieve scenario's, is tussen partijen evenmin in geschil. Partijen twisten wel over de vraag of AkzoNobel in dat kader verplicht is tot onderhandelingen althans inhoudelijke besprekingen met PPG.

3.14 Er bestaat naar het oordeel van de Ondernemingskamer geen algemene rechtsregel die een doelvennootschap ertoe verplicht inhoudelijke besprekingen te voeren met een serieuze potentiële bidder die ongevraagd een serieus overnamevoorstel doet. Of inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen geboden zijn hangt af van de omstandigheden van het concrete geval. In een geval als het onderhavige – AkzoNobel had op het moment dat PPG zich aandeede niet het strategische besluit genomen om het stand alone scenario te verlaten – zullen als gezichtspunten, naast de voorgestelde biedprijs, onder meer een rol spelen wat de strategische bedoelingen van de potentiële bidder zijn, wat naast de prijs de inhoud van de voorstellen is, in hoeverre de doelvennootschap de voorstellen kan beoordelen zonder inhoudelijke besprekingen met de potentiële bidder en de inhoud en het verloop van de overige interactie tussen de doelvennootschap en de potentiële bidder.

3.15 Voor zover een gehoudenheid bestaat tot inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen, vloeit die voort uit de taakvervulling waartoe bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap jegens de vennootschap gehouden zijn. De omstandigheid dat, toegesneden op het onderhavige geval, inhoudelijk overleg met PPG kan bijdragen aan de oordeelsvorming door AkzoNobel over de voorstellen van PPG en aan het vermogen van AkzoNobel om haar aandeelhouders en andere stakeholders uit te leggen waarom zij de voorkeur geeft aan haar eigen stand alone strategie, vestigt op zichzelf geen verplichting tot onderhandelingen of inhoudelijke besprekingen met PPG.

3.16 Jegens de potentiële bidder bestaat geen verplichting tot onderhandelen. De rechtsverhouding tussen de doelvennootschap en potentiële bidder wordt weliswaar in zoverre door de redelijkheid en billijkheid beheerst dat het bestuur van de doelvennootschap onder omstandigheden gehouden is de gerechtvaardigde belangen van potentiële ('serieuze') bidders te respecteren en zich te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en die de belangen van de desbetreffende bidders onevenredig kunnen schaden (HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972 (ABN AMRO)), maar dat geeft degene die ongevraagd een voorstel tot overname doet geen aanspraak op onderhandelingen met de doelvennootschap.

3.17 Gelet op de hierboven in 3.14 genoemde gezichtspunten en het debat tussen partijen zal de Ondernemingskamer hieron-

der nader ingaan op het interne besluitvormingsproces van AkzoNobel en de interactie tussen AkzoNobel en PPG, ter beoordeling van de vraag of AkzoNobel in de gegeven omstandigheden gehouden was inhoudelijke besprekingen te voeren met PPG.

3.18 Met betrekking tot de beraadslagingen en besluitvorming door het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel met betrekking tot de voorstellen van PPG is het volgende gebleken:

a. Op 3 maart 2017, daags na het eerste voorstel van PPG, hebben de raad van bestuur en de raad van commissarissen (beide in voltallige bezetting) vergaderd over dit voorstel. Vervolgens is besloten tot het inschakelen van Lazard als financiële adviseur naast HSBC en Stibbe als eigen juridisch adviseur van de raad van commissarissen (zie 2.11). In een daaropvolgende vergadering van 8 maart 2017 hebben HSBC en Lazard ieder een toelichting gegeven op hun (afzonderlijke) financiële analyses van het eerste voorstel en heeft De Brauw een toelichting gegeven op zijn mededingingsrechtelijke analyse. Daarnaast is de ontwikkeling van de eigen strategie van AkzoNobel, in het bijzonder de afsplitsing van Specialty Chemicals aan de orde gekomen. In deze vergadering hebben het bestuur en de raad van commissarissen (opnieuw beide voltallig en unaniem) besloten tot afwijzing van het eerste voorstel van PPG (zie 2.12). De redenen voor deze afwijzing heeft AkzoNobel uiteengezet in haar brief van 9 maart 2017 aan PPG (zie 2.13) en in het persbericht van dezelfde datum (zie 2.14).

Op 12 maart 2017 hebben de raad van bestuur en de raad van commissarissen (opnieuw beide voltallig) vergaderd over de reacties van analisten, aandeelhouders en andere stakeholders op de bekendmaking van het voornemen tot afsplitsing van Specialty Chemicals en van de afwijzing van het eerste voorstel van PPG. Daarover is ook gesproken tijdens een vergadering op 14 maart 2017 van het bestuur en de raad van commissarissen, op welke vergadering tevens het vijfjarenplan door de raad van commissarissen en het bestuur is aangenomen. Een verzoek van McGarry op 17 maart 2017 om een gesprek tussen AkzoNobel en PPG, vormde de aanleiding voor een vergadering op 18 maart 2017 van het bestuur en de raad van commissarissen (opnieuw beide voltallig), waarin besloten is daarop (op dat moment) niet in te gaan.

Het tweede voorstel van PPG van 20 maart 2017 is door het bestuur en de raad van commissarissen (beide voltallig) op 22 maart 2017 besproken in aanwezigheid van hun financiële en juridische adviseurs (zie 2.21). HSBC en Lazard hebben opnieuw, onafhankelijk van elkaar, een waardering gemaakt van AkzoNobel en De Brauw heeft een uitgewerkte mededingingsrechtelijke analyse gepresenteerd. In dezelfde vergadering is besloten het voorstel af te wijzen en die afwijzing heeft AkzoNobel diezelfde dag toegelicht in een brief aan PPG (zie 2.21) en in een persbericht (zie 2.22).

Het bestuur en de voltallige raad van commissarissen hebben op 27 en 31 maart 2017 opnieuw vergaderd, in aanwezigheid van onder meer de externe adviseurs van De Brauw, Stibbe, HSBC en Lazard (zie 2.23). In de vergaderingen zijn onder meer aan de orde geweest de gesprekken met Elliott, de publieke uitspraken van Elliott (onder meer over een bava-verzoek) en de door HSBC en Lazard ontvangen reacties van aandeelhouders. Ontwikkelingen nadien zijn door het bestuur en de raad van commissarissen (opnieuw beide voltallig) besproken op een vergadering van 7 april 2017, opnieuw in aanwezigheid van de externe adviseurs. Het Shareholder Request is besproken tijdens een vergadering op 15 april 2017 in dezelfde samenstelling. Op 18 april 2017 hebben het bestuur en de raad van commissarissen (zeven van de acht commissarissen waren

aanwezig) de resultaten van AkzoNobel in het eerste kwartaal van 2017 en de op de Investor Update van 19 april 2017 te presenteren nieuwe strategie van AkzoNobel besproken. Op 22 april 2017 hebben het bestuur en de voltallige raad van commissarissen, in aanwezigheid van de externe adviseurs vergaderd over het Shareholder Request. In de vergadering van de raad van commissarissen van 25 april 2017 is besloten dit verzoek af te wijzen.

PPG heeft op 24 april 2017, een dag voor de jaarvergadering van AkzoNobel, haar derde voorstel gedaan (zie 2.44). Dit voorstel is besproken in een vergadering van 29 april 2017 door het bestuur en de (voltallige) raad van commissarissen, bijgestaan door externe financiële, juridische en communicatie-adviseurs en in aanwezigheid van drie leden van het ExCo van AkzoNobel (zie 2.50). Tijdens die vergadering hebben HSBC en Lazard hun financiële analyses van het derde voorstel toegelicht en De Brauw zijn analyse van de juridische aspecten en de verschillen tussen het derde voorstel en de eerdere voorstellen. In die vergadering zijn ook reacties van verschillende stakeholders op het derde voorstel aan de orde gekomen alsmede een analyse van JP Morgan over de beoogde afsplitsing van Specialty Chemicals. De raad van commissarissen heeft besloten het bestuur te vragen twee of meer mogelijke reacties op een derde voorstel te presenteren. In een daaropvolgende (telefonische) vergadering van 1 mei 2017 heeft de raad van commissarissen besloten de financiële en juridische adviseurs te vragen twee scenario's te presenteren; een scenario waarin het derde voorstel zou worden afgewezen en een scenario waarin contact zou worden gezocht met PPG. Tijdens een vergadering op 2 mei 2017 van het bestuur en de raad van commissarissen (beide voltallig) heeft De Brauw een presentatie gegeven over een eventueel vijandig bod en hebben HSBC, Lazard, De Brauw en Stibbe geadviseerd over mogelijke reacties op het derde voorstel. Naar aanleiding van het initiatief van PPG op 4 mei 2017 tot een gesprek met AkzoNobel, hebben het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel op 5 mei 2017 besloten tot een ontmoeting met PPG (zie 2.52), die op 6 mei 2017 heeft plaatsgevonden. Vervolgens hebben het bestuur en de raad van commissarissen op 7 mei 2017 opnieuw (voltallig) vergaderd, bijgestaan door de externe financiële, juridische en communicatie-adviseurs en in aanwezigheid van drie leden van het ExCo van AkzoNobel, en hebben zij unaniem besloten het derde voorstel van PPG af te wijzen. De afwijzing heeft AkzoNobel toegelicht in haar brief van dezelfde dag aan PPG (zie 2.56), aan de hand van de criteria Value, Timing, Certainty en Stakeholder considerations en in een persbericht (2.57).

3.19 Uit deze weergave volgt dat het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel intensief en met een aanzienlijke frequentie hebben beraadslaagd over de voorstellen van PPG en dat het bestuur en de raad van commissarissen zich daarbij hebben voorzien van de inbreng van gerenommeerde externe financiële en juridische adviseurs. De in de besluitvorming aan de orde gekomen onderwerpen, door AkzoNobel uiteindelijk, bij de afwijzing van het derde voorstel van PPG, gegroepeerd onder de noemers Value, Timing, Certainty en Stakeholder considerations (zie 2.56), wijzen erop dat AkzoNobel de voorstellen van PPG serieus en inhoudelijk heeft geanalyseerd. Deze gang van zaken biedt daarom geen aanknopingspunt voor een oordeel dat AkzoNobel de voorstellen van PPG niet serieus zou hebben overwogen, dan wel geen oog zou hebben gehad voor de belangen van de aandeelhouders of andere stakeholders. Hierbij zij opgemerkt dat (de juistheid van) de door het bestuur en de raad van commissarissen gemaakte afwegingen als zodanig niet ter beoordeling staan van de Ondernemingskamer.

