

Hof Amsterdam
Ondernemingskamer
Rekestnummer: 200.215.330 OK
Zitting: 22 mei 2017, 10.00 uur

VERWEERSCHRIFT

inzake:

AKZO NOBEL N.V.,
gevestigd te Amsterdam,

verweerster,

advocaten: mr. H.J. de Kluiver en mr. J. de Bie Leuveling Tjeenk

tegen:

1. **ELLIOTT INTERNATIONAL, L.P.**,
gevestigd te Grand Cayman, Kaaiman Eilanden,

2. **THE LIVERPOOL LIMITED PARTNERSHIP**,
gevestigd te Hamilton, Bermuda,

verzoeksters,

advocaten: mr. J.W. de Groot en mr. M. Griffiths

Inhoudsopgave	Pagina
1 INLEIDING	4
2 DE STRATEGIE VAN AKZONOBEL.....	5
2.1 Inleiding.....	5
2.2 AkzoNobel heeft een solide basis gelegd en de groei versneld	6
2.3 Aandacht voor alle stakeholders is wezenlijk voor AkzoNobel.....	9
2.3.1 Duurzaamheidskampioen.....	9
2.3.2 Sterke klantgerichtheid.....	10
2.3.3 Betrokken werknemers in een veilige werkomgeving.....	11
2.3.4 Nadruk op innovatie en banden met onderzoeksinstituten	12
2.3.5 Positieve maatschappelijke bijdrage.....	12
2.4 Afsplitsing Specialty Chemicals is logische volgende stap	13
2.5 Paints and Coatings heeft significante groeipotentie	16
2.6 Steun voor de eigen strategie van AkzoNobel.....	16
2.7 Conclusie	18
3 DE BEOORDELING VAN DE VOORSTELLEN VAN PPG	19
3.1 Achtergrond: PPG	19
3.2 Het eerste voorstel	22
3.2.1 AkzoNobel heeft het eerste voorstel zorgvuldig beoordeeld ..	23
3.2.2 Onderwaardering van AkzoNobel.....	25
3.2.3 Risico's van de aandelencomponent van het voorstel.....	25
3.2.4 Mededingingsrechtelijke bezwaren.....	26
3.2.5 Gevolgen voor stakeholders van AkzoNobel	28
3.2.6 Gevolgen voor pensioenafspraken van AkzoNobel.....	31
3.2.7 Ervaring met soortgelijke transacties.....	31
3.2.8 Conclusie ten aanzien van het eerste voorstel van PPG	31
3.3 Het tweede voorstel	32
3.3.1 AkzoNobel heeft het tweede voorstel zorgvuldig beoordeeld .	33
3.3.2 Conclusie ten aanzien van het tweede voorstel van PPG	35
3.4 Het derde voorstel	36
3.4.1 AkzoNobel heeft het derde voorstel zorgvuldig beoordeeld ...	37
3.4.2 De ontmoeting tussen AkzoNobel en PPG	39
3.4.3 Waardering	42

3.4.4	Timing.....	43
3.4.5	Zekerheid.....	44
3.4.6	Belangen van stakeholders	45
3.4.7	Conclusie ten aanzien van het derde voorstel van PPG	52
4	DE BEOORDELING VAN HET BAVA-VERZOEK	53
4.1	Achtergrond: Elliott	53
4.2	De activistische campagne van Elliott tegen AkzoNobel	53
4.3	De parallelle tussen Elliott en PPG	55
4.4	De contacten tussen AkzoNobel en Elliott.....	56
4.5	De rvc is steeds over de contacten met Elliott geïnformeerd	58
4.6	Het bava-verzoek van Elliott	59
4.7	AkzoNobel heeft het bava-verzoek zorgvuldig beoordeeld	62
4.7.1	Het standpunt van de rvc inzake het verzochte agendapunt..	62
4.7.2	De zorgvuldige beoordeling van het bava-verzoek	63
5	GEEN RUIMTE VOOR ONMIDDELLIJKE VOORZIENINGEN	64
5.1	Juridisch kader	64
5.2	De verwijten van Elliott	65
5.3	Toetsingsmaatstaf	66
5.3.1	Vennootschappelijk belang en lange termijn waardecreatie...	66
5.3.2	De autonomie en beleidsvrijheid van het bestuur en de rvc ...	68
5.3.3	Marginale toetsing.....	69
5.4	De voorstellen van PPG zijn zeer zorgvuldig beoordeeld. Er bestaat geen verplichting tot overleg met PPG	72
5.5	De beoordeling van het bava-verzoek van Elliott	76
5.5.1	Burgmans treft geen verwijt.....	78
5.5.2	Elliott tracht de strategie van AkzoNobel te beïnvloeden	79
5.5.3	Het bava-verzoek is niet doelmatig.....	81
5.6	Geen ruimte voorlopig oordeel dat sprake is van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen	81
6	CONCLUSIE	81

