

Mr. dr. R.A. Wolf*

Overnameperikelen: Elliott International, L.P. c.s., AkzoNobel en PPG Industries. Een analyse

In deze bijdrage staan centraal de ongevraagde voorstellen van PPG Industries, Inc. tot overname van de gewone aandelen aan het bestuur van AkzoNobel en de procedures die door het activistische hedge fund Elliott International, L.P. in dat kader zijn aangespannen. AkzoNobel heeft die voorstellen afgewezen. Zij vond dat die voorstellen niet in het belang van AkzoNobel en haar stakeholders waren. Elliott International, L.P. en een aantal aandeelhouders zijn het met de opstelling van en de gang van zaken binnen AkzoNobel niet eens. Zij hebben bij de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam een verzoek ingediend tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen en het instellen van een enquête. Op 29 mei 2017 heeft de Ondernemingskamer bij beschikking (ECLI:NL:GHAMS:2017:1965) de verzochte onmiddellijke voorzieningen afgewezen.



Vervolgens heeft Elliott International, L.P. c.s. een verzoek tot het bijeenroepen van een buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders met als enig agendapunt het ontslag van president-commissaris Burgmans bij de voorzieningenrechter ingediend. Op 10 augustus 2017 wees de voorzieningenrechter bij beschikking (ECLI:NL:RBAMS:2017:5845) dat verzoek af.

De auteur bespreekt in deze bijdrage beide beschikkingen, plaatst daarbij kanttekeningen en gaat ook in op de actualiteiten rond AkzoNobel (waaronder de stand still-overeenkomst met Elliott International, L.P.) en het voorstel tot een wettelijke bedenktijd.

1. Inleiding

PPG Industries, Inc. (hierna: PPG) heeft aan het bestuur van AkzoNobel driemaal een ongevraagd voorstel tot overname van de gewone aandelen gedaan. AkzoNobel – een directe concurrent van PPG – heeft die voorstellen afgewezen, omdat deze naar haar mening niet in het belang van AkzoNobel en haar stakeholders waren. Een aantal aandeelhouders, waaronder het activistische hedge fund Elliott International, L.P. (hierna: Elliott), dat samen meer dan 10% van de aandelen in het kapitaal van AkzoNobel vertegenwoordigt, heeft een verzoek aan het bestuur van AkzoNobel gedaan om een buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: bava) bijeen te roepen. Op de verzochte bava zou het

ontslag van de president-commissaris van AkzoNobel, de heer A. Burgmans, op de agenda staan. Elliott beschouwde Burgmans als kwade genius achter de afwijzingen van AkzoNobel. Elliott c.s. was het met de opstelling van en de gang van zaken binnen AkzoNobel niet eens en diende bij de Ondernemingskamer (hierna: OK) van het Gerechtshof Amsterdam een verzoek in tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen en het instellen van een enquête.

Op 29 mei 2017 heeft de OK een beschikking¹ (hierna: OK-beschikking) gewezen in de overnameperikelen bij AkzoNobel. Op 10 augustus 2017 heeft de voorzieningenrechter bij beschikking (hierna: BAVA-beschikking) op het verzoek Elliott c.s. tot het bijeenroepen van een bava met als enig agendapunt het ontslag van president-

* Mr. dr. R.A. (Rogier) Wolf is advocaat bij UdinkSchepel Advocaten in Den Haag, universitair docent aan de Universiteit Leiden en Maastricht University (ICGI) en redacteur van dit tijdschrift. De actualiteit rond AkzoNobel wijzigt met de dag. Deze bijdrage is afgesloten op 17 september 2017.

1. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965. Zie over deze beschikking ook: F.M. Peters & F. Eikelboom, 'De strijd over het agenderingsrecht tussen Elliott en Akzo', *WPNR* 2017/7156, p. 496-503 (hierna: Peters & Eikelboom 2017), F.G.K. Overkleef, 'AkzoNobel, PPG en de Ondernemingskamer', *MvO* 2017, afl. 5/6, p. 137 (hierna: Overkleef 2017), en M.J.G.C. Raaijmakers, 'AkzoNobel. Bestuursautonomie in de beurs-NV: behoud stand alone strategie en afwijzing overnamevoorstel', *Ars Aequi* 2017, afl. 9, p. 713-722 (hierna: Raaijmakers 2017).

commissaris Burgmans afgewezen.² De overnamestrijd rond AkzoNobel en haar perikelen staan volop in de media in de belangstelling.

In deze bijdrage bespreek ik deze beschikkingen.³ Ik begin met een samenvatting van de feiten (paragraaf 2) en van de OK-beschikking (paragraaf 3). Mijn commentaar op de OK-beschikking komt in paragraaf 4 aan de orde. In paragraaf 5 ga ik als intermezzo in op de door AkzoNobel uitgeschreven bava van 8 september 2017. Vervolgens behandel ik in paragraaf 6 de BAVA-beschikking en geef ik daarop commentaar. In paragraaf 7 komt het standstill-akkoord tussen AkzoNobel en Elliott aan de orde. In paragraaf 8 ga ik in op het voorstel tot een wettelijke bedenktijd. Ik sluit deze bijdrage in paragraaf 9 af met enkele slotopmerkingen in het kader van een mogelijk nieuw bod van PPG.

Bij de bespreking van deze beschikkingen moet in het achterhoofd gehouden worden dat niet Elliott, maar PPG, overnamevoorstellen aan AkzoNobel heeft gedaan. Voorstellen die naar mening van AkzoNobel ongewenst zijn. PPG heeft tot 2 juni 2017 boven de markt laten hangen of zij daadwerkelijk een bod zou uitbrengen. Ook een vijandige overname van AkzoNobel heeft zij blijkens haar uittalingen in de media nimmer uitgesloten. Elliott belegt eerst sinds eind 2016 in AkzoNobel. Haar (activistische) strategie is blijkens de beschikkingen erop gericht om op de ongewenste overnamevoorstellen van PPG mee te liften. Als PPG als gevolg van de afwijzende houding van AkzoNobel zou afhaken, raakt dat het investeringsbelang van Elliott. Dat belang bestaat uit kortetermijnwinst op haar participatie van eind 2016.

2. De feiten

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: (voorheen) Büchner en Castella.⁴ 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 (hierna: Stichting).

PPG heeft drie activiteiten: Performance Coatings, Industrial Coatings en Glass. In 2016 was zij wereldwijd marktleider in verf en coatings.

Onder meer Elliott (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) houden aandelen in AkzoNobel. Het gaat dus voornamelijk om Anglo-Amerikaanse investeringsfondsen en vermogensbeheerders.

Op 2 maart 2017 heeft PPG een ongevraagd, niet-bindend en voorwaardelijk voorstel gedaan tot het verwerven van alle gewone aandelen in AkzoNobel (hierna: 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.

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 synergiën) kleven. Daarnaast is het Eerste Bod niet in het belang van stakeholders, zoals klanten, aandeelhouders en medewerkers, en heeft het slechts in beperkte mate oog voor het duurzaamheidsbeleid (milieu) 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 wenst aan te gaan. Zij ziet meer in een *stand alone*-strategie.

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.

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 met PPG in gesprek is gegaan.

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 (hierna: Tweede Bod). Het Tweede Bod vertegenwoordigde een waarde van € 90 (cum dividend) voor het aandeel AkzoNobel.

Op 22 maart 2017 heeft AkzoNobel bij unaniem besluit van het bestuur en de RvC het Tweede Bod afgewezen. Zij wees 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 medegedeeld 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'.⁵ Op 24 en 29 maart 2017 heeft AkzoNobel met Elliott gesproken.

De COR en de Europese Ondernemingsraad van AkzoNobel steunen het beleid van het bestuur.

2. ECLI:NL:RBAMS:2017:5845.

3. Deze bijdrage is ook een bewerking en aanvulling van mijn annotatie onder de OK-beschikking in *JIN* 2017/116.

4. Büchner is op 19 juli 2017 afgetreden. Zijn opvolger Vanlancker nam direct zijn taken waar. Hij is op de bava van 8 september 2017 als lid van de RvB benoemd. Op 8 september 2017 werd bekend dat CFO Maëlys Castella wegens gezondheidsproblemen uit het bestuur van AkzoNobel terugtreedt.