3.20 Aan de hand van het besluitvormingsproces kan weliswaar niet zonder meer worden vastgesteld dat AkzoNobel daadwerkelijk heeft opengestaan voor de mogelijkheid van een overname door PPG, maar anderzijds bieden de door Elliott aangehaalde publieke uitlatingen van Burgmans (“PPG heeft gewoon een slecht voorstel gedaan, (...)” en “een voorstel (...) dat zich verder geen moer aantrekt van alle andere zaken die je aan de orde wil stellen (...)”); kort na afwijzing van het tweede voorstel van PPG) en de enkele overtuiging van Elliott en andere aandeelhouders dat AkzoNobel van aanvang af slechts gericht was op afwijzing van de voorstellen van PPG, geen toereikende grondslag voor een rechterlijk oordeel dat het besluitvormingsproces van AkzoNobel niet meer om het lijf had dan going through the motions.

3.21 De interactie tussen AkzoNobel en PPG is kort gezegd als volgt verlopen.

a. Het eerste voorstel van PPG van 2 maart 2017 bevat onder het kopje “Non-Financial Terms and Convenants” een aantal verwachtingen en intenties maar geen concrete toezeggingen.

AkzoNobel heeft in haar afwijzende reactie op het eerste voorstel, bij brief van 9 maart 2017, onder meer gewezen op de risico's verbonden aan de complexiteit en schaal van de beoogde overname, de sterke banden tussen AkzoNobel en haar stakeholders in Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Zweden, de risico's verbonden aan de gedeeltelijke betaling van de overname in aandelen PPG, het risico van waardevermindering en mededingingsperikelen vanwege de aanzienlijke overlap tussen AkzoNobel en PPG.

Het bij brief van 20 maart 2017 kenbaar gemaakte tweede voorstel van PPG aan AkzoNobel noemt een verhoogde biedprijs van € 57,50 + 0,331 aandelen PPG. Deze brief bevat onder het kopje “Non-Financial Terms and Convenants” een aantal positieve en geruststellend geformuleerde intenties, maar bevat weinig tot geen concrete toezeggingen ten aanzien van research and development, werkgelegenheid, pensioenen en duurzaamheid.

De reactie op het tweede voorstel door AkzoNobel bij brief van 22 maart 2017 houdt onder meer in dat het tweede voorstel niet ingaat op de onzekerheden en risico's die voor de aandeelhouders en andere stakeholders van AkzoNobel verbonden zijn aan een overname door PPG. Meer in het bijzonder noemt AkzoNobel het gebrek aan aandacht van PPG voor de negatieve effecten van te verwachten mededingingsrechtelijke maatregelen en de onzekerheden verband houdend met de door PPG beoogde synergievoordelen. AkzoNobel heeft voorts vermeld dat PPG niet adequaat ingaat op onderwerpen als bijdragen aan de samenleving en duurzaamheid en heeft er op gewezen dat PPG geen concrete toezeggingen heeft gedaan op het gebied van R&D, pensioenen en medewerkers en geen inzicht verschaft in haar visie op het cultuurverschil tussen beide ondernemingen. Ook in haar persbericht van 22 mei 2017 heeft AkzoNobel nader toegelicht waarom zij het tweede voorstel heeft afgewezen (zie 2.22).

Op 24 april 2017 deed PPG aan AkzoNobel haar derde voorstel (zie 2.44). Dit voorstel bevat, naast de verhoging van de biedprijs tot € 61,50 + 0,357 aandelen PPG, weinig concrete toezeggingen: PPG is bereid toe te zeggen dat de werknemers in Nederland van de “Specialty Chemical Plant” hun werk niet verliezen als direct gevolg van de overname en dat “for the foreseeable future” de uitgave aan R&D in Nederland en het Verenigd Koninkrijk tenminste gelijk zullen zijn als de huidige uitgaven van AkzoNobel aan R&D in Nederland en het Verenigd Koninkrijk. PPG stelt, zonder nadere toelichting, dat zij op basis van “a significant review and analysis” verwacht dat alle benodigde mededingingsrechtelijke goedkeuring tijdig zal

worden verkregen en dat zij bereid is daaraan een significante reverse break-up fee te verbinden.

AkzoNobel heeft voorafgaand aan de ontmoeting op 6 mei 2017 aan PPG medegedeeld dat wat AkzoNobel betreft het doel van de bespreking zou zijn om PPG in de gelegenheid te stellen het derde voorstel toe te lichten. Gesteld noch gebleken is dat PPG tijdens de ontmoeting op 6 mei 2017 wezenlijk nieuwe informatie heeft verschaft of nadere toezeggingen heeft gedaan. De door PPG bij die gelegenheid overgelegde presentatie bevat wel voorstellen voor volgende stappen, waaronder een beperkt due diligence onderzoek en een tijdschema voor onderhandelingen over een merger protocol, verkrijging van goedkeuring van toezichthoudende autoriteiten en het uitbrengen van een bod.

3.22 Uit het bovenstaande blijkt dat AkzoNobel in haar reactie op de eerste twee voorstellen van PPG telkens aan PPG te kennen heeft gegeven waarom AkzoNobel die voorstellen niet aanvaardbaar achtte. AkzoNobel heeft daarbij in zodanige mate inzicht gegeven in haar bezwaren en bedenkingen dat PPG voldoende aanknopingspunten had om, indien zij dat wilde, haar voorstellen, ook ten aanzien van de niet financiële aspecten daarvan aan te passen om tegemoet te komen aan die bezwaren en bedenkingen en/of AkzoNobel te voorzien van concrete gegevens aan de hand van waarvan AkzoNobel zou kunnen komen tot een andere waardering van de door haar genoemde risico's en onzekerheden verbonden aan de voorstellen van PPG. Zo zou het bijvoorbeeld ten aanzien van de mededingingsrechtelijke aspecten denkbaar zijn geweest dat PPG aan AkzoNobel inzicht zou hebben verschaft in de bevindingen van de door PPG ingeschakelde deskundigen, teneinde AkzoNobel in staat te stellen die bevindingen te vergelijken met de bevindingen van de door AkzoNobel ingeschakelde mededingingsexperts. AkzoNobel heeft PPG ook met het gesprek op 6 mei 2017 de mogelijkheid geboden haar (derde) voorstel nader te concretiseren op de onderdelen ten aanzien waarvan AkzoNobel bezwaren en bedenkingen had kenbaar gemaakt. Dat geldt in het bijzonder omdat PPG tevoren wist dat, wat AkzoNobel betreft, het doel van deze bijeenkomst was PPG in de gelegenheid te stellen haar (derde) voorstel nader toe te lichten en niet het voeren van onderhandelingen.

3.23 De Ondernemingskamer acht voorts van belang dat AkzoNobel, zoals zij ter zitting heeft toegelicht, bij de beoordeling van de vraag of inhoudelijk overleg zou moeten worden gevoerd met PPG, heeft betrokken dat werkelijk vrijblijvend overleg in de gegeven omstandigheden niet meer tot de reële mogelijkheden behoorde. Tot die omstandigheden behoren dat PPG AkzoNobel met haar eerste voorstel ongevraagd heeft benaderd, dat AkzoNobel het eerste en tweede voorstel van PPG resoluut had afgewezen, dat zowel PPG als aandeelhouders van AkzoNobel publiekelijk druk uitoefenden op AkzoNobel om inhoudelijke besprekingen dan wel onderhandelingen te voeren (zie 2.24, 2.31, 2.32, 2.34, 2.38, 2.39, 2.40 en 2.48) en dat aan AkzoNobel gebleken was van contacten tussen Elliott en PPG (zie 2.36). In deze omstandigheden is het niet onbegrijpelijk dat AkzoNobel er – in ieder geval ten tijde van de ontvangst van het derde voorstel van PPG op 24 april 2017 – minst genomen rekening mee hield dat (inhoud en verloop van) inhoudelijke besprekingen tussen AkzoNobel en PPG niet vertrouwelijk zouden blijven, met als gevolg dat een zodanige dynamiek zou ontstaan, onder meer met betrekking tot de beurskoers van AkzoNobel en de samenstelling van haar aandeelhoudersbestand, dat er geen begaanbare weg terug meer zou zijn.

3.24 In het licht van hetgeen hierboven is overwogen over het interne besluitvormingsproces van AkzoNobel en de communicatie tussen AkzoNobel en PPG over de voorstellen van PPG,

kan naar het oordeel van de Ondernemingskamer met inachtneming van de in 3.14 genoemde gezichtspunten en de in 3.15 en 3.16 genoemde uitgangspunten niet worden gezegd dat AkzoNobel een zorgvuldigheidsnorm heeft geschonden door geen inhoudelijke gesprekken of onderhandelingen met PPG te voeren.

3.25 De tussenconclusie op basis van het voorafgaande is dat de Ondernemingskamer, voorlopig oordelend, geen gegronde redenen aanwezig acht om te twifelen aan het beleid en de gang van zaken van AkzoNobel ten aanzien van de beraadslaging en besluitvorming in reactie op de voorstellen van PPG.

De mate waarin AkzoNobel verantwoording heeft afgelegd en/of bereid is verantwoording af te leggen aan haar aandeelhouders

3.26 Met betrekking tot de vraag of AkzoNobel in toereikende mate aan haar aandeelhouders verantwoording heeft afgelegd en/of bereid is verantwoording af te leggen over de besluitvorming die heeft geleid tot afwijzing van de voorstellen van PPG, overweegt de Ondernemingskamer als volgt.

3.27 Onder deze noemer bespreekt de Ondernemingskamer eerst de afwijzing door AkzoNobel van het verzoek van Elliott en andere aandeelhouders van 10 april 2017 tot het beleggen van een bava met als (enige) agendapunt het ontslag van Burgmans als commissaris.