1 INLEIDING

1. Verweerster ("**AkzoNobel**") heeft kennis genomen van het door verzoeksters ("**Elliott**") op 9 mei 2017 ingediende verzoekschrift tot het bevelen van een enquête en het treffen van onmiddellijke voorzieningen (het "**Verzoekschrift**").
2. Deze procedure speelt zich af tegen de achtergrond van de pogingen van PPG Industries Inc. ("**PPG**") om AkzoNobel over te nemen. PPG heeft ongevraagde voorstellen gedaan aan het bestuur en de rvc van AkzoNobel om AkzoNobel over te nemen door een openbaar bod op alle uitstaande aandelen.
3. Conform hun wettelijke en statutaire taak, hebben het bestuur en de rvc van AkzoNobel de voorstellen van PPG steeds grondig bestudeerd en beoordeeld of deze voorstellen in het belang waren van AkzoNobel, daarbij afwegend de belangen van de met haar verbonden onderneming en stakeholders. Na een zorgvuldige afweging zijn het bestuur en de rvc van AkzoNobel ten aanzien van de drie voorstellen van PPG tot de conclusie gekomen dat zulks niet het geval was en dat de belangen van AkzoNobel en al haar stakeholders, waaronder haar aandeelhouders, beter worden gediend wanneer AkzoNobel haar eigen vernieuwde strategie volgt.
4. Elliott is het daar niet mee eens en probeert het bestuur en de rvc van AkzoNobel sinds medio maart 2017 te dwingen met PPG in onderhandeling te treden. Het onderhavige verzoek past in dat patroon.
5. Het verzoek van Elliott is verstrekkend. Verzocht wordt om het bevelen van een enquête en tevens het treffen van onmiddellijke voorzieningen. Volgens Elliott zijn er gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen, omdat – kort gezegd – (i) AkzoNobel niet serieus in gesprek zou zijn gegaan met PPG naar aanleiding van de ongevraagde voorstellen van PPG en (ii) AkzoNobel het verzoek van Elliott om het bijeenroepen van een bijzondere algemene vergadering van aandeelhouders ("**bava**") ter ontslag van haar president-commissaris heeft afgewezen. Als onmiddellijke voorzieningen verzoekt Elliott om – kort gezegd – (i) het bevelen van AkzoNobel op

zeer korte termijn een bava bijeen te roepen met als agendapunt het ontslag van de heer Burgmans als lid en voorzitter van de rvc van AkzoNobel en (ii) de benoeming van een commissaris die toezicht houdt op "*de algehele gang van zaken betreffende de bava*" en aan wie "*dienaangaande*" een doorslaggevende stem toekomt.

6. De Ondernemingskamer heeft bepaald dat tijdens de mondelinge behandeling op 22 mei 2017 in beginsel uitsluitend het verzoek tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen wordt behandeld.
7. Het verzoek van Elliott tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen dient te worden afgewezen. Er is geen ruimte voor het voorlopig oordeel dat sprake zou zijn van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen. Bovendien kunnen de verzochte voorzieningen ook overigens niet worden toegewezen. Dit zal in dit verweerschrift worden toegelicht.¹
8. AkzoNobel heeft bij het opstellen van dit verweerschrift kennis kunnen nemen van het verweerschrift dat namens de rvc van AkzoNobel zal worden ingediend. AkzoNobel sluit zich aan bij hetgeen in dat verweerschrift is gesteld.