5. Zie r.o. 2.24 van de OK-beschikking.

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% van het geplaatste aandelenkapitaal van AkzoNobel vertegenwoordigden, aan het bestuur en de RvC van AkzoNobel het verzoek gedaan (hierna: *Shareholders 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.

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 veertien dagen beantwoord.

Op 19 april 2017 heeft AkzoNobel haar *stand alone*-strategie gepresenteerd (hierna: *Investor Update*), waarbij onder meer nader ingegaan is op de afsplitsing van Specialty Chemicals en de versnelling van duurzame groei (hernieuwbare energie, CO₂-neutraal, investeringen in R&D etc.) en winstgevendheid (kostenbesparing, toename dividend en superdividend). Op 21 april 2017 heeft AkzoNobel met Elliott gesproken.

Op 22 april 2017 is het *Shareholders Request* door AkzoNobel afgewezen.

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 (hierna: Derde Bod). PPG heeft daarbij medegedeeld dat haar bod superieur is aan het *stand alone*-scenario van AkzoNobel. PPG is voorts ingegaan op een aantal eerder geuite zorgen van AkzoNobel.⁶

Op 25 april 2017 heeft AkzoNobel Elliott laten weten het verzoek om een bava bijeen te roepen af te wijzen. Zij heeft medegedeeld 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.

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.

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.

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.

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 haar *stakeholders* en dat dit belang het best gediend blijft met het beleid, zoals dat door AkzoNobel uiteen is gezet tijdens de *Investor Update*.⁷

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 2017.

Elliott, PPG en 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.⁸

3. Samenvatting oordeel OK

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 kortst mogelijke termijn een bava bijeen te roepen met het 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.⁹

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

6. Zie r.o. 2.44 van de OK-beschikking.

7. Zie r.o. 2.56 van de OK-beschikking.

8. Zie r.o. 2.14-2.61 van de OK-beschikking.

9. Voor de grondslag van het verzoek van Elliott verwijs ik korthedshalve naar r.o. 3.1 e.v. van de OK-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.

voorlopig oordeel er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid of een juiste gang van zaken. Deze maatstaf noopt tot terughoudendheid, zo stelt de OK voorop.

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.

Wat betreft de wijze waarop AkzoNobel is gekomen tot afwijzing van de voorstellen van PPG overweegt de OK onder verwijzing naar de ABN AMRO-beschikking¹⁰ en ASMI-beschikking¹¹ 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 vooraangaande zeggenschap daarover.¹²

Vervolgens gaat de OK in r.o. 3.12 in op de maatstaf die het bestuur moet hanteren in het kader van die positiebepaling. Zij verwijst daarbij naar de kernregels uit de Cancun-beschikking(en):¹³ het bestuur van AkzoNobel onder toezicht van de RvC moet zich richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. 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 tussen partijen in geschil.

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 potentiële bidder die ongevraagd een 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 in-

houd 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.¹⁴

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. 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 dit niet anders.¹⁵

In r.o. 3.16 maakt de OK duidelijk dat er evenmin een 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 bindingen kunnen frustreren en de belangen van de desbetreffende bidders onevenredig kunnen schaden.

Vervolgens gaat de OK in op het interne besluitvormingsproces bij AkzoNobel¹⁶ en concludeert¹⁷ 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.

Toch lijkt de OK niet geheel overtuigd. Zij 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*.

Daarna gaat de OK in op de interactie tussen AkzoNobel en PPG en zet daarvoor de feiten op een rij.¹⁸ In r.o. 3.22 concludeert zij dat AkzoNobel in haar reactie op het Eerste Bod en het Tweede Bod telkens aan PPG te kennen

10. HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, NJ 2007/434, m.nt. Ma.

11. HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde en JOR 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken.

12. R.o. 3.9-3.11 van de OK-beschikking.

13. Onder meer HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799, JOR 2014/290, m.nt. R.G.J. de Haan.

14. R.o. 3.14 van de OK-beschikking.

15. Zie r.o. 3.15 van de OK-beschikking.

16. R.o. 3.18 van de OK-beschikking.

17. R.o. 3.19 van de OK-beschikking.

18. Zie r.o. 3.21 van de OK-beschikking.

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.

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,¹⁹ en (iv) aan AkzoNobel gebleken was van contacten tussen Elliott en PPG.²⁰ 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. In dat geval 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.

De conclusie van de OK is dat AkzoNobel bij de afwijzing van de voorstellen van PPG 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 twijfelen aan het beleid en de gang van zaken van AkzoNobel.

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 medegedeeld. 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 waaruit blijkt van mogelijke afstemming met PPG,²¹ kon AkzoNobel het *Shareholders 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 *Shareholders Request* niet kan worden aangemerkt

als een gegronde reden om aan een juist beleid en juiste gang van zaken te twijfelen.

In r.o. 3.29 e.v. gaat de OK in op de vraag of AkzoNobel naar aanleiding van het *Shareholders 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 hebben 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. AkzoNobel heeft haar besluitvorming in bilaterale gesprekken met individuele aandeelhouders en analisten toegelicht,²² omdat dit daartoe een geschikter middel zou zijn dan een informatieve bava. 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 in de beslotenheid van die gesprekken niet kan delen.

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.

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 2:111 BW het initiatief te nemen tot het bijeenroepen van een algemene vergadering.

De OK geeft geen oordeel (en treft op dit punt geen onmiddellijke voorzieningen) of de mate waarin en de wijze

19. Zie r.o. 2.24, 2.31, 2.32, 2.34, 2.38, 2.39, 2.40 en 2.48 van de OK-beschikking.

20. Zie r.o. 2.36 van de OK-beschikking.

21. Zie r.o. 2.36 van de OK-beschikking.

22. Zie bijvoorbeeld r.o. 2.28, 2.30 en 2.42 van de OK-beschikking.

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. 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.

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 NCG – de langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en de daartoe in aanmerking komende belangen van de *stakeholders* te 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.

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

4. Commentaar op de OK-beschikking

4.1. Inleiding

4.1.1. Bestuursautonomie en strategie van de vennootschap

Deze beschikking past in de lijn van de rechtspraak vanaf 2007 over de bestuursautonomie, althans de herwaardering daarvan ten nadele van of herijking van de invloed van aandeelhouders.²³ Als voorloper van deze ontwikkeling noem ik de HBG-beschikking uit 2003, waarin de Hoge Raad overwoog dat er geen verplichting bestaat tot voorafgaande consultatie van de algemene vergadering van aandeelhouders 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.²⁴ In de ABN AMRO-beschikking uit 2007 overwoog de Hoge Raad dat (i) het bepalen van de strategie van een vennootschap en de daaraan verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur van de vennootschap, (ii) de raad van commissarissen daarop toezicht houdt en (iii) de algemene vergadering van aandeelhouders haar opvattingen ter zake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten. De Hoge Raad voegde daaraan toe dat dit laatste in het algemeen betekent 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.²⁵ Deze overweging heeft de Hoge Raad herhaald in de ASMI-beschikking uit 2010. Hij voegde daaraan toe dat het aan het bestuur onder toezicht van de RvC is te beoordelen of, en in hoeverre, het wenselijk is daarover in overleg te treden met externe aandeelhouders.²⁶

Aandeelhouders, al dan niet activistische, roeren zich wel vaker. Zij trachten door het uitoefenen van aandeelhoudersrechten invloed uit te oefenen op de strategie van de vennootschap. Bij HBG, Stork,²⁷ ABN AMRO en ASMI ging het om de verkoop of afsplitsing van bedrijfsonderdelen. Bij Cryo-Save²⁸ en Boskalis/Fugro²⁹ stond de responstijd respectievelijk de (ontmanteling van) beschermingsconstructie centraal. In deze AkzoNobel-kwestie gaat het om de positiebepaling van een doelvennootschap in reactie op voorstellen van een potentiële bidder (PPG), waarover andere aandeelhouders (Elliott c.s.) klagen.