3.28 Bij de beoordeling daarvan acht de Ondernemingskamer van belang dat, naar AkzoNobel onweersproken heeft gesteld, de reactie van AkzoNobel op de voorstellen van PPG telkens heeft berust op unanieme besluitvorming in zowel de raad van bestuur als de raad van commissarissen van AkzoNobel en dat dit ook duidelijk is gecommuniceerd. Tegen die achtergrond ligt het voor de hand dat het agenderen van het ontslag van Burgmans in wezen niet beoogt zijn individuele functioneren ter discussie te stellen, maar bedoeld is als middel om AkzoNobel te bewegen tot onderhandelingen met PPG, gericht op een overname door PPG. Dat in het Shareholders Request staat dat met het bava-verzoek niet beoogd wordt de uiteindelijke strategie van AkzoNobel te beïnvloeden is – gelet op het gebrek aan zeggenschap van aandeelhouders over de strategie en de in de Code Corporate Governance Code opgenomen responstijd – niet verwonderlijk, maar strookt niet met de realiteit. De aandeelhouders namens wie het Shareholder Request is gedaan zullen zich, als professionele aandeelhouders, hebben gerealiseerd dat, zoals hierboven al aan de orde kwam, onderhandelingen met PPG voor AkzoNobel niet vrijblijvend zullen zijn. Nog afgezien van de interne e-mailwisseling binnen Elliott van 11 april 2017 (zie 2.36) waaruit blijkt van mogelijke afstemming met PPG, kon AkzoNobel het Shareholder Request opvatten als gericht op het verwerven van zeggenschap van de aandeelhouders over de opstelling van AkzoNobel in reactie op de voorstellen van PPG en daarmee over de strategie van AkzoNobel. Gegeven het uitgangspunt dat het aan het bestuur, onder toezicht van de raad van commissarissen, is te beoordelen of en in hoeverre het wenselijk is over de strategie in overleg te treden met de aandeelhouders (HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (ASMI)), kan naar het voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer in de gegeven omstandigheden de afwijzing van het Shareholder Request niet worden aangemerkt als een gegronde reden om aan een juist beleid en juiste gang van zaken te twifelen. Voor de goede orde merkt de Ondernemingskamer op dat zij niet treedt in de vraag of een verzoek aan de voorzieningenrechter tot machtiging tot bijeenroeping van een aandeelhoudersvergadering toewijsbaar is.

3.29 Nadat Elliott op 22 maart 2017 bekend had gemaakt dat zij zo nodig het initiatief zou nemen tot een bava (zie 2.24), heeft AkzoNobel op 31 maart 2017 besloten dat indien Elliott om een

bava zou verzoeken, zij het bijeenroepen van een bava in overweging zou nemen maar het agendapunt met betrekking tot ontslag van Burgmans zou verwerpen (zie 2.33). In haar brief van 12 april 2017 (zie 2.37) heeft AkzoNobel te kennen gegeven dat zij het voorstel om het ontslag van Burgmans te agenderen afwijst en dat zij (voor het overige) binnen de statutaire termijn van 14 dagen zal reageren op het voorstel om een bava te houden. In haar brief van 25 april 2017 (zie 2.46) heeft AkzoNobel het Shareholder Request afgewezen zonder aandacht te besteden aan de mogelijkheid een (informatieve) bava te houden zonder een voorstel tot ontslag van Burgmans als agendapunt. Deze gang van zaken roept de, door een aantal partijen aan de orde gestelde, vraag op of AkzoNobel naar aanleiding van het Shareholder Request of uit eigen beweging een informatieve bava had moeten beleggen om verantwoording af te leggen over haar besluit tot afwijzing van de voorstellen van PPG. Daarover overweegt de Ondernemingskamer als volgt.

3.30 Onder meer uit de brieven van Causeway Capital van 28 april 2017 (zie 2.48), van Tweedy Browne van 4 mei 2017 (zie 2.51), van IVI van 11 mei 2017 (zie 2.60) en uit de door deze en andere aandeelhouders, zoals Franklin Templeton en USS, in de onderhavige procedure ingenomen posities, blijkt dat het besluit van AkzoNobel tot afwijzing van de voorstellen van PPG stuit op onbegrip bij in ieder geval een deel van haar aandeelhouders. De door de opponerende aandeelhouders – waaronder vele met een langdurig aandelenbezit in AkzoNobel – gebezigde bewoordingen (“extremely disappointed” (Causeway Capital), “to ride roughshod over shareholders’ rights” (USS), “The decision not to proceed (...) would require transparency and a detailed explanation rather than qualitative smoke and mirrors” (Tweedy Browne)) duiden onmiskenbaar op een verwijdering tussen AkzoNobel en deze aandeelhouders.

3.31 Aandeelhouders hebben recht op en belang bij het afleggen van verantwoording door AkzoNobel van het door haar gevoerde beleid en het op die wijze verkrijgen van toereikende informatie over de daaraan ten grondslag liggende gegevens en afwegingen, niet alleen met het oog op de uitoefening van hun wettelijke en statutaire bevoegdheden, maar ook ter bepaling van hun eigen beleggings- en investeringsbeleid.

3.32 AkzoNobel stelt dat zij van plan was om tijdens de jaarvergadering van 25 april 2017 verantwoording af te leggen over haar afwijzen van de eerste twee voorstellen van PPG, maar dat dit voornemen is doorkruist door het derde voorstel van PPG dat daags tevoren, op 24 april 2017 was gedaan en ten aanzien waarvan AkzoNobel diezelfde dag bekend had gemaakt het zorgvuldig te zullen overwegen. Wat daar verder van zij, tussen partijen is niet in geschil dat AkzoNobel op deze jaarvergadering geen verantwoording in de hiervoor bedoelde zin heeft afgelegd.

3.33 AkzoNobel heeft voorts aangevoerd dat zij ervoor gekozen heeft om haar besluitvorming toe te lichten in bilaterale gesprekken met individuele aandeelhouders en analisten, omdat dit daartoe een geschikter middel zou zijn dan een informatieve bava. AkzoNobel heeft in het bijzonder na haar afwijzing van het tweede voorstel van PPG gesproken met afzonderlijke aandeelhouders, bijvoorbeeld op 24 en 29 maart 2017 en op 21 april 2017 (zie 2.28, 2.30 en 2.42) met Elliott. De Ondernemingskamer constateert dat de bedoelde bilaterale gesprekken het onbegrip in ieder geval bij een substantieel deel van de aandeelhouders niet hebben weggenomen. Een verklaring daarvoor kan zijn dat, zoals ter zitting is gebleken, AkzoNobel die bilaterale gesprekken vooral benut heeft om haar stand alone strategie toe te lichten en niet om nader inzicht te geven in haar overwegingen en bedenkingen ten aanzien van de voorstellen van PPG. In dit verband lijkt tevens van belang dat bilaterale ge-

sprekken met aandeelhouders en analisten aan aanzienlijke beperkingen zijn onderworpen omdat AkzoNobel koersgevoelige informatie niet in de beslotenheid van die gesprekken kan delen. Ook bij gelegenheid van de Investor Update van 19 april 2017 heeft AkzoNobel aan haar aandeelhouders geen verantwoording afgelegd over haar besluitvorming ten aanzien van de voorstellen van PPG. Conform de aankondiging van de Investor Update bij persbericht van 28 maart 2017 (zie 2.29), stond ook die bijeenkomst in het teken van de vernieuwde stand alone strategie van AkzoNobel en meer in het bijzonder de aangekondigde afsplitsing van de divisie Specialty Chemicals.

3.34 Het bestuur van een doelvennootschap dient zich ook bij de beoordeling van voorstellen van een potentiële bidder, onder toezicht van de raad van commissarissen, te richten op – in de termen van de Corporate Governance Code – de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en daartoe de in aanmerking komende belangen van de stakeholders te wegen. Dat richtsnoer brengt logischerwijs mee dat denkbaar is dat de doelvennootschap besluit een voorstel van een potentiële bidder niet te steunen, ook indien een meerderheid van de aandeelhouders van de doelvennootschap een dienovereenkomstig bod zou willen aanvaarden. Om dezelfde reden is evenzeer denkbaar dat de doelvennootschap besluit een voorstel voor een potentiële bidder niet te steunen terwijl aannemelijk is dat een stand alone scenario minder aandeelhouderswaarde genereert (op lange termijn) dan het overnamevoorstel (op korte termijn). Kort gezegd: het feit dat een besluit van de doelvennootschap om een bod niet te steunen niet strookt met de wil van (een meerderheid van) de aandeelhouders, betekent niet zonder meer dat de doelvennootschap in redelijkheid niet tot dat besluit heeft kunnen komen.

3.35 Het bovenstaande neemt niet weg dat het gebleken onbegrip onder de aandeelhouders over de beslissing van AkzoNobel tot afwijzing van de voorstellen van PPG een probleem is dat door AkzoNobel niet genegeerd kan worden. Een aanhoudend gebrek aan vertrouwen van een substantieel deel van aandeelhouders in de door het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel uitgezette strategie is schadelijk voor AkzoNobel en al haar stakeholders. Het ligt op de weg van het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel om zich te beraden op de wijze waarop AkzoNobel de verstandhouding met dit deel van haar aandeelhouders kan normaliseren.

3.36 Anderzijds kunnen ook aandeelhouders zelf het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel bewegen tot het afleggen van verantwoording over de besluitvorming ten aanzien van de voorstellen van PPG door op de voet van de artikelen 2:110 en 2:111 BW, het initiatief te nemen tot bijeenroepen van een algemene vergadering. Die weg zijn Elliott en andere aandeelhouders ingeslagen – al was deze poging meer gericht op het bewerkstelligen van een wijziging van de koers van AkzoNobel dan op het afleggen van verantwoording door het bestuur en de raad van commissarissen van de gekozen koers –, maar daaraan hebben zij geen gevolg gegeven in de vorm van een machtigingsverzoek aan de voorzieningenrechter op de voet van artikel 2:110 BW.

3.37 De Ondernemingskamer laat thans in het midden of de mate waarin en de wijze waarop AkzoNobel aan haar aandeelhouders verantwoording aflegt over de afwijzing van de voorstellen van PPG een gegronde reden is om aan een juist beleid of een juiste gang van zaken te twijfelen. Die vraag kan bij de behandeling van het verzoek tot het gelasten van een enquête nader aan de orde komen. Het ligt naar het oordeel van de Ondernemingskamer vooralsnog niet op haar weg om, door het

treffen van onmiddellijke voorzieningen, te bepalen op welke wijze AkzoNobel tegemoet behoort te komen aan de onder (een deel van) haar aandeelhouders levende behoefte aan tekst en uitleg over de afwijzing van de voorstellen van PPG en de daaraan ten grondslag liggende analyses. Daarbij heeft de Ondernemingskamer in aanmerking genomen dat het bepalen van de inhoud, vorm en timing van de door AkzoNobel aan haar aandeelhouders af te leggen verantwoording mede afhankelijk kan zijn van ontwikkelingen kort na deze uitspraak, in het bijzonder of PPG een niet door AkzoNobel gesteund bod zal doen.