2 DE STRATEGIE VAN AKZONOBEL

2.1 Inleiding

9. Voor een goed begrip van de zorgvuldigheid van de besluitvorming omtrent de afwijzing van de voorstellen van PPG en het verzoek tot het houden van een bava, volgt hierna een korte uiteenzetting over de visie en strategie van AkzoNobel en de tot nu toe behaalde resultaten.
10. AkzoNobel heeft na het aantreden van Büchner als CEO in 2012 een duidelijke visie geformuleerd: "*Leading market positions delivering leading performance*".² Bij het verwezenlijken van haar visie heeft AkzoNobel drie strategische fases onderscheiden. Zoals hierna zal blijken, heeft AkzoNobel de eerste twee fases – het leggen van een

¹ Ten behoeve van de leesbaarheid is in dit verweerschrift bij onderstrepingen en andere toevoegingen tussen vierkante haken niet steeds aangegeven dat dit door de advocaten van AkzoNobel is gedaan. Tenzij anders aangegeven, is dat wel het geval.

² Jaarverslag AkzoNobel 2012 (**Productie 1**), p. 10.

solide operationele basis en het versnellen van de groei – eerder dan verwacht en met succes afgerond (zie paragraaf 2.2). Daarbij zijn de belangen van stakeholders van wezenlijk belang voor AkzoNobel (zie paragraaf 2.3). De afsplitsing van de divisie Specialty Chemicals (zie paragraaf 2.4) en de focus op de divisie Paints and Coatings (zie paragraaf 2.5), gepaard gaande met significant verhoogde financiële streefgetallen (*financial guidance*) en een structurele verhoging van uitkeringen aan aandeelhouders vormen de kern van de derde fase van deze strategie, die door stakeholders, wordt ondersteund (zie paragraaf 2.6). AkzoNobel creëert daarmee op lange termijn waarde voor al haar stakeholders, inclusief aandeelhouders (zie paragraaf 2.7).

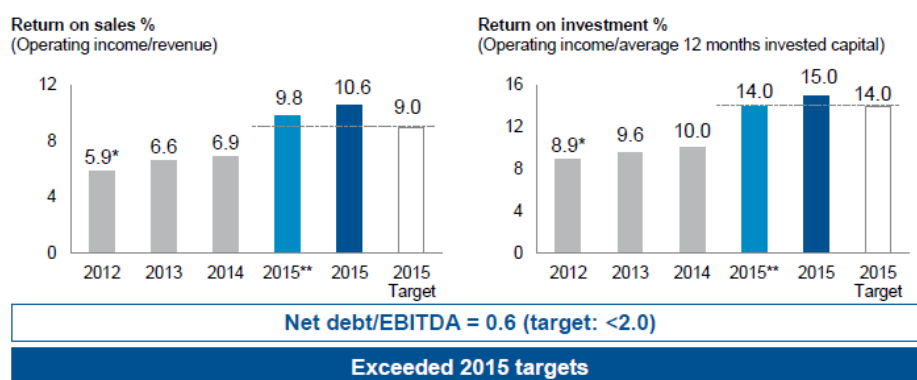
2.2 AkzoNobel heeft een solide basis gelegd en de groei versneld