4.1.2. Wft en Besluit openbare biedingen Wft

Raaijmakers heeft in zijn annotatie in *Ars Aequi*³⁰ terecht erop gewezen dat de OK nalaat het gehele, algemene normatieve kader te schetsen en daaraan te toetsen: AkzoNobel is een beurs-N.V. en is gebonden aan de effectenrechtelijke regels, meer in het bijzonder aan de Wft en het Besluit openbare biedingen Wft. Ook PPG is aan deze regels gebonden. Ik zal op deze plaats het fraaie betoog van Raaijmakers niet herhalen; ik verwijs graag daarnaar. Bij de bespreking van de OK-beschikking zal ik enkele aspecten van de Wft en het Besluit openbare biedingen Wft kort noemen.

4.2. Nieuwe ijkpunten bij vijandige overnamebiedingen

In aanvulling op de ABN AMRO- en de AMSI-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

23. Zie hierover: J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas. De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief* (diss. Rotterdam), IVO-reeks deel 94, Deventer: Kluwer 2014, p. 455-466. Zie ook: M.J. van Ginneken, *Vijandige overnames. De rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten* (diss. UvA), IVO-reeks deel 79, Deventer: Kluwer 2010, i.h.b. p. 38-72, waar de normering van bestuurlijk handelen in vijandige overnamesituaties wordt besproken.

24. 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.

25. HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, *NJ* 2007/434, m.nt. Ma, r.o. 4.3.

26. HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde en *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken, r.o. 4.4.1.

27. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42, m.nt. J.M. Blanco Fernández en *Ars Aequi* 2007, afl. 4, m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers.

28. Hof Amsterdam (OK) 6 september 2013, *JOR* 2013/272, m.nt. Josephus Jitta en *Ars Aequi* 2014, afl. 3, m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers.

29. Hof 's-Gravenhage 31 mei 2016, *JOR* 2016/181, m.nt. Nowak en *Ondernemingsrecht* 2016/89, m.nt. R.A.F. Timmermans.

30. Zie Raaijmakers 2017, p. 715 e.v.

die ongevraagd een serieus overnamevoorstel doet.³¹ 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 NCG – de langetermijnwaardecreatie 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.

Ijkkpunt (ii) past bij de uit de HBG-beschikking voortvloeiende en eerder aangehaalde regel dat er geen verplichting 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.

4.3. Geen verplichting tot het voeren inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen

Ik plaats een aantal kanttekeningen bij de beschikking. Ook al zou, gelet op de omstandigheden van het geval, jegens een potentiële bidder (zoals in de inleiding naar voren gebracht: PPG, en niet Elliott c.s.) een verplichting tot het voeren van inhoudelijke besprekingen en/of onderhandelingen bestaan, dan wil dat nog niet zeggen dat die bidder (hier: PPG) 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 ijkkpunten (iii) en (iv).

De rechtsoverwegingen 3.14 tot en met 3.16 zijn naar mijn smaak niet helemaal goed gestructureerd. Een volgorde had kunnen zijn 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 inhoudelijke besprekingen en daarna concreet op de verplichting tot onderhandelen had kunnen worden ingegaan.

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 overnamevoorstel doet. Vervolgens overweegt zij 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 zij, 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 (zoals PPG) en kan daarom geen grondslag vormen voor een eventuele verplichting van een doelvennootschap tot het voeren van inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen, zover die verplichting zou bestaan, met een dergelijke bidder. Het kan zijn dat de OK verwijst naar de regel van art. 2:129 lid 5 BW dat het bestuur zich moet richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.

In r.o. 3.16 overweegt de OK: ‘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 (...), maar dat geeft degene die ongevraagd een voorstel tot overname doet geen aanspraak op onderhandelingen met de doelvennootschap’. Dat lijkt mij een duidelijkere en meer zuivere benadering dan r.o. 3.15, waar de interne norm van behoorlijke taakvervulling centraal staat.

Aan het einde van r.o. 3.19 benadrukt de OK met haar overweging ‘(de juistheid van) de door het bestuur en de raad van commissarissen gemaakte afwegingen ten aanzien van de voorstellen van PPG als zodanig niet ter beoordeling van de OK staan’ dat sprake is van een marginale toetsing.³²

4.4. Het vennootschappelijke belang: stakeholdersmodel

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 langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en weegt de daartoe 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 zij 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).’ Het belang van de aandeelhouder is een van het in aanmerking te nemen

31. Een dergelijke regel is naar aanleiding van HR 18 april 2003, NJ 2003/286, m.nt. Ma en JOR 2003/110, m.nt. Blanco Fernández (RNA) wel verdedigd. Zie bijvoorbeeld onderdeel 1 van de noot van Maeijer. Meer recent door Huub Willems in het FD van 20 mei 2017, p. 6-7.

32. Zie HR 12 juni 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145, NJ 2013/461, m.nt. Van Schilfgaarde; JOR 2013/301, m.nt. E.E.U. Vroom; *Ondernemingsrecht* 2013/123, m.nt. B. Bier (VEB/KLM), r.o. 3.4.3.

belang in een situatie als deze, maar staat dus niet voorop ook als dit leidt tot minder aandeelhouderswaarde.³³

De strategie voor de langetermijnwaardecreatie 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.

Daarnaast is r.o. 3.34 over de langetermijnwaardecreatie een wat zwevende rechtsoverweging. Deze overweging zou heel goed ook direct na r.o. 3.27 (over de afwijzing van het *Shareholders Request*) hebben kunnen staan. De overweging – r.o. 3.34 dus – had echter ook geheel weggelaten kunnen worden, omdat de OK aan het einde van r.o. 3.28 onder verwijzing naar de ASMI-beschikking³⁴ al concludeert dat er geen gegronde reden is om aan een juist beleid en juiste gang van zaken te twijfelen en in r.o. 3.31 de algemene regel over het afleggen van verantwoording formuleert (waarover dit deel van de beschikking gaat, namelijk vanaf r.o. 3.26).

4.5. *Onbegrip bij een deel van de aandeelhouders*

Wellicht heeft de OK met r.o. 3.34 (zoals de OK het kort gezegd formuleert: *'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.'*) 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. 3.35-3.37 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.

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,³⁵ en (ii) met PPG en Elliott correct heeft gecommuniceerd en (meer dan eens) heeft gesproken.³⁶ De, en naar mijn mening juiste, strategie van AkzoNobel was deze kwestie klein te houden. Zij heeft ervoor gekozen om haar besluit-

vorming toe te lichten in bilaterale gesprekken met individuele aandeelhouders en analisten, omdat dit daartoe een geschikter middel zou zijn dan een informatieve bava.³⁷ 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 zij 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 klemmt 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).³⁸ 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.³⁹

Het blijft echter zoeken naar de juridische grondslag voor de kennelijke verplichting van AkzoNobel om aan het gebleken onbegrip onder (een deel van) haar aandeelhouders iets te doen, te meer omdat het slechts ging om voorgenomen biedingen van PPG en door PPG een vijandig bod niet uitgesloten was blijkens haar uitlatingen in de media.⁴⁰ Anders gezegd, op welke rechtsregel is de overweging gebaseerd dat het op de weg van het bestuur en de RvC van AkzoNobel ligt om zich te beraden op de wijze waarop AkzoNobel de verstandhouding met dit deel van haar aandeelhouders kan normaliseren (r.o. 3.35)?⁴¹

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 hiervoor opmerkte, niet geheel overtuigd lijkt zijn of AkzoNobel

33. In gelijke zin: Overkleef 2017, p. 137.

34. Het is aan het bestuur, onder toezicht van de RvC, te beoordelen of, en in hoeverre het wenselijk is over de strategie in overleg te treden met de aandeelhouders.

35. Zie bijvoorbeeld r.o. 2.55 en 3.18 van de OK-beschikking.

36. Zie bijvoorbeeld r.o. 3.21, 2.18, 2.28 en 2.30 van de OK-beschikking.

37. Zie r.o. 3.33 van de OK-beschikking.

38. Inmiddels is na de OK-beschikking gebleken dat Elliott haar belang in AkzoNobel heeft vergroot.

39. Of: 'de leer van de redelijke uitkomst', zie hierover: J.M. de Jongh & 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.