Slotsom

3.38 Het bovenstaande leidt tot de slotsom dat de Ondernemingskamer thans onvoldoende aanleiding ziet tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen. De daarop gerichte verzoeken zullen daarom worden afgewezen. De Ondernemingskamer zal iedere verdere beslissing aanhouden, ook met betrekking tot de kosten van het geding.

4 De beslissing

De Ondernemingskamer:

wijst de verzoeken tot treffen van onmiddellijke voorzieningen af;

houdt iedere verdere beslissing aan.

NOOT

Feiten

- Deze uitvoerige beschikking van de OK gaat om de overnamestrijd van AkzoNobel, die in de media volop in de belangstelling heeft gestaan. In deze noot bespreek ik de beschikking. Ik begin met een samenvatting van de feiten en het oordeel van de OK. Mijn commentaar op de beschikking komt in het derde deel van deze noot, vanaf sub 46, aan de orde.
- AkzoNobel was in 2016 wereldwijd de nummer twee in verf en coatings. Het heeft drie divisies: Decorative Paints, Performance Coatings en Specialty Chemicals. De raad van bestuur bestaat uit twee leden, Büchner en Castella. Daarnaast heeft AkzoNobel een Exco en een raad van commissarissen. De RvC heeft acht leden. Burgmans is voorzitter van de RvC. De gewone aandelen van AkzoNobel zijn beursgenoteerd. Er zijn ook 48 prioriteitsaandelen. Deze aandelen zijn in handen van de Stichting AkzoNobel ('Stichting').
- PPG Industries, Inc. ('PPG') heeft drie activiteiten: Performance Coatings, Industrial Coatings en Glass. In 2016 was zij wereldwijd marktleider in verf en coatings.
- Onder meer Elliot (4,89% – sinds eind 2016), Causeway Capital (5,35%), Dodge & Cox (2,6% – sinds 2001), Franklin Templeton (1,7% – reeds geruime tijd), USS (1,28% – sinds 2010), Tweedy Browne (1,13% – sinds 1992), York Capital Management (0,58%) en IVI (0,22% – sinds 2006) – voornamelijk Anglo-Amerikaanse investeringsfondsen en vermogensbeheerders – houden aandelen in AkzoNobel.
- Op 2 maart 2017 heeft PPG een ongevraagd, niet-bindend en voorwaardelijk voorstel gedaan tot het verwerven van alle gewone aandelen in AkzoNobel ('Eerste Bod'). De voorgestelde prijs van het Eerste Bod was € 54,= in contanten en 0,3 aandelen PPG. Het Eerste Bod vertegenwoordigde een waarde van € 83,= per aandeel tegen een slotkoers op 28 februari 2017 van € 63,31 voor het aandeel AkzoNobel.

6. Op 9 maart 2017 heeft AkzoNobel bij unaniem besluit van haar bestuur en RvC het Eerste Bod verworpen, omdat – samengevat en hierna aangeduid als ‘Bezwaren’ – het Eerste Bod AkzoNobel vanuit aandeelhoudersperspectief onderwaardeert en aan het Eerste Bod issues (waaronder hoge schulden/*leverage* van de combinatie) en risico’s qua timing en realisatie (mededingingsissues, pensioenplannen en haalbaarheid van de voorgestelde synergieën) kleven. Daarnaast is het Eerste Bod niet in het belang van stakeholders, zoals klanten, aandeelhouders en medewerkers, en heeft het in beperkte mate oog voor het duurzaamheidsbeleid en investeringen in R&D van AkzoNobel. Ook zijn er belangrijke cultuurverschillen tussen AkzoNobel en PPG, aldus AkzoNobel. AkzoNobel heeft laten weten dat zij geen gesprekken met PPG is aangegaan. Zij ziet meer in een *stand alone*-strategie.
7. Op 9 maart 2017 heeft AkzoNobel ook aangekondigd de mogelijkheid te onderzoeken Specialty Chemicals af te stoten. Deze beslissing is versneld vanwege het Eerste Bod.
8. Op 15 maart 2017 deelde Elliott AkzoNobel mede dat zij zich niet in de prijs van het Eerste Bod kan vinden en teleurgesteld te zijn dat AkzoNobel niet in gesprek met PPG is gegaan.
9. Op 20 maart 2017 heeft PPG haar Eerste Bod verhoogd tot € 57,50 in contanten en 0,331 aandelen PPG en heeft zij op een aantal onderdelen haar bod toegelicht (‘Tweede Bod’). Het Tweede Bod vertegenwoordigde een waarde van € 90,= (cum dividend) voor het aandeel AkzoNobel.
10. Op 22 maart 2017 heeft AkzoNobel bij unaniem besluit van het bestuur en de RvC het Tweede Bod afgewezen. Zij wijst er daarbij op dat haar Bezwaren, ondanks een nadere toelichting van PPG, niet zijn weggenomen. Er zijn volgens AkzoNobel onvoldoende aanknopingspunten het gesprek met PPG aan te gaan. PPG heeft daarop meegedeeld te blijven geloven in het Tweede Bod. Elliott heeft laten weten teleurgesteld te zijn over de afwijzingen door AkzoNobel. Zij dringt erop aan dat AkzoNobel onmiddellijk in overleg met PPG treedt. Het lijkt erop dat AkzoNobel de wens van de aandeelhouders, die de biedingen van PPG steunen, negeert, aldus Elliott. Zij besluit haar persbericht met de aankondiging van ‘maatregelen’ (zie r.o. 2.24). Op 24 en 29 maart 2017 heeft AkzoNobel met Elliott gesproken.
11. De COR en de Europese Ondernemingsraad van AkzoNobel steunen het beleid van het bestuur.
12. Bij brief van 10 april 2017 hebben Elliott, Franklin Templeton, Causeway Capital, York Capital Management en een tweetal andere fondsen, die tezamen meer dan 10 procent van het geplaatste aandelenkapitaal van AkzoNobel vertegenwoordigden, aan het bestuur en de RvC van AkzoNobel het verzoek gedaan (‘Shareholder Request’) om op zo kort mogelijke termijn een BAVA bijeen te roepen, met als agendapunt het ontslag van Burgmans als lid en voorzitter van de RvC.
13. Bij brief van 12 april 2017 heeft AkzoNobel Elliott laten weten dat de RvC Burgmans als voorzitter van de RvC steunt en dat het ontslag van Burgmans in de visie van de RvC onverantwoordelijk, disproportioneel, schadelijk en niet in het belang van AkzoNobel, haar aandeelhouders en andere *stakeholders* is, zodat het voorgestelde agendapunt zal worden verworpen. Het verzoek om een BAVA zal worden overwogen en binnen de wettelijke termijn van 14 dagen beantwoord (zie hierna sub 17).
14. Op 19 april 2017 heeft AkzoNobel haar *stand alone*-strategie gepresenteerd (‘Investor Update’), waarbij onder meer nader is ingegaan op de afsplitsing van Specialty Chemicals en de versnelling van duurzame groei (hernieuwbare energie, CO₂-neutraal, investeringen in R&D enzovoort) en winstgevendheid (kostenbesparing, toename dividend en superdividend). Op 21 april 2017 heeft AkzoNobel met Elliott gesproken.
15. Op 22 april 2017 is het *Shareholder Request* door AkzoNobel afgewezen.
16. Op 24 april 2017 heeft PPG AkzoNobel opnieuw een voorstel gedaan. Dat betrof een verhoging van de prijs, bestaande uit € 61,50 in contanten en 0,357 aandelen PPG en behelsde daarmee een verhoging van de waarde tot € 96,75 (cum dividend) per aandeel (‘Derde Bod’). PPG heeft daarbij meegedeeld dat haar bod superieur is aan het *stand alone*-scenario van AkzoNobel. PPG is voorts ingegaan op een aantal eerder geuite zorgen van AkzoNobel (zie r.o. 2.44).
17. Op 25 april 2017 heeft AkzoNobel Elliott laten weten het verzoek om een BAVA bijeen te roepen af te wijzen. Zij heeft meegedeeld dat de RvC heeft geconcludeerd dat het verzoek om een BAVA om Burgmans te ontslaan niet in het belang van AkzoNobel en haar *stakeholders* is en niet aan de wettelijke vereisten voldoet. Nu het ontslag van Burgmans het enige voorgestelde agendapunt is, is er geen reden een algemene vergadering van aandeelhouders bijeen te roepen.
18. Op 25 april 2017 is de jaarvergadering van AkzoNobel gehouden. Tijdens de jaarvergadering heeft het bestuur van AkzoNobel een presentatie gegeven over de nieuwe *stand alone*-strategie.
19. Bij brief van 28 april 2017 aan de RvC van AkzoNobel heeft Elliott gereageerd op de brief van 25 april 2017 en heeft zij haar bezwaren tegen de inhoud daarvan en over de gang van zaken tijdens de jaarvergadering uiteengezet. Bij brief van eveneens 28 april 2017 aan het bestuur en de RvC van AkzoNobel heeft Elliott kritiek geuit op de inhoud van de informatie die is verstrekt op de *Investor Update* van 19 april 2017 en heeft zij zich op het standpunt gesteld dat op alle vier onderdelen die AkzoNobel op de *Investor Update* noemde, te weten *Value*, *Timing*, *Certainty* en *Stakeholders*, het voorstel van PPG superieur is.
20. Op 6 mei 2017 hebben McGarry en Grant van PPG en Büchner en Burgmans van AkzoNobel elkaar in Rotterdam ontmoet. De ontmoeting heeft circa negentig minuten geduurd.
21. Bij brief van 8 mei 2017 heeft AkzoNobel het Derde Bod afgewezen. AkzoNobel heeft laten weten het Derde Bod op vier onderdelen – *value*, *timing*, *certainty* en *stakeholder considerations* – te hebben getest en vergeleken met haar *stand alone*-strategie en na grondige bestudering en beraad tot de conclusie te zijn gekomen dat het Derde Bod niet in het belang is van AkzoNobel en al haar *stakeholders* en dat dit belang het best gediend blijft met het beleid, zoals dat door AkzoNobel uiteen is gezet tijdens de *Investor Update* (zie r.o. 2.56).
22. In de periode 3 maart tot en met 7 mei 2017 hebben het bestuur en de RvC van AkzoNobel achttien keer vergaderd: op 3, 8, 12, 14, 18, 22, 27 en 31 maart, 7, 15, 18, 22, 25, en 29 april, 1 (telefonisch), 2, 5 (telefonisch), en 7 mei.
23. Elliott, PPG, maar ook andere aandeelhouders hebben telkens in en buiten de media de druk op AkzoNobel opgevoerd. Zij hebben AkzoNobel laten weten teleurgesteld te zijn over de afwijzingen en erop aangedrongen dat AkzoNobel een gesprek met PPG zal hebben. PPG heeft laten weten open te staan voor een gesprek. AkzoNobel heeft telkens in en buiten de media haar visie verdedigd (zie r.o. 2.14-2.61).
24. Elliott heeft de OK verzocht een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken van AkzoNobel ter zake de besluitvorming van het bestuur en de RvC betreffende de interesse van PPG vanaf 2 maart 2017 en de afwijzing van het *Shareholders Request* vanaf 10 april 2017. Daarnaast heeft zij onmiddellijke voorzieningen voor de duur van het geding verzocht. Deze voorzieningen houden, primair en kort gezegd, in (i) AkzoNobel te bevelen op de kortst mogelijke termijn een BAVA bijeen te roepen met als voorgesteld agendapunt het ontslag van Burgmans als lid en voorzitter van de RvC en (ii) een