40. Herhaald zij dat PPG op het moment van de OK-beschikking nog geen biedingsbericht ter goedkeuring bij de AFM had ingediend, zij boven de markt liet hangen of zij dat ging doen (en ook een vijandig overnamebod niet uitsloot) en eerst daags na de OK-beschikking liet weten daarvan af te zien. Art. 18 Bob Wft speelde op dat moment geen rol, zodat ook die bepaling niet tot een juridische grondslag kan leiden voor een verplichting van AkzoNobel om iets aan het gebleken onbegrip te doen.

41. Of moet dit onder de algemene noemer van de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW worden geschaard? Als de OK dit bedoeld heeft, dan was een verwijzing naar die regel op zijn plaats geweest.

daadwerkelijk heeft opengestaan voor de mogelijkheid van een overname door PPG.⁴² Als de OK die opvatting zou zijn toegedaan, dan had dat in de overwegingen van de OK-beschikking tot uitdrukking moeten komen, maar ook dan blijven de hiervoor opgekomen vragen onbeantwoord.

4.6. Informatieve bava?

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.⁴³ Gelet op de eerder genoemde HBG-beschikking bestond er naar mijn mening voor AkzoNobel geen verplichting tot 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 aan 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 in die zin ook:

*‘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.’*⁴⁴

De OK laat echter na te verwijzen naar art. 18 Bob Wft. Daarin is bepaald dat de doelvennootschap een algemene vergadering moet houden ter bespreking van het uitgebrachte openbaar bod. Ten tijde van de OK-beschikking had PPG nog geen volledig bod uitgebracht. Zij had daartoe alleen voornemens kenbaar gemaakt en had boven de markt laten hangen of zij een biedingsbericht ter

goedkeuring bij de AFM zou indienen. Eerst na de OK-beschikking heeft zij laten weten van dat laatste vooralsnog af te zien. Anders gezegd, voor AkzoNobel als beurs-N.V. bestond geen effectenrechtelijke regel tot het houden van een informatieve bava. Dit element ontbreekt in de OK-beschikking.⁴⁵

Samengevat, de OK concludeert terecht niet tot een verplichting voor AkzoNobel tot het bijeenroepen van een informatieve bava, maar wel tot het afleggen van verantwoording achteraf.⁴⁶

4.7. Agenderingsrecht

Peters & Eikelboom hebben naar aanleiding van de OK-beschikking betoogd dat de OK ten onrechte het bava-verzoek als onmiddellijke voorziening heeft geweigerd, althans ten onrechte in het midden liet of het bava-verzoek van Elliott op grond van art. 2:110/111 BW toewijsbaar was.⁴⁷ Ik deel hun standpunt wat betreft de OK-procedure niet en, zoals hierna zal blijken, wat betreft de machtigingsprocedure wel.

In de eerste plaats is het beoordelingskader van een enquêteprocedure in het kader waarvan ook voorlopige voorzieningen kunnen worden getroffen anders dan het beoordelingskader van een art. 2:110/111 BW-procedure. In de machtigingsprocedure gaat het erom of verzoekers summierlijk hebben doen blijken dat aan de voorwaarden van art. 2:110 BW is voldaan en dat zij een redelijk belang hebben bij het houden van een vergadering. In een enquêteprocedure wijst de OK het verzoek slechts toe wanneer blijkt van gegronde redenen om aan een juist beleid of juiste gang van zaken te twijfelen.⁴⁸ In het geval van deze OK-procedure lag de lat nog hoger, omdat de OK, als nog geen onderzoek is gelast, slechts onmiddellijke voorzieningen kan treffen als daarvoor voldoende zwaarwegende redenen zijn en naar het voorlopig oordeel van de OK er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid of een juiste gang van zaken. Die maatstaf noopt tot terughoudendheid.⁴⁹ Kort gezegd, de aard van en de maatstaf in beide procedures zijn anders.

In de tweede plaats heeft Elliott haar verzoek aan de OK breed ingestoken.⁵⁰ AkzoNobel heeft de voorstellen van PPG niet zorgvuldig en open minded afgewogen en afgewezen, geen inhoudelijk overleg met PPG gevoerd en slechts vastgehouden aan haar *stand alone*-strategie, aldus Elliott. Elliott beschouwde Burgmans als de kwade genius achter deze gang van zaken. De door Elliott verzochte onmiddellijke voorziening zag op het beleggen van een bava met als enig agendapunt het ontslag van Burgmans. Gelet op die brede insteek is het niet verwonderlijk dat de OK, tegen de achtergrond van de aard van de procedure en het hiervoor genoemde beoordelingskader, twee punten als de essentie bestempelt, namelijk (i) de wijze

42. Zie r.o. 3.33 van de OK-beschikking.

43. Art. 2 Besluit openbare biedingen Wft.

44. R.o. 3.37, laatste volzin, van de OK-beschikking.

45. In gelijke zin: Raaijmakers 2017, p. 717.

46. Zie ook r.o. 3.11, een-na-laatste volzin, van de OK-beschikking: *‘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’.*

47. Peters & Eikelboom 2017, p. 499-501.

48. Zie art. 2:350 lid 1 BW.

49. Zie r.o. 3.7 van de OK-beschikking en art. 2:349a lid 3 BW.

50. Zie r.o. 3.1 van de OK-beschikking.

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. 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 waaruit blijkt van mogelijke afstemming met PPG,⁵¹ kon AkzoNobel het *Shareholders 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. Onder verwijzing naar de ASMI-beschikking is de OK van oordeel dat in de gegeven omstandigheden de afwijzing van het *Shareholders Request* niet kan worden aangemerkt als een gegronde reden om aan een juist beleid en juiste gang van zaken te twifelen, aldus de OK over punt (ii) in r.o. 3.28 in het bijzonder.

In de derde plaats, in de laatste volzin van r.o. 3.28 overweegt de OK dat zij niet treedt in de vraag of een verzoek tot machtiging tot bijeenroeping van een aandeelhoudersvergadering aan de voorzieningenrechter toewijsbaar is. Naar mijn mening heeft de OK met deze toevoeging slechts willen zeggen dat haar oordeel losstaat en kan staan van, ofwel: anders kan luiden dan, het oordeel van de voorzieningenrechter in een machtigingsprocedure, juist gelet op het verschil in de aard van die procedures en hun beoordelingskader. Het een sluit het ander niet uit. Zo lees ik ook r.o. 3.36 waarin de OK overweegt dat ook aandeelhouders zelf het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel kunnen bewegen tot het afleggen van verantwoording over de besluitvorming ten aanzien van de voorstellen van PPG door op de voet van art. 2:110 en 2:111 BW het initiatief te nemen tot bijeenroepen van een algemene vergadering.

Anders gezegd, in plaats van de zaak breed en met een zwaarder toetsingskader aan de OK voor te leggen, had Elliott er ook voor kunnen kiezen om de weigering van AkzoNobel om een bava uit te schrijven voor te leggen aan de voorzieningenrechter ex art. 2:111 BW. Niet uit te sluiten is dat die mildere aanpak minder goed past in haar strategie als activistische aandeelhouder, of dat er andere motieven aan de keuze voor de gang naar de OK ten grondslag lagen.⁵²

4.8. *Het aangehouden verzoek tot het gelasten van een enquête*

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 vooralsnog onaannemelijk dat de OK op dit punt een enquête zal gelasten, voor zover het enquêteverzoek nog zal worden behandeld (zie hierna).

Dat ligt vooralsnog 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 verder van die aanwijzing zij – dus op. Ook meer recent voert AkzoNobel een charmeoffensief⁵³ en heeft zij op 27 juli 2017 maatregelen aangekondigd om de relatie met haar aandeelhouders te verbeteren.⁵⁴ 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.