commissaris bij AkzoNobel te benoemen die toezicht houdt op de gang van zaken betreffende de BAVA en dienaangaande een beslissende stem heeft.

25. Voor de grondslag van het verzoek van Elliott verwijs ik kortheidshalve naar r.o. 3.1 e.v. van de beschikking. Dat geldt ook voor de standpunten van Franklin Templeton, Tweedy Browne, USS, Causeway Capital, Dodge & Cox, IVI en York Capital Management die de bezwaren van Elliott, in ieder geval op hoofdlijnen, delen (zie r.o. 3.2). AkzoNobel heeft verweer gevoerd (zie r.o. 3.3), zo ook haar RvC (zie r.o. 3.4). Zie voor het standpunt van de COR r.o. 3.5 en dat van PPG r.o. 3.6. Op deze standpunten gaat de OK in haar overwegingen in.

Oordeel OK

26. Op de zitting van 22 mei 2017 zijn uitsluitend de verzochte onmiddellijke voorzieningen behandeld. De OK kan slechts onmiddellijke voorzieningen treffen als daarvoor voldoende zwaarwegende redenen zijn en, naar haar voorlopig oordeel, er gegronde redenen zijn om te twifelen aan een juist beleid of een juiste gang van zaken. Deze maatstaf noopt tot terughoudendheid, zo stelt de OK voorop.

27. De OK beoordeelt de verzochte onmiddellijke voorzieningen langs de volgende lijnen: (i) de wijze waarop AkzoNobel is gekomen tot afwijzing van de voorstellen van PPG, en (ii) de mate waarin AkzoNobel jegens haar aandeelhouders verantwoording heeft afgelegd en/of bereid is verantwoording af te leggen over die besluitvorming.

28. Wat betreft de wijze waarop AkzoNobel is gekomen tot afwijzing van de voorstellen van PPG overweegt de OK, onder verwijzing naar de ABN AMRO-beschikking (HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, NJ 2007/434) en de ASMI-beschikking (HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544, «JOR» 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken) dat het bepalen van de reactie van AkzoNobel op de voorstellen van PPG tot het primaat van het bestuur van AkzoNobel behoort, onder toezicht van de RvC. Het bestuur en de RvC kunnen in beginsel volstaan met het (achteraf) afleggen van verantwoording aan de algemene vergadering over de ingenomen positie in reactie op de voorstellen van PPG. De aandeelhouders kunnen geen aanspraak maken op voorafgaande zeggenschap daarover (r.o. 3.9-3.11).

29. Vervolgens gaat de OK in r.o. 3.12 in op de maatstaf die het bestuur moet hanteren in het kader van die positiebepaling. Hij verwijst daarbij naar de kernregels uit de Cancun-beschikking(en) (onder meer HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799, «JOR» 2014/290, m.nt. R.G.J. de Haan): het bestuur van AkzoNobel (onder toezicht van de RvC) moet zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming richten. Dat belang wordt vooral bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming. Bij de vervulling van hun taak dienen bestuurders voorts, mede op grond van het bepaalde in art. 2:8 BW, zorgvuldigheid te betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken. De zorgvuldigheidsverplichting kan meebrengen dat bestuurders bij het dienen van het vennootschapsbelang ervoor zorgen dat daardoor de belangen van al degenen die bij de vennootschap of haar onderneming zijn betrokken niet onnodig of onevenredig worden geschaad. AkzoNobel moest de voorstellen van PPG mede in het licht van alternatieven beoordelen. Deze rechtsregels waren ook niet tussen partijen in geschil.

30. De vraag was wel of AkzoNobel verplicht was inhoudelijke besprekingen met PPG te voeren. Eerst overweegt de OK dat er geen algemene rechtsregel is die een doelvennootschap ertoe verplicht inhoudelijke besprekingen te voeren met een serieuze potentiële bidder die ongevraagd een serieus overnamevoorstel

doet. Of inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen geboden zijn, hangt af van de omstandigheden van het concrete geval. Als gezichtspunten acht de OK relevant, naast de voorgestelde biedprijs, de strategische bedoelingen van de potentiële bidder, de inhoud van de voorstellen (anders dan de prijs), in hoeverre de doelvennootschap de voorstellen kan beoordelen zonder inhoudelijke besprekingen met de potentiële bidder en de inhoud en het verloop van de overige interactie tussen de doelvennootschap en de potentiële bidder (r.o. 3.14).

31. De OK plaatst de gehoudenheid tot het voeren van inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen vervolgens in het kader van de taakvervulling van bestuurders en commissarissen en overweegt dat er geen verplichting tot inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen met PPG bestaat. De omstandigheid dat inhoudelijk overleg met PPG kan bijdragen aan de oordeelsvorming door AkzoNobel over de voorstellen van PPG en aan het vermogen van AkzoNobel om haar aandeelhouders en andere stakeholders uit te leggen waarom zij de voorkeur geeft aan haar eigen *stand alone*-strategie, maakt dat niet anders (r.o. 3.15).

32. In r.o. 3.16 maakt de OK duidelijk dat er (ook) geen verplichting tot onderhandelen bestaat bij een ongevraagd voorstel tot een overname. Wederom verwijst zij in die overweging naar de ABN AMRO-beschikking en plaatst zij de rechtsverhouding tussen de doelvennootschap en potentiële bidder in de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid. Het bestuur van de doelvennootschap is onder omstandigheden gehouden de gerechtvaardigde belangen van potentiële ('serieuze') bidders te respecteren en zich te onthouden van maatregelen die mogelijke biedingen kunnen frustreren en de belangen van de desbetreffende bidders onevenredig kunnen schaden.

33. Vervolgens gaat de OK in op het interne besluitvormingsproces bij AkzoNobel (r.o. 3.18) en concludeert (r.o. 3.19) dat het bestuur en de RvC van AkzoNobel intensief en met een aanzienlijke frequentie hebben beraadslaagd over de voorstellen van PPG. Er is sprake van een serieuze en inhoudelijke analyse. Er kan niet worden geoordeeld dat AkzoNobel de voorstellen van PPG niet serieus zou hebben overwogen, dan wel geen oog zou hebben gehad voor de belangen van de aandeelhouders of andere stakeholders. Hierbij gaat en mag de OK niet op de stoel zitten van het bestuur en de RvC wat betreft de (juistheid van) gemaakte afwegingen.

34. Toch lijkt de OK niet geheel overtuigd. Hij overweegt in r.o. 3.20 dat aan de hand van het besluitvormingsproces niet zonder meer kan worden vastgesteld dat AkzoNobel daadwerkelijk heeft opengestaan voor de mogelijkheid van een overname door PPG, maar anderzijds kunnen de door Elliott aangehaalde publieke uitlatingen van Burgmans niet tot het oordeel leiden dat het besluitvormingsproces van AkzoNobel niet meer om het lijf had dan *going through the motions*.

35. Daarna gaat de OK in op de interactie tussen AkzoNobel en PPG en zet daarvoor de feiten op een rij (zie r.o. 3.21). In r.o. 3.22 concludeert hij vervolgens dat AkzoNobel in haar reactie op het Eerste Bod en het Tweede Bod telkens aan PPG te kennen heeft gegeven waarom AkzoNobel die voorstellen niet aanvaardbaar achtte. AkzoNobel heeft daarbij in zodanige mate inzicht gegeven in haar Bezwaren en bedenkingen dat PPG voldoende aanknopingspunten had om, als zij dat wilde, haar voorstellen, ook ten aanzien van de niet financiële aspecten aan te passen om tegemoet te komen aan de Bezwaren en bedenkingen en/of AkzoNobel te voorzien van concrete gegevens aan de hand waarvan AkzoNobel zou kunnen komen tot een andere waardering en afweging, aldus de OK. De OK vervolgt dat AkzoNobel PPG ook met het gesprek op 6 mei 2017 de

mogelijkheid heeft geboden het Derde Bod nader te concretiseren wat betreft de Bezwaren en bedenkingen van AkzoNobel.

36. De OK overweegt in r.o. 3.23 ook dat werkelijk vrijblijvend overleg tussen AkzoNobel en PPG niet meer tot de reële mogelijkheden behoorde, omdat (i) PPG AkzoNobel met haar eerste voorstel ongevraagd heeft benaderd, (ii) AkzoNobel het Eerste Bod en het Tweede Bod resoluut had afgewezen, (iii) PPG en aandeelhouders van AkzoNobel publiekelijk druk uitoefenden op AkzoNobel om inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen te voeren (zie r.o. 2.24, 2.31, 2.32, 2.34, 2.38, 2.39, 2.40 en 2.48), en (iv) aan AkzoNobel gebleken was van contacten tussen Elliott en PPG (zie r.o. 2.36). Gelet hierop vindt de OK het niet onbegrijpelijk dat AkzoNobel er rekening mee hield dat inhoudelijke besprekingen tussen AkzoNobel en PPG niet vertrouwelijk zouden blijven. Anders zou er een zodanige dynamiek kunnen ontstaan, onder meer met betrekking tot de beurskoers van AkzoNobel en de samenstelling van haar aandeelhoudersbestand, dat er geen weg terug meer zou zijn, aldus de OK.