5. *Intermezzo*

Met de OK-beschikking is de kous nog niet af. Ten eerste, omdat de OK-beschikking een uiteindelijke overname niet belemmert. Ten tweede, omdat het (inmiddels) aangehouden verzoek van Elliott tot het gelasten van een onderzoek naar de gang van zaken bij AkzoNobel rond de afwijzing van de voorstellen van PPG nog steeds boven de markt hangt.⁵⁵ Weliswaar is de behandeling van dat verzoek op verzoek van Elliott c.s. en AkzoNobel vanwege het hierna te bespreken stand still-akkoord aangehouden en komt dat onderzoek er dus niet op korte termijn, maar niet gezegd is dat van uitstel afstel komt. De ontwikkelingen na 29 mei 2017 zal de OK bij een eventuele behandeling betrekken. En dus is in zekere zin het spel nog steeds op de wagen.

Intussen is Ton Büchner op 19 juli 2017 als CEO van AkzoNobel afgetreden en is Thierry Vanlancker benoemd tot CEO. Hij moest echter nog door de aandeelhouders worden benoemd tot voorzitter van de RvB van AkzoNobel.

AkzoNobel heeft op 25 juli 2017 een bava uitgeschreven. De bava vond op 8 september 2017 plaats.⁵⁶ Er zijn waren agendapunten: (i) benoeming van Vanlancker als lid van de RvB (stempunt), en (ii) nadere uitleg en discussie over de reactie van AkzoNobel op de ongevroegde en niet-bindende voorstellen van PPG in maart en april 2017 (discussiepunt). Met het eerste punt beoogt AkzoNobel de benoeming van Vanlancker, kort gezegd, te formaliseren. Met het tweede punt beoogt AkzoNobel uitvoering te geven aan de aanwijzing die zij van de OK heeft gekregen om de relatie met haar aandeelhouders te verbeteren

51. Zie r.o. 2.36 van de OK-beschikking.

52. De vraag is of in het geval dat een aandeelhouder, zoals Tweedy Browne, die anders dan Elliott al ruim 25 jaar aandelen in AkzoNobel houdt, samen met andere (minder activistische) aandeelhouders het voortouw had genomen en een verzoek ex art. 2:111 BW hadden ingediend (in plaats van de gang naar de OK) dat tot een andere uitspraak zou hebben geleid.

53. Zie het *FD* van 27 juni 2017, p. 1-3.

54. Zie www.akzonobel.com/nl/news_center/news/nieuws_persberichten/2017/akzonobel-belegt-bava-en-kondigt-acties-aan-om-relatie-aandeelhouders-te-verbeteren.aspx (laatst geraadpleegd op 17 augustus 2017).

55. De oorspronkelijke behandeling van het verzoek door de OK stond gepland op 20 september 2017.

56. Zie www.akzonobel.com/nl/bestuur/aandeelhoudersvergaderingen/bava/ (laatst geraadpleegd op 17 augustus 2017).

en tekst en uitleg te geven over haar reactie op de voorstellen van PPG en te horen wat haar aandeelhouders daarvan vinden. Met het oog op de behandeling van het (inmiddels) aangehouden enquêteverzoek door de OK was het voorgaande een goede timing van AkzoNobel. Voor de bava van 8 september 2017 konden door de aandeelhouders geen agendapunten meer worden aangedragen. De termijn daarvoor is 60 dagen voordat de bava plaatsvindt.⁵⁷ De bava is uitgeschreven op een termijn van 45 dagen.⁵⁸ Ook daar was Elliott – inmiddels 9,49% aandeelhouder – niet blij mee.⁵⁹ Het door haar aangedragen agendapunt was niet opgenomen; er konden geen agendapunten meer worden aangedragen. Zij heeft samen met York Capital Management (hierna: York) – 0,57% aandeelhouder in AkzoNobel – daarom de voorzieningenrechter verzocht zelf een bava te mogen uitschrijven met als agendapunt het ontslag van president-commissaris Burgmans. Op 10 augustus 2017 werd op dat verzoek beschikking gegeven. Deze BAVA-beschikking bespreek ik hierna.

Overigens is op de bava van 8 september 2017 het besluit tot benoeming van Vanlancker genomen en heeft AkzoNobel tekst en uitleg gegeven.⁶⁰

6. De beschikking van de voorzieningenrechter

6.1. Feiten

Elliott heeft samen met York een machtiging tot het bijeenroepen van een bava verzocht, met als agendapunt het ontslag van Burgmans als lid en voorzitter van de RvC. De feiten die aan dit verzoek ten grondslag liggen zijn dezelfde als de hiervoor weergegeven feiten bij de OK-beschikking, zij het dat het aandelenbelang van Elliott en York inmiddels is gewijzigd.⁶¹ In aanvulling op deze feiten gelden (i) de hiervoor door AkzoNobel uitgeschreven bava en (ii) de aankondiging van Burgmans dat hij naar verwachting in april 2018 zal aftreden in verband met het aflopen van zijn benoemingstermijn.⁶²

6.2. Preliminaire verweren

In deze verzoekschriftprocedure komt de ontvankelijkheid van Elliott en York in de zin van art. 2:110 BW aan de orde.⁶³ Ook komt de vraag naar voren of het verzoek van Elliott en York niet moet worden afgewezen, omdat de OK reeds hierover heeft geoordeeld.⁶⁴ De voorzieningenrechter gaat niet in deze verweren mee. Wat het laatste verweer betreft overweegt de voorzieningenrechter dat het machtigingsverzoek van Elliott en York is gebaseerd op art. 2:110 en 111 BW. Dit kent een ander beoordelingskader dan aan de orde is in de OK-procedure.

Ik laat deze, wat ik maar noem, preliminaire verweren verder rusten, omdat de kern van de BAVA-beschikking de vraag is of Elliott en York een redelijk belang in de zin van art. 2:111 BW bij hun verzoek hebben.

6.3. Redelijk belang

Art. 2:111 lid 1 BW bepaalt onder meer dat de voorzieningenrechter de verzochte machtiging verleent als de verzoekers summierlijk hebben laten blijken dat de in art. 2:110 BW gestelde voorwaarden zijn vervuld, en dat zij een redelijk belang hebben bij het houden van de vergadering.⁶⁵ In het kader van dit artikel gaat het om een belangenafweging, waarbij de belangen van de verzoekers en die van de vennootschap tegen elkaar moeten worden afgewogen. Deze belangenafweging stelt de voorzieningenrechter voorop.⁶⁶ In het kader van deze afweging moeten alle omstandigheden van het geval worden betrokken.⁶⁷ Een van die omstandigheden kan zijn de schade die honorering van het verzoek voor de vennootschap kan meebrengen, in de zin dat wantrouwen jegens de vennootschap bij het (beleggend) publiek kan worden gewekt.⁶⁸ Als het verzoek te beschouwen is als een poging de macht in de vennootschap over te nemen, dan kan dat reden voor afwijzing zijn.⁶⁹ De voorzieningenrechter volgt Elliott en York niet in hun stelling dat slechts summierlijk mag worden getoetst of een redelijk belang aanwezig is, omdat de beslissing van de voorzieningenrechter grote gevolgen kan hebben voor alle bij de vennootschap betrokkenen.⁷⁰

57. Zie art. 2:114a BW.

58. De minimale termijn is 42 dagen, zie art. 2:115 lid 2 BW.

59. Elliott beschouwt dat als een minachting. Zie het *FD* van 28 juli 2017, p. 2.

60. Zie wat betreft dat discussiepunt onder meer de berichtgeving in het *FD* van 9 september 2017: president-commissaris Burgmans heeft een toelichting op de afwijzing van de voorstellen van PPG gegeven en daarbij opgemerkt: *'We hadden misschien beter moeten luisteren. En misschien het proces met meer bescheidenheid in moeten gaan.'* Op 8 september 2017 werd ook bekend dat CFO Maëlys Castella wegens gezondheidsproblemen uit het bestuur van AkzoNobel terugtreedt.

61. Elliott: van 4,89% naar 9,49%. York: van 0,58% naar 0,57%.

62. De maximale termijn van twaalf jaar is dan verstreken. De benoeming eindigt in dat geval, tenzij. Zie art. 26 lid 1 onder b van de statuten d.d. 2 mei 2012 van AkzoNobel, te raadplegen via www.akzonobel.com/nl/system/images/AkzoNobel_ASEC_Statuten_2012_tcm11-75721.pdf (laatst geraadpleegd op 17 augustus 2017).

63. Zie r.o. 4.2 en 4.3 van de BAVA-beschikking.

64. Zie r.o. 4.4 van de BAVA-beschikking.

65. Zie voor (rechtspraak over) het redelijk-belang-criterium ook: S.H.M.A. Dumoulin, *Besluitvorming in rechtspersonen* (diss. Groningen), IVO-reeks deel 31, Deventer: Kluwer 1999, p. 137-141 (nr. 178 en 179) en P.J. Dortmund, *Handboek* 2013, nr. 206, p. 388-389.

66. Zie r.o. 4.5 van de BAVA-beschikking.

67. C.A. Schwarz, *Groene Serie Rechtspersonen*, art. 2:111 BW, aant. 1, Deventer: Wolters Kluwer (bijgewerkt tot 14 mei 2017).

68. Rb. Groningen 11 januari 1934, *NJ* 1934, p. 122 (*Boeke en Huidekooper*); Rb. 's-Hertogenbosch 20 januari 1959, *NJ* 1959/487; C.A. Schwarz, *Groene Serie Rechtspersonen*, art. 2:111 BW, aant. 1, Deventer: Wolters Kluwer (bijgewerkt tot 14 mei 2017); en Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/336.

69. Rb. Breda 12 juni 1979, *NJ* 1981/219 (*Tilburgsche Waterleiding Maatschappij*). Vgl. Rb. 's-Gravenhage 19 februari 1982, *NJ* 1983/522 (*Hamer/Gelatine*). Zie ook Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/336.

70. Zie r.o. 4.5 van de BAVA-beschikking.

De overwegingen van de voorzieningenrechter die tot afwijzing van het verzoek leiden, kunnen worden samengevat onder het motto ‘first things first’: eerst verantwoording, en dan zien we wel verder. De voorzieningenrechter volgt en borduurt voort op de lijn die de OK heeft uitgezet. Het verzoek van Elliott en York wordt ‘prematuur’ bevonden.

De opmaat voor het oordeel wordt gevormd door r.o. 4.7. Daarin overweegt de voorzieningenrechter:

‘Uitgangspunt is dat het bepalen van de strategie van de vennootschap een aangelegenheid is van het bestuur. De RvC houdt daarop toezicht. Op de algemene vergadering van aandeelhouders leggen het bestuur en de RvC achteraf verantwoording af over het gevoerde beleid en het toezicht daarop. Aan de vergadering komt de bevoegdheid toe om de leden van de RvC te ontslaan (zie artikel 2:254 lid 1 BW). Deze bevoegdheid tot ontslagverlening kan ook worden gehanteerd als sanctie die de algemene vergadering van aandeelhouders kan verbinden aan haar afkeuring van het toezicht op het door het bestuur gevoerde beleid. In een zodanig geval brengt hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd mee dat een besluit over een sanctie in stemming wordt gebracht nadat verantwoording is afgelegd en daarover een gedachtewisseling heeft plaatsgevonden tijdens de (b)ava (zie artikel 2:8 lid 1 BW; vergelijk ook artikel 2:15 lid 1, aanhef en onder b, BW).’ (onderstreping, RAW)

Deze overweging doet sterk denken aan r.o. 3.9 en 3.11 van de beschikking van de OK, kernachtig samengevat in deze zin: ‘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.’⁷¹ De aanwijzing van de OK ziet nu juist op de mate waarin AkzoNobel verantwoording heeft afgelegd en/of bereid is verantwoording af te leggen aan haar aandeelhouders.⁷² Een van de acties die AkzoNobel in dat kader ondernomen heeft, is het bijeenroepen van de bava van 8 september 2017. Een van de agendapunten (als discussiepunt) van die vergadering is de nadere uitleg en discussie over de reactie van AkzoNobel op de ongevraagde en niet-bindende voorstellen van PPG in maart en april 2017. De voorzieningenrechter kwalificeert het verzoek als ‘prematuur’ en overweegt dat Elliott c.s. ten onrechte vooruitloopt op de hiervoor genoemde nog af te leggen verantwoording en discussie als zij stellen dat de tekst en uitleg die op 8 september 2017 zal worden gegeven, hen niet zal bevredigen. AkzoNobel en al haar stakeholders heb-

ben groot belang bij een zorgvuldig en doordacht besluitvormingsproces. De conclusies die tijdens of na de vergadering zullen worden getrokken, zijn thans nog ongewis, zo overweegt de voorzieningenrechter in r.o. 4.8.

Tot slot overweegt de voorzieningenrechter in r.o. 4.9 dat Elliott en York niet concreet kenbaar hebben gemaakt welk belang zij hebben bij het nu al vastleggen van een nieuwe bava. Na de vergadering van 8 september 2017 kunnen zij een nieuw machtigingsverzoek indienen.⁷³

6.4. Commentaar op de BAVA-beschikking

Ook deze beschikking is een flinke steun in de rug voor het bestuur en de RvC van AkzoNobel. Voor een aandeelhouder als Elliott geldt dat geenszins.

De voorzieningenrechter ging niet mee in de stelling van AkzoNobel dat het verzoek van Elliott en York moet worden afgewezen, omdat de OK reeds hierover heeft geoordeeld. De voorzieningenrechter overweegt dat het machtigingsverzoek van Elliott en York is gebaseerd op art. 2:110 en 2:111 BW. Dit kent een ander beoordelingskader dan aan de orde is in de OK-procedure. Dat lijkt mij in beginsel – echter: zie hierna – een juiste overweging, mede gelet op de wijze waarop Elliott c.s. hun verzoek aan de OK hebben ingestoken, zoals ik hiervoor besprak.

Het agenderingsrecht⁷⁴ en het verzoek tot bijeenroepen van een algemene vergadering, zo nodig met machtiging van de voorzieningenrechter, zijn echter kernbevoegdheden van aandeelhouders.⁷⁵ Juist omdat het beoordelingskader in de art. 2:111 BW-procedure anders is, zou dit naar mijn mening ook tot een andere uitkomst moeten of kunnen leiden. In deze procedure voel ik wél voor het eerder aangehaalde betoog van Peters & Eikelboom. Juist omdat sprake is van de uitoefening van kernbevoegdheden van een aandeelhouder, is er reden om de aanwezigheid van een redelijk belang te veronderstellen.⁷⁶ Anders gezegd, de voorzieningenrechter had het verzoek van Elliott en York op goede gronden kunnen toewijzen. Met (de hiervoor geciteerde) r.o. 4.7 heeft de voorzieningenrechter ten onrechte het toetsingskader van de OK gevolgd, wellicht in een poging tot eenduidige rechtspraak. Het beoordelingskader van een art. 2:110/2:111 BW-procedure is echter, zoals gesteld, van een andere aard dan het beoordelingskader van een enquêteprocedure in het kader waarvan ook voorlopige voorzieningen kunnen worden getroffen. In de machtigingsprocedure gaat het erom of verzoekers summierlijk hebben doen blijken dat aan de voorwaarden van art. 2:110 BW is voldaan en dat zij een redelijk belang hebben bij het houden van een vergadering. In een enquêteprocedure wijst de OK het verzoek slechts toe wanneer blijkt van gegronde redenen om aan een juist beleid of juiste gang van zaken te twijfelen.⁷⁷ In

71. R.o. 3.11 van de OK-beschikking.

72. Zie r.o. 3.26-3.37 van de OK-beschikking, meer i.h.b. r.o. 3.35-3.37.

73. Niet uit te sluiten is dat AkzoNobel in dat geval een beroep op de responstijd als bedoeld in best practice-bepaling 4.1.7 van de NCGC zal doen, zo volgt uit r.o. 4.9.

74. Zie ook over het agenderingsrecht: Hof 's-Gravenhage 31 mei 2016, *JOR* 2016/181, m.nt. Nowak en *Ondernemingsrecht* 2016/89, m.nt. R.A.F. Timmermans (*Boskalis/Fugro*).