37. De conclusie over de wijze waarop AkzoNobel is gekomen tot afwijzing van de voorstellen van PPG is dat AkzoNobel geen zorgvuldigheidsnorm heeft geschonden door geen inhoudelijke gesprekken of onderhandelingen met PPG te voeren. De OK acht naar haar voorlopig oordeel op dit punt geen gegronde redenen aanwezig om te twifelen aan het beleid en de gang van zaken van AkzoNobel.

38. Wat betreft de mate waarin AkzoNobel verantwoording heeft afgelegd en/of bereid is verantwoording af te leggen aan haar aandeelhouders acht de OK het van belang dat de reactie van AkzoNobel op de voorstellen van PPG telkens heeft berust op unanieme besluitvorming van het bestuur en de RvC en dat dit ook is meegedeeld. De OK ziet het agenderen van het ontslag van Burgmans als middel om AkzoNobel te bewegen tot onderhandelingen met PPG, gericht op een overname door PPG. Nog afgezien van de interne e-mailwisseling binnen Elliott van 11 april 2017 (zie r.o. 2.36) waaruit blijkt van mogelijke afstemming met PPG, kon AkzoNobel het *Shareholder Request* opvatten als gericht op het verwerven van zeggenschap van de aandeelhouders over de opstelling van AkzoNobel in reactie op de voorstellen van PPG en daarmee over de strategie van AkzoNobel, aldus de OK in r.o. 3.28. Onder verwijzing naar de *ASMI*-beschikking is de OK van oordeel dat in de gegeven omstandigheden de afwijzing van het *Shareholder Request* niet kan worden aangemerkt als een gegronde reden om aan een juist beleid en juiste gang van zaken te twifelen.

39. In r.o. 3.29 e.v. gaat de OK in op de vraag of AkzoNobel naar aanleiding van het *Shareholder Request* of uit eigen beweging een informatieve BAVA had moeten beleggen om verantwoording af te leggen over haar besluit tot afwijzing van de voorstellen van PPG, mede omdat het besluit van AkzoNobel tot afwijzing van de voorstellen van PPG op onbegrip stuitte bij een aantal aandeelhouders, waaronder vele met een langdurig aandelenbezit. Op de jaarvergadering van 25 april 2017 heeft AkzoNobel geen verantwoording afgelegd over het Eerste Bod en het Tweede Bod. Dat was ook het geval tijdens de *Investor Update* van 19 april 2017. Het ging bij deze gelegenheden vooral om de *stand alone*-strategie van AkzoNobel en de afsplitsing van Specialty Chemicals. Het Derde Bod werd daags voor die vergadering ontvangen. In r.o. 3.31 stelt de OK voorop dat aandeelhouders recht hebben op en belang bij het afleggen van verantwoording door AkzoNobel van het door haar gevoerde beleid en het op die wijze verkrijgen van toereikende informatie over de daaraan ten grondslag liggende gegevens en afwegingen, niet alleen met het oog op de uitoefening van hun wettelijke en statutaire

bevoegdheden, maar ook ter bepaling van hun eigen beleggings- en investeringsbeleid.

40. AkzoNobel heeft haar besluitvorming in bilaterale gesprekken met individuele aandeelhouders en analisten toegelicht, omdat dit daartoe een geschikter middel zou zijn dan een informatieve BAVA (zie r.o. 2.28, 2.30 en 2.42). De OK constateert in r.o. 3.33 dat deze gesprekken het onbegrip bij een deel van de aandeelhouders niet heeft weggenomen, mogelijk omdat AkzoNobel deze gesprekken vooral benut heeft om haar *stand alone*-strategie toe te lichten en niet om nader inzicht te geven in haar overwegingen en bedenkingen ten aanzien van de voorstellen van PPG. In dit verband overweegt de OK dat bilaterale gesprekken met aandeelhouders en analisten aan aanzienlijke beperkingen zijn onderworpen, omdat AkzoNobel koersgevoelige informatie niet in de beslotenheid van die gesprekken kan delen.

41. De OK is van mening dat het onbegrip onder de aandeelhouders over de afwijzing door AkzoNobel van de voorstellen van PPG niet door AkzoNobel kan worden genegeerd. Een aanhoudend gebrek aan vertrouwen is schadelijk voor AkzoNobel en al haar *stakeholders*. De OK geeft in r.o. 3.35 AkzoNobel een aanwijzing om zich te beraden op de wijze waarop AkzoNobel de verstandhouding met dit deel van haar aandeelhouders kan normaliseren.

42. De OK is blijkens r.o. 3.36 van oordeel dat het verbeteren van de relatie tussen AkzoNobel en dit deel van haar aandeelhouders niet eenzijdig is. Ook aandeelhouders kunnen het bestuur en de RvC van AkzoNobel bewegen tot het afleggen van verantwoording door ex art. 2:110 en 111 BW het initiatief te nemen tot het bijeenroepen van een algemene vergadering.

43. De OK geeft geen oordeel (en treft op dit punt geen onmiddellijke voorzieningen) of de mate waarin en de wijze waarop AkzoNobel aan haar aandeelhouders verantwoording aflegt over de afwijzing van de voorstellen van PPG een gegronde reden is om aan een juist beleid of een juiste gang van zaken te twifelen. Dat kan bij de behandeling van het verzoek tot het gelasten van een enquête aan de orde komen, zo overweegt de OK in r.o. 3.37.

44. Wel stelt de OK wat betreft het afleggen van verantwoording blijkens r.o. 3.34 een grens. Het bestuur van een doelvennootschap moet zich ook bij de beoordeling van voorstellen van een potentiële bidder, onder toezicht van de RvC, richten op – in de termen van de NCGC – de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en daartoe de in aanmerking komende belangen van de *stakeholders* wegen. Het feit dat een besluit van de doelvennootschap om een bod niet te steunen niet strookt met de wil van (een meerderheid van) de aandeelhouders, betekent niet zonder meer dat de doelvennootschap in redelijkheid niet tot dat besluit heeft kunnen komen, aldus de OK.

45. De slotconclusie is dat de OK onvoldoende aanleiding ziet tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen en dat hij het verzoek daartoe dan ook afwijst. Voor het overige wordt de zaak aangehouden.

Commentaar en hoe verder?

46. In aanvulling op de *ABN AMRO*- en de *ASMI*-beschikkingen geeft deze beschikking nieuwe ijkpunten voor de corporate governance bij vijandige overnamebiedingen: (i) de positiebepaling van een doelvennootschap in reactie op voorstellen van een potentiële bidder behoort tot het bepalen van de strategie van de doelvennootschap, (ii) er bestaat geen algemene rechtsregel die een doelvennootschap ertoe verplicht inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen te voeren met een serieuze potentiële bidder die ongevraagd een serieuze

overnamevoorstel doet. Of inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen geboden zijn, hangt af van de omstandigheden van het concrete geval, (iii) het bestuur van een doelvennootschap dient zich ook bij de beoordeling van voorstellen van een potentiële bidder, onder toezicht van de RvC, te richten op – in de termen van de NCGC – de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en daartoe de in aanmerking komende belangen van de *stakeholders* te wegen, en (iv) het feit dat een besluit van de doelvennootschap om een bod niet te steunen niet strookt met de wil van (een meerderheid van) de aandeelhouders, betekent niet zonder meer dat de doelvennootschap in redelijkheid niet tot dat besluit heeft kunnen komen.

47. Ijkpunt (ii) sluit aan bij, zo u wilt: vult aan, de uit de HBG-beschikking voortvloeiende regel dat er geen verplichting is tot voorafgaande consultatie van de algemene vergadering is in het geval dat het bestuur van een vennootschap geen medewerking wil verlenen aan een in de openbaarheid gebracht onderhands bod op een wezenlijk deel van de activiteiten van de vennootschap. Zie HR 21 februari 2003, NJ 2003/182, m.nt. Ma en «JOR» 2003/57, m.nt. M. Brink (HBG), r.o. 6.4.2.

48. Ik plaats een aantal kanttekeningen bij de beschikking. Ook al zou, gelet op de omstandigheden van het geval, jegens een potentiële bidder een verplichting tot het voeren van inhoudelijke besprekingen en/of onderhandelingen bestaan, dan wil dat nog niet zeggen dat die bidder de eerste stap naar de overname heeft gezet. Ook dan kunnen bestuur en RvC van de doelvennootschap besluiten dat zij het bod niet ondersteunen. Dat volgt uit de ijkpunten (iii) en (iv).

49. De rechtsoverwegingen 3.14 tot en met 3.16 zijn naar mijn smaak niet helemaal goed gestructureerd. De OK had er beter aan gedaan eerst de algemene regels over de verplichting tot het voeren van inhoudelijke besprekingen en onderhandelingen (in die volgorde) te formuleren. R.o. 3.16 had dus halverwege r.o. 3.14 gezet kunnen worden, waarna vervolgens eerst concreet op de verplichting tot het voeren van inhoudelijk besprekingen en daarna concreet op de verplichting tot onderhandelen had kunnen worden ingegaan.

50. Ik plaats ook een inhoudelijke kanttekening bij rechtsoverwegingen 3.14 tot en met 3.16. In r.o. 3.14, eerste zin, overweegt de OK dat er geen algemene rechtsregel bestaat die een doelvennootschap ertoe verplicht inhoudelijke besprekingen te voeren met een serieuze potentiële bidder die ongevraagd een serieus overnamevoorstel doet. Vervolgens overweegt hij in r.o. 3.15: “Voor zover een gehoudenheid bestaat tot inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen, vloeit die voort uit de taakvervulling waartoe bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap jegens de vennootschap gehouden zijn.” Ik lees r.o. 3.15 als een uitwerking van r.o. 3.14. Eerst overweegt de OK immers dat er geen algemene rechtsregel is. Vervolgens overweegt hij, als er een dergelijke regel of verplichting zou zijn, dat die voortvloeit uit de taakvervulling van het bestuur *jegens de vennootschap*. Kennelijk doelt de OK op de interne norm van art. 2:9 lid 1 BW. Die norm richt zich echter niet tot een externe, potentiële bidder en kan daarom geen grondslag vormen voor een verplichting van een doelvennootschap tot het voeren van inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen, zover die verplichting zou bestaan, met een dergelijke bidder. In r.o. 3.16 overweegt de OK dat ook de redelijkheid en billijkheid niet tot een dergelijke verplichting kunnen leiden. Dat lijkt mij een juiste en meer zuivere benadering dan r.o. 3.15, waar de interne norm van behoorlijke taakvervulling centraal staat.

51. Aan het einde van r.o. 3.19 benadrukt de OK met zijn overweging ‘(de juistheid van) de door het bestuur en de raad van commissarissen gemaakte afwegingen als zodanig niet ter

beoordeling van de OK staan’ terecht dat sprake is van een marginale toetsing.

52. Een andere observatie is dat de OK in r.o. 3.34 kiest voor het Rijnlandse of stakeholdersmodel ter invulling van het vennootschappelijk belang, daarbij aanhakend bij principe 1.1 van de NCGC. Het bestuur is verantwoordelijk voor de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en formuleert daarbij een passende strategie. Het bestuur richt zich op de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en weegt daartoe de in aanmerking komende belangen van de stakeholders. De RvC houdt toezicht op het bestuur ter zake. Het Anglo-Amerikaanse of shareholdersmodel, waarin maximaal rendement voor de aandeelhouder meer centraal staat, wordt door de OK afgewezen waar hij overweegt: “*Om dezelfde reden is evenzeer denkbaar dat de doelvennootschap besluit een voorstel voor een potentiële bidder niet te steunen terwijl aannemelijk is dat een stand alone scenario minder aandeelhouderswaarde genereert (op lange termijn) dan het overnamevoorstel (op korte termijn).*”

53. De strategie voor de lange termijn waardecreatie is een nieuw element in de NCGC. De Commissie Van Manen heeft dit element als centraal thema van de nieuwe Code aangemerkt. Ook de thema’s risico, cultuur en verantwoorde beloning vormen hoofdpunten in de nieuwe Code. Deze thema’s zijn ook van belang bij de beoordeling van de houding van de verschillende activistische minderheidsaandeelhouders.

54. Daarnaast is r.o. 3.34 over de lange termijn waardecreatie een wat zwevende rechtsoverweging. Deze overweging zou heel goed ook direct na r.o. 3.27 hebben kunnen staan. De overweging had echter ook geheel weggelaten kunnen worden, omdat de OK aan het einde van r.o. 3.28 onder verwijzing naar de ASMI-beschikking al concludeert dat er geen gegronde reden is om aan een juist beleid en juiste gang van zaken te twifelen en in r.o. 3.31 de algemene regel over het afleggen van verantwoording formuleert (waarover dit deel van de beschikking gaat).

55. Wellicht heeft de OK met r.o. 3.34 beoogd een piketpaal te slaan, alvorens ter zake van het gebleken onbegrip onder de aandeelhouders een, zo komt mij voor, rechtvaardigheidsbeslissing te geven. Uit r.o. 3.33 tot en met 3.37 volgt dat de OK vindt dat aan dit onbegrip iets moet worden gedaan. Anders gezegd, de relatie tussen AkzoNobel en (een deel van) haar aandeelhouders moet worden verbeterd.

56. Dit brengt mij tot de opmerking dat er een bepaalde mate van tegenstrijdigheid of ongerijmdheid in de overwegingen van de OK zit. Uit de beschikking volgt dat, naast de hiervoor genoemde ijkpunten, (i) AkzoNobel de besluitvorming om te komen tot afwijzing van de voorstellen van PPG, kort gezegd, netjes heeft gedaan (zie bijvoorbeeld r.o. 2.55 en 3.18), en (ii) met PPG en Elliott correct heeft gecommuniceerd en (meer dan eens) heeft gesproken (zie bijvoorbeeld r.o. 3.21, 2.18, 2.28 en 2.30). De, en naar mijn mening juiste, strategie van AkzoNobel was deze kwestie klein te houden. Zij heeft ervoor gekozen om haar besluitvorming toe te lichten in bilaterale gesprekken met individuele aandeelhouders en analisten, omdat dit daartoe een geschikter middel zou zijn dan een informatieve BAVA (zie r.o. 3.33). In r.o. 3.23, waar het gaat om het voeren van inhoudelijke besprekingen en/of onderhandelingen, keurt de OK deze strategie feitelijk goed, waar hij overweegt: “*In deze omstandigheden is het niet onbegrijpelijk dat AkzoNobel er – in ieder geval ten tijde van de ontvangst van het derde voorstel van PPG op 24 april 2017 – minst genomen rekening mee hield dat (inhoud en verloop van) inhoudelijke besprekingen tussen AkzoNobel en PPG niet vertrouwelijk zouden blijven, met als gevolg dat een zodanige dynamiek zou ontstaan, onder meer met betrekking tot de beurskoers van AkzoNobel en de samenstelling van haar aandeelhoudersbestand,*

dat er geen begaanbare weg terug meer zou zijn.” Het afleggen van verantwoording aan aandeelhouders is iets anders dan het al dan niet verplicht zijn tot het voeren van besprekingen en/of onderhandelingen. Dat neemt niet weg dat de OK feitelijk de achterdeur openzet – in het kader van het verbeteren van de relatie met (een deel van) de aandeelhouders – om de discussie over de voorstellen van PPG bij wege van het achteraf afleggen van verantwoording *out in the open* te doen. Dit klemt te meer, omdat (i) geenszins uitgesloten is dat PPG op een later moment alsnog een vijandig bod doet en (ii) Elliott haar belang in AkzoNobel wellicht in dat kader heeft vergroot (zie hierna). De door de OK zorgvuldig opgebouwde regels over corporate governance bij vijandige biedingen (zie de hiervoor genoemde ijkpunten) zouden door deze, wat ik maar noem ‘rechtvaardigheidsoverwegingen’, doorbroken kunnen worden (of: ‘de leer van de redelijke uitkomst’, zie hierover: J.M. de Jongh en A.J.P. Schild, ‘De leer van de redelijke uitkomst’, in: *Wetenschappelijk Bijdragen. Bundel ter gelegenheid van het 35 jarig bestaan van het wetenschappelijk bureau van de Hoge Raad der Nederlanden*, Den Haag: Boom juridische uitgevers 2014, p. 197-205).

57. Een reden voor de aanwijzing aan AkzoNobel in r.o. 3.35 om de relatie met (een deel van) haar aandeelhouders te verbeteren is wellicht dat de OK, zoals ik in sub 34 opmerkte, er niet geheel van overtuigd lijkt zijn of AkzoNobel daadwerkelijk heeft opengestaan voor de mogelijkheid van een overname door PPG (zie r.o. 3.20).

58. Er is nog een andere ongerijmdheid of onduidelijkheid in de overwegingen van de OK. In r.o. 3.33, eerste volzin, komt in feite de vraag aan de orde waarom AkzoNobel geen informatieve BAVA bijeengeroepen heeft. Het Eerste, Tweede en Derde Bod van PPG, van respectievelijk 2 maart, 20 maart en 24 april 2017, betroffen telkens een voornemen of voorstel tot een (ongevraagd) overnamebod. Het Derde Bod werd daags vóór de jaarvergadering van AkzoNobel van 25 april 2017 ontvangen en werd op 8 mei 2017 afgewezen. Elliott heeft een dag later, op 9 mei 2017, haar enquêteverzoek ingediend. Dat verzoek is op 22 mei 2017 ter zitting behandeld. Tot 2 juni 2017 kon PPG een biedingsbericht ter goedkeuring bij de AFM indienen. Gelet op de eerder genoemde HBG-beschikking bestond er naar mijn mening voor AkzoNobel geen verplichting tot het bijeenroepen en houden van een informatieve BAVA vóór 2 juni 2017. Dat zou neerkomen op een voorafgaande ‘consultatie’. Toegegeven zij dat ‘informatie’ iets anders is dan ‘consultatie’. De scheidslijn daartussen kan echter tijdens een algemene vergadering in gevallen als deze dun zijn, mede als gevolg van de ontstane dynamiek voorafgaand en tijdens de vergadering. Gelet op de hiervoor genoemde data behoorde een informatieve BAVA in de periode vanaf de afwijzing van het Derde Bod tot de zittingsdatum gelet op de wettelijke oproepingstermijn, en los van organisatorische perikelen, niet tot de mogelijkheden. Ik kan mij ook voorstellen dat AkzoNobel eerst het verloop en de afloop van de zitting bij de OK en de ontwikkelingen tot 2 juni 2017 wenste af te wachten. De OK overweegt, wat betreft het laatste, in die zin ook in r.o. 3.37, laatste volzin. Samengevat, terecht concludeert de OK niet tot een verplichting voor AkzoNobel tot het bijeenroepen van een informatieve BAVA (zie ook r.o. 3.11, een na laatste volzin), maar wel tot het afleggen van verantwoording achteraf.

59. De OK heeft ter zitting van 22 mei 2017 alleen de verzochte onmiddellijke voorzieningen behandeld en het verzoek tot het gelasten van een enquête aangehouden. Gelet op het oordeel van de OK over de wijze waarop AkzoNobel tot afwijzing van de voorstellen van PPG is gekomen, is het onaannemelijk dat de OK op dit punt een enquête zal gelasten.

60. Dat ligt voorsnog ook niet voor de hand ten aanzien van de mate waarin AkzoNobel verantwoording heeft afgelegd en/of bereid is verantwoording af te leggen aan haar aandeelhouders. AkzoNobel maakte op 2 juni 2017 bekend dat zij de dialoog met haar aandeelhouders, waaronder PPG en Elliott, wenst te intensiveren. Het concern wenst hun visie te vernemen om zo meer inzicht te kunnen geven in haar strategie en haar besluiten ten aanzien van PPG’s biedingen. Daags na de beschikking pakt AkzoNobel de aanwijzing van de OK – wat daar verder van die aanwijzing zij – dus op. Als AkzoNobel het spel blijft spelen zoals zij dat tot nu toe heeft gespeeld, dan heeft het aangehouden enquêteverzoek weinig kans van slagen, zo lijkt mij.