75. Asser/Maeijer & Kroeze 2-I* 2015/214; Assink/Slagter, *Compendium* 2013, p. 693; en Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/319.

76. Er is sprake van een redelijk belang, tenzij sprake is van misbruik van het agenderingsrecht. In gelijke zin: Peters & Eikelboom 2017, p. 502.

77. Zie art. 2:350 lid 1 BW.

het geval van deze OK-procedure lag de lat nog hoger, omdat – zoals gezegd – de OK, alsnog geen onderzoek is gelast, zij slechts onmiddellijke voorzieningen kan treffen als daarvoor voldoende zwaarwegende redenen zijn en, naar het voorlopig oordeel van de OK, er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid of een juiste gang van zaken. Die maatstaf noopt tot terughoudendheid.⁷⁸

Ook qua timing had tot een toewijzing van het machtigingsverzoek gekomen kunnen worden. Anders dan ten tijde van de OK-procedure was in de machtigingsprocedure de termijn voor het indienen van een biedingsbericht bij de AFM door PPG verstreken. Bij de voorzieningenrechter stond dus vast dat PPG vooralsnog geen nieuwe overnamepoging zou doen. Bovendien, eveneens anders dan in de OK-procedure, had AkzoNobel inmiddels zelf op kortst mogelijke termijn een bava uitgeschreven met het hiervoor genoemde discussiepunt en zonder dat voor die vergadering nog agendapunten konden worden aangedragen en met het negeren van het (eerdere) agenderingsverzoek van Elliott c.s. (het *Shareholders Request*). Waar de voorzieningenrechter in r.o. 4.7 spreekt over het afleggen van verantwoording achteraf door bestuur en de RvC en de bevoegdheid tot ontslag door de algemene vergadering als afkeuring van het toezicht op het door het bestuur gevoerde beleid, was de bava van 8 september 2017, of een vergadering kort daarna, juist het aangewezen moment nu PPG voorlopig haar pogingen heeft gestaakt en AkzoNobel ook zelf tekst en uitleg wenst te geven over haar afwijzende houding. Niet valt in te zien waarom het afleggen van verantwoording, het voeren van discussie daarover en een eventuele sanctie niet gecombineerd zouden kunnen worden (dan wel wat betreft de sanctie kort daarna ter vergadering).

Een tegenargument zou kunnen zijn dat het toelaten van het agendapunt grote gevolgen voor de vennootschap kan hebben voor alle bij de vennootschap betrokkenen, zoals de voorzieningenrechter in r.o. 4.5 zonder nadere toelichting overweegt. Ook dit gaat naar mijn mening niet op.

In de eerste plaats, voor het rumoer rond AkzoNobel maakt het, lijkt mij, niet veel uit of het agendapunt wel of niet wordt toegelaten. Het geschil wordt wekelijks en soms dagelijks in de pers breed uitgemeten. De beurskoers van AkzoNobel reageerde bijvoorbeeld niet significant op de afwijzende OK-beschikking en het plotselinge vertrek van Büchner (en overigens ook niet op de afwijzende BAVA-beschikking).

In de tweede plaats, wellicht was een overweging dat het belang van de vennootschap een vergadering over het ontslag van Burgmans belette. De gedachte zou kunnen zijn dat Büchner op 19 juli 2017 plots wegens gezondheidsredenen als CEO was vertrokken, zijn opvolger Vanlancker nog niet formeel als lid van de RvB is benoemd en nog geen jaar binnen AkzoNobel werkzaam is. Een vertrek van president-commissaris Burgmans zou

in deze rumoerige tijden voor AkzoNobel dan niet in het belang van de vennootschap en haar betrokkenen zijn. Als dat een gedachte zou zijn geweest, dan had dat in de beschikking in het kader van de belangenafweging tot uitdrukking moeten komen.

In de derde plaats, stel dat het agendapunt van Elliott wel op de agenda van de bava van 8 september 2017 opgenomen zou zijn, of op de agenda van een algemene vergadering daarna, dan houdt dat niet in dat dit tot het ontslag van Burgmans zal leiden. Elliott houdt samen met York circa 10% van de aandelen in AkzoNobel. Zij zullen nog een flinke slag moeten slaan om daadwerkelijk een meerderheid voor hun standpunt te vinden. De vraag is of die meerderheid er komt. Dat is niet gezegd en hangt mede af van de tekst en uitleg die AkzoNobel over de afwijzing van de voorstellen van PPG geeft.

In de vierde plaats, stel dat het agendapunt tot een zodanige stemming leidt dat het ontslagbesluit wordt genomen, dan heeft Elliott slechts deels haar zin. President-commissaris Burgmans is dan weliswaar vertrokken, maar de vergadering van houders van prioriteitsaandelen heeft het recht op een bindende voordracht voor de benoeming van een nieuwe commissaris.⁷⁹ Die voordracht kan niet worden doorbroken. Alle prioriteitsaandelen luiden op naam en zijn in handen van Stichting AkzoNobel. Het bestuur van deze stichting bestaat uit vier AkzoNobel-commissarissen.⁸⁰

Anders gezegd, was het daadwerkelijk een bezwaar het agendapunt van Elliott op de agenda van de bava van 8 september 2017, of een latere algemene vergadering? Het was om diverse redenen geen bezwaar dat het in de OK-procedure niet en in de machtigingsprocedure wel tot toewijzing zou hebben geleid. De beschikking in de laatste procedure had in lijn met het betoog van Peters & Eikelboom tot toewijzing moeten leiden.

7. De stand still tussen AkzoNobel en Elliott c.s.

7.1. De overeenstemming tussen AkzoNobel en Elliott c.s.

Op 16 augustus 2017 werd in een gezamenlijke verklaring van AkzoNobel en Elliott c.s. bekendgemaakt dat zij een overeenkomst hebben gesloten met als doel het normaliseren van de relatie met aandeelhouders.⁸¹ Elliott ondersteunt (i) de AkzoNobel-strategie om Specialty Chemicals volledig af te splitsen en (ii) de benoeming van Thierry Vanlancker als lid van de Raad van Bestuur van AkzoNobel tijdens de bava van 8 september 2017. AkzoNobel en Elliott zijn blijkens de verklaring daarnaast, onder de voorwaarden van een standstill-overeenkomst,⁸² overeengekomen de aanhangige juridische procedure op te schorten voor de duur van ten minste drie maanden. AkzoNobel maakte de voorgenomen benoeming van Sue Clark en Patrick Thomas als leden van de RvC bekend. Elliott steunt hun benoeming. AkzoNobel is voornemens een derde kandidaat te nomineren voor de RvC, waarvoor

78. Zie r.o. 3.7 van de OK-beschikking en art. 2:349a lid 3 BW.

79. Art. 25.3 van de statuten d.d. 2 mei 2012 van AkzoNobel.

80. Zie r.o. 2.4 en 2.8 van de OK-beschikking.

81. www.akzonobel.com/nl/news_center/news/nieuws_persberichten/2017/akzonobel-bereikt-overeenstemming-met-elliott.aspx (laatst geraadpleegd op 17 augustus 2017).

82. Zie over dit onderwerp ook: H.H. Kersten, 'De relationship agreement', *Ondernemingsrecht* 2017/9, p. 409-419.

grootaandeelhouders van de onderneming, waaronder Elliott, geraadpleegd zullen worden, aldus de verklaring.

7.2. Commentaar op de stand still⁸³

De OK-beschikking en de BAVA-beschikking zijn voor AkzoNobel een flinke steun in de rug. AkzoNobel koopt met de overeenkomst met Elliott eventjes tijd, maar vooral rust. De periode is echter kort. De driemaanden-termijn eindigt nog voor de afloop van de termijn waarbinnen PPG geen nieuw bod mag uitbrengen. Als dat bod er na 1 december 2017 komt, dan heeft Elliott de handen vrij. Dat geldt ook voor de algemene vergadering waarin de nieuwe voorzitter van de RvC zal worden benoemd. Vermoedelijk zal die vergadering in mei 2018 plaatsvinden. Daarnaast moet over de afsplitsing van Specialty Chemicals worden gestemd. Ook tijdens die vergadering, waarschijnlijk in 2018, zal Elliott vrij kunnen stemmen. De procedures worden aangehouden, niet ingetrokken. Het aangehouden verzoek aan de OK tot het gelasten van een enquête blijft, zoals ik al opmerkte, boven de markt hangen.