61. Jan Hommen heeft een wettelijke termijn voor een time-out bij vijandige overnames (‘wettelijke bedenktijd’) voorgesteld. Dit voorstel is door anderen ondersteund, waaronder door de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) blijkens haar opinie in het FD van 12 mei 2017, en verworpen (zie voor een overzicht: M. Josephus Jitta, ‘Een “nieuwe” rol voor de Ondernemingskamer?’, *Ondernemingsrecht* 2017/62). De Minister van Economische Zaken heeft op 20 mei 2017 over dit onderwerp een brief aan de Tweede Kamer gezonden. Daags na deze beschikking van de OK is onder meer over dit voorstel in de Kamer gedebatteerd.

62. Deze beschikking laat zien dat de focus op de lange termijn niet ondersneeuwt ten faveure van winst op korte termijn. De vraag is dan of het voorstel voor een wettelijke bedenktijd niet te veel van het goede is gelet op de mogelijkheden die een doelvennootschap al heeft om een belager in ieder geval voor enige tijd op afstand te houden. Te denken is aan (i) gedifferentieerde aandelen, (ii) de responstijd (principe 4.1.6 en 4.17 NCGC, en de afdwinging daarvan: Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2836, «JOR» 2013/272, m.nt. Josephus Jitta, «JIN» 2013/197, m.nt. P. Haas (*Cryo-Save*)), (iii) beschermingsmaatregelen (principe 4.26 NCGC) – mede gelet op HR 18 april 2003, NJ 2003/286 (RNA), zie over de RNA-‘norm’ recent: M.W. den Boogert, ‘De beursgang en bescherming van ABN AMRO’, *Ondernemingsrecht* 2017/47, en (iv) een enquêteverzoek van de vennootschap, waarbij de OK in strijd met dwingend recht onmiddellijke voorzieningen kan bevelen om de onderneming te beschermen.

63. Mogelijk leidt een wettelijke bedenktijd tot een *Dutch discount* op (de waarde van) aandelen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Dat bezwaar wordt vaak naar voren gebracht, maar is – voor zover mij bekend – nimmer aangetoond. Andere bezwaren tegen het voorstel van de wettelijke bedenktijd zijn: (i) het is de vraag of het invoeren van de bedenktijd van een jaar Europeesrechtelijk houdbaar is, (ii) er lijkt geen reden te bedenken dat de responstijd in de NCGC onvoldoende bescherming zou bieden, (iii) het invoeren van een wettelijke bedenktijd van een jaar zou mogelijk leiden tot het afsluiten van de Nederlandse markt voor overnames. Dat is uit maatschappelijk oogpunt onwenselijk. De Nederlandse economie is gebaat bij ondernemingen met een sterke concurrentiepositie, (iv) er zijn overige (juridische) middelen tegen vijandige overnames en ongewenst aandeelhoudersactivisme, (v) de vraag is of deze middelen *niet*, maar de wettelijke bedenktijd *wel* tot een *level playing field* zoud(en) leiden. Het gaat echter te ver om op deze plaats deze discussie verder te ontwikkelen.

64. Wat er van de discussie over de wettelijke bedenktijd zij, primair is en blijft het de verantwoordelijkheid van het bestuur van de vennootschap, onder toezicht van de raad van commissarissen, om ervoor te zorgen dat sprake is van een sterke concurrentiepositie van de onderneming, in het belang van al haar stakeholders, ook wat de lange termijn betreft. Een wettelijke bedenktijd houdt een vijandige overname (van een

zwakke(re) concurrent) niet tegen. De markt zal en moet haar werk doen. Aandeelhouders hebben recht op rendement op hun investering. Het rendement op aandelen AkzoNobel bleef in vergelijking tot het rendement op aandelen PPG de afgelopen jaren fors achter. Volgens een bericht in het FD van 10 mei 2017 was het rendement op AkzoNobel-aandelen sinds 2007 127% en dat op PPG-aandelen 420%. Terecht dat Tweedy Browne, dat al 25 jaar in AkzoNobel belegt, in haar brief aan AkzoNobel daarbij vraagtekens zet (zie r.o. 2.51 en 3.30). Overigens staat die 25 jaar in schril contrast tot de periode die Elliott in AkzoNobel belegt, namelijk eerst vanaf eind 2016.

65. PPG had, zoals gezegd, tot 2 juni 2017 de tijd om bij de AFM een biedingsbericht ter goedkeuring in te dienen. In haar persbericht van 1 juni 2017 heeft PPG laten weten dat zij haar voorstel tot een voorgenomen bod intrekt en dat zij geen openbaar bod zal uitbrengen. PPG mag nu gedurende zes maanden geen nieuwe overnamepoging doen (zie art. 7 lid 7 Besluit openbare biedingen Wft).

66. Is met deze beschikking voor AkzoNobel de kous af? In juridisch opzicht wellicht eventjes. Elliott is echter nog steeds aandeelhouder en heeft inmiddels haar belang van 3 procent naar 5 procent uitgebreid. De toekomst zal leren wat haar intenties zijn. Wenst zij te profiteren van het superdividend van AkzoNobel na afsplitsing van Specialty Chemicals of komt er over enige tijd toch nog een (vijandig) bod van PPG, ondersteund door Elliott, nadat de hiervoor genoemde termijn van zes maanden is verstreken? Deze beschikking verhindert een mogelijke nieuwe overnamepoging van PPG niet.

R.A. Wolf

UdinkSchepel, Universiteit Leiden en Maastricht University (ICGI)

117
<p>Rechtbank Den Haag 10 mei 2017, nr. C/09/504538/HA ZA 16-112 ECLI:NL:RBDHA:2017:4885 (mr. Vogels) Noot A.M. Dumoulin-Siemens</p>
<p>Inkoop eigen aandelen. Beperkte balanstest. Uitkeringstest. Besluitvorming.</p>
<p>Inkoop eigen aandelen in vaststellingsovereenkomst, met verklaring dat voldaan is aan balanstest en uitkeringstest. Dat staat tussen partijen in onderlinge verhouding vast. Beroep nietigheid afgewezen.</p>
<p>[BW art. 2:14, 2:207a, 7:900, 7:902]</p>

Art. 2:207a lid 1 BW bepaalt dat de verkrijging van aandelen ten laste van de in art. 2:207 lid 2 BW genoemde wettelijke reserves of in strijd met een uitsluiting of beperking als bedoeld in art. 2:207 lid 4 BW nietig is. Bestuurders zijn hoofdelijk aansprakelijk jegens de vervreemder te goeder trouw die door de nietigheid schade leidt. Art. 2:207 lid 2 BW bepaalt dat de vennootschap, behalve om niet, geen volgestorte eigen aandelen mag verkrijgen indien het eigen vermogen, verminderd met de verkrijgingsprijs, kleiner is dan de reserves die krachtens de wet of de statuten moeten worden aangehouden (ook wel genoemd de beperkte 'balanstest') of indien het bestuur weet of redelijkerwijs behoort te voorzien dat de vennootschap na de verkrijging niet zal kunnen voort blijven gaan met het betalen van haar opeisbare schulden (ook wel genoemd de 'uitke-

ringstest'). De wet schrijft niet voor wanneer en aan de hand waarvan moet worden bepaald of die balanstest positief uitpakt. Uitgangspunt is dat het bestuur van een vennootschap beslist over de inkoop van aandelen van de vennootschap. De rechtbank overweegt in dit verband het volgende.

In art. 9.4 van de vaststellingsovereenkomst heeft EDR Investments als bestuurder van TCS expliciet verklaard dat is voldaan aan hetgeen is bepaald in art. 6 van de statuten. De rechtbank maakt daar uit op dat wordt verklaard dat is voldaan aan zowel voornoemde balans- als uitkeringstest. Dat staat dus in hun onderlinge verhouding tussen alle partijen bij de vaststellingsovereenkomst, waaronder ook TCS, vast. Reeds daarom kan dit verweer van TCS niet slagen.

Verder heeft TCS als verweer gevoerd dat het besluit tot de inkoop van de eigen aandelen door TCS nietig is op grond van art. 2:14 BW. Op basis van art. 6 van de statuten had een balans- en uitkeringstest moeten plaatsvinden. Door het ontbreken van een balans- en uitkeringstest is het besluit van het bestuur van TCS om de eigen aandelen in te kopen nietig wegens strijd met de statuten, aldus TCS. De rechtbank is van oordeel dat ook dit verweer niet kan slagen, gelet op hetgeen onder 4.5. is overwogen.

Bij de beoordeling heeft de rechtbank in aanmerking genomen dat Lindeberg en TCS in art. 11 van de vaststellingsovereenkomst zijn overeengekomen dat zij zich niet zullen beroepen op nietigverklaring van die overeenkomst. Dat past ook bij de aard van een vaststellingsovereenkomst die immers strekt tot beëindiging of voorkoming van onzekerheid of geschil (art. 7:900 BW). Gelet op de belangen van partijen bij de totstandkoming van een minnelijke regeling is een dergelijke overeenkomst zelfs geldig als zij in strijd mocht blijken met dwingend recht (art. 7:902 BW).

de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid
Lindeberg Holding B.V.,
gevestigd te Beverwijk,
eiseres,
advocaat mr. W. de Vries te Den Haag,
tegen
de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid
TCS Aquisitie B.V.,
gevestigd te Den Haag,
gedaagde,
advocaat mr. G.J. Schras te Rotterdam.

Partijen zullen hierna Lindeberg en TCS genoemd worden.

Rechtbank:

1 De procedure

1.1. Het verloop van de procedure blijkt uit:

- de dagvaarding van 21 januari 2016, met producties;
- de conclusie van antwoord, met producties;
- het tussenvonnissen van 4 mei 2016, waarbij een comparitie van partijen is bevolen;
- het proces-verbaal van comparitie van 5 juli 2016.

1.2. Het proces-verbaal van de comparitie van partijen is met instemming van partijen buiten hun aanwezigheid opgemaakt. Partijen zijn in de gelegenheid gesteld om opmerkingen te maken over het proces-verbaal voor zover het feitelijke onjuistheden betreft. TCS heeft daarvan bij brief van 19 juli 2016 gebruik gemaakt. Deze brief is aan het proces-verbaal gehecht en maakt onderdeel uit van het procesdossier.

1.3. Ten slotte is een datum voor vonnis bepaald.