Overeenkomsten als deze, gesloten door activistische aandeelhouders,⁸⁴ zijn niet ongebruikelijk. Ik breng KPN en América Móvil (2013) en Delta Lloyd en Fubon (2016) in herinnering. Het doel van dergelijke aandeelhouders is invloed te verkrijgen. Zo ook in dit geval. Elliott steunt de voorgenomen benoeming van Clark en Thomas en krijgt inspraak in de benoeming van nog een commissaris. Waarschijnlijk hoopt Elliott daarmee dat de Angelsaksische stakeholders-benadering en het creëren van aandeelhouderswaarde meer op de voorgrond komen te staan, of dat in ieder geval met een andere of nieuwe blik tegen de (alone stand-) strategie of een nieuwe poging van PPG wordt gekeken. De hoop van Elliott kan wel eens ijdel blijken te zijn. De RvC is immers onafhankelijk, handelt in het belang van de vennootschap en houdt toezicht op het bestuur, welk laatste orgaan zich op de langetermijn-waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming richt en daartoe de in aanmerking komende belangen van de stakeholders weegt.⁸⁵ In ieder geval verwerft Elliott met de overeenkomst invloed in het toezichthoudende orgaan. Voor AkzoNobel ontstaat slechts een korte periode van rust.

Het mogelijke voordeel voor AkzoNobel is dat, ondanks de korte periode van de standstill-overeenkomsten en de (mogelijke) invloed van Elliott op AkzoNobel vanwege die overeenkomst, zij in het kader van de mogelijke behandeling van het aangehouden enquêteverzoek daadwerkelijk kan laten zien dat zij werk maakt van de verbetering van de relatie met (een deel van) haar aandeelhouders en dat zij zelfs bereid is geweest een deel van haar aandeelhouders meer invloed te gunnen. Anders gezegd, AkzoNobel kan in voorkomend geval na afloop van deze standstill-overeenkomst mogelijk wind uit de zeilen van het activistische Elliott nemen.

Bovendien kan AkzoNobel in voorkomend geval een beroep op de responstijd als bedoeld in best practice-bepaling 4.1.7 van de NCGC doen. Uit best practice-bepaling 4.1.6 van de NCGC volgt dat de mogelijkheid van het invoeren van de responstijd geldt voor een agenderingsverzoek en voor een voornemen dat strekt tot rechterlijke machtiging voor het bijeenroepen van een algemene vergadering op grond van art. 2:110 BW met een agendapunt, die kunnen leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, bijvoorbeeld door het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen. De desbetreffende aandeelhouder respecteert de door het bestuur ingeroepen responstijd. Als het bestuur een responstijd inroept, is dit een redelijke periode en maximaal 180 dagen, gerekend vanaf het moment waarop het bestuur door één of meer aandeelhouders op de hoogte wordt gesteld van het voornemen tot agendering tot aan de dag van de algemene vergadering waarop het onderwerp zou moeten worden behandeld. Het bestuur gebruikt de responstijd voor nader beraad en constructief overleg, in ieder geval met de desbetreffende aandeelhouder(s), en verkent de alternatieven, zo bepaalt best practice-bepaling 4.1.7 van de NCGC.

8. Voorstel tot wettelijke bedenktijd

8.1. Voorstel tot een wettelijke bedenktijd

Rond de overnameperikelen van AkzoNobel is ook discussie ontstaan, en in de media breed uitgemeten, over de invoering van een wettelijke bedenktijd in situaties als deze. De OK-beschikking laat zien dat de focus op de lange termijn niet ondersneeuwt ten faveure van winst op korte termijn. 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),⁸⁶ en verworpen.⁸⁷ De Minister van Economische Zaken heeft op 20 mei 2017 over dit onderwerp een brief aan de Tweede Kamer gezonden, waarbij dit voorstel is ondersteund. Daags na de OK-beschikking is onder meer over dit voorstel in de Kamer gedebatteerd.

8.2. Bezwaren tegen het voorstel tot een wettelijke bedenktijd

De vraag is 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 responstijd⁸⁸ en

83. Zie hierover ook, bijvoorbeeld, de berichtgeving in het *FD* van 17 augustus 2017, p. 4-5.

84. Zo hield Elliott tot voor kort de website valuecreationatakzo.com in de lucht, waar zij haar pijlen op AkzoNobel richtte.

85. Onder meer: art. 2:140 lid 2 BW, principe 1.1, 2.1.7-2.1.10 NCGC, r.o. 3.9, 3.11 en 3.12 van de OK-beschikking en r.o. 4.7 van de BAVA-beschikking.

86. Zie haar opinie in het *FD* van 12 mei 2017.

87. Zie voor een overzicht: M. Josephus Jitta, 'Een "nieuwe" rol voor de Ondernemingskamer?', *Ondernemingsrecht* 2017/62.

88. Principe 4.1.6 en 4.1.7 NCGC.

de afdwinging daarvan,⁸⁹ (iii) beschermingsmaatregelen,⁹⁰ en (iv) een enquêteverzoek van de vennootschap, waarbij de OK in strijd met dwingend recht onmiddellijke voorzieningen kan bevelen om de onderneming te beschermen. 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.⁹¹ 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,⁹² (v) de vraag is of deze middelen *niet*, maar de wettelijke bedenktijd *wel* tot een *level playingfield* zou(den) leiden. Het gaat echter te ver om op deze plaats deze discussie verder te ontwikkelen.

9. Tot slot: marktwerking en eventuele nieuwe poging PPG

Is met deze beschikkingen voor AkzoNobel de kous af? In juridisch opzicht eventjes wel, mede gelet op het standstill-akkoord. Elliott is echter nog steeds aandeelhouder. De toekomst zal leren wat haar verdere intenties zijn. 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? De OK-beschikking verhindert een mogelijke nieuwe overnamepoging van PPG allerminst. De BAVA-beschikking en de korte periode van stand still verhindert evenmin een nieuw agenderings- en/of machtigingsverzoek voor een bava van Elliott.

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 vijftientig jaar in AkzoNobel belegt, in haar brief aan AkzoNobel daarbij vraagt om te zetten.⁹³ Overigens staat die vijftientig jaar in schril contrast tot de periode die Elliott in AkzoNobel belegt, namelijk eerst vanaf eind 2016.

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.⁹⁴ Uiteindelijk is het aan de aandeelhouders van AkzoNobel om, als het na 1 december 2017 tot een nieuwe poging PPG komt, hun stukken al dan niet aan te bieden. Die nieuwe poging van PPG is geenszins uit te sluiten: op de bava van 8 september 2017 gaf AkzoNobel een winstwaarschuwing. De eerder aangekondigde winststijging van 100 miljoen euro wordt in 2017 niet gehaald. Büchner en Castella maken wegens gezondheidsredenen geen deel meer uit van het bestuur en president-commissaris Burgmans zal in april 2018 stoppen. Wellicht spelen deze omstandigheden PPG in de kaart.

AkzoNobel, PPG & Elliott: *to be continued!*

89. 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*).

90. Principe 4.2.6 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* 2017/6, p. 271-283.

91. In gelijke zin: M.W. den Boogert, ‘De beursgang en bescherming van ABN AMRO’, *Ondernemingsrecht* 2017/6, par. 2.2, p. 273.

92. Zie hierover B.T.M. Steins Bisschop, *Bescherming tegen niet geïnviteerde overnames en ongewenst aandeelhoudersactivisme* (oratie Maastricht), Zutphen: Uitgeverij Paris 2008.

93. Zie r.o. 2.51 en 3.30.

94. Zie art. 2a lid 2 Besluit openbare biedingen Wft.