11. Bij het stroomlijnen van de organisatie en het leggen van een solide operationele basis voor de toekomst heeft AkzoNobel zich gericht op het verbeteren van de bedrijfsvoering en het verstevigen en uitbouwen van haar marktposities.
12. In het kader van de focus op leidende marktposities heeft AkzoNobel haar portfolio van bedrijfsactiviteiten teruggebracht tot de marktposities waar AkzoNobel goed presteerde en met een verbeterde bedrijfsvoering nog beter zou kunnen presteren.
13. AkzoNobel heeft voorts een groot aantal maatregelen genomen om de bedrijfsvoering te verbeteren. Zij waren onderdeel van een uitgebreid meerjarenprogramma waarbij elk van de bedrijfsonderdelen werd verbeterd en versterkt. Hieraan is door de gehele onderneming – zowel door elk van de *Business Units* en *Business Areas* als door elk van de functies binnen de onderneming – wereldwijd bijgedragen. Daarbij was het doel een cultuuromslag te bewerkstelligen, zodat werknemers op ieder niveau en in ieder bedrijfsonderdeel zouden streven naar een voortdurende optimalisatie van bedrijfsprocessen. Zo hebben de wereldwijde implementatie van de optimalisatieprogramma's *AkzoNobel Leading Performance System* (ALPS) en *Global Business Services* (GBS) de organisatie versterkt. Daarnaast zijn de structuur en het beheer van werk- en

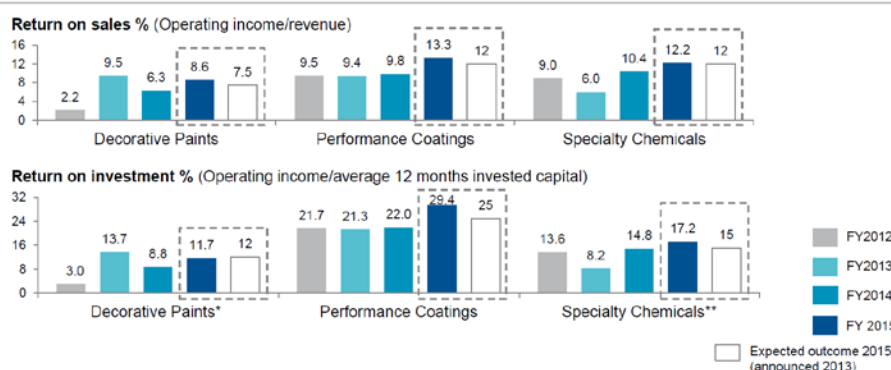
investeringskapitaal geoptimaliseerd en zijn de risico's van de pensioenverplichtingen teruggebracht.

14. De verbeterde portfolio van bedrijfsactiviteiten en geoptimaliseerde bedrijfsvoering hebben hun vruchten afgeworpen. Bij de presentatie van de jaarcijfers van 2015 kon AkzoNobel melden dat zij niet slechts de in 2013 geformuleerde doelstellingen en corporate targets, 9% ROS en 14% ROI, ruimschoots had geëvenaard, maar dat dat ook gold voor de overige doelstellingen zoals blijkt uit onderstaande grafieken.³

We delivered all 2015 financial targets



Performance improved in all businesses

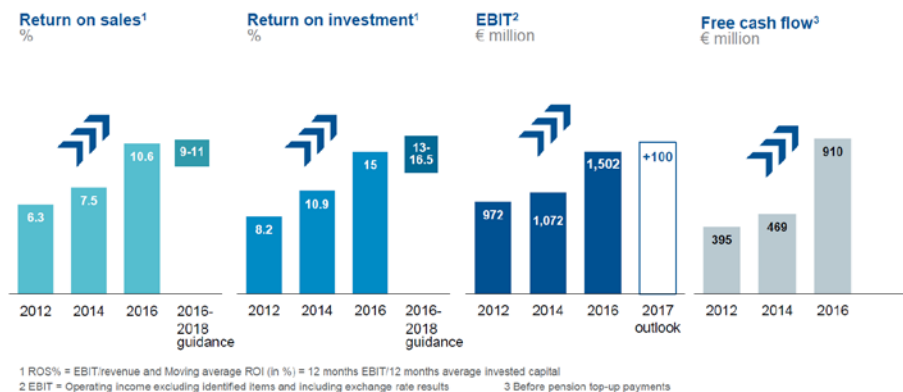


15. Ook na 2015 is AkzoNobel haar eigen doelstellingen blijven overtreffen. In 2016 bereikte AkzoNobel de bovenkant van de *range*

³ Investor Update 10 februari 2016 (**Productie 2**), p. 4 en 5.

van de streefgetallen (*guidance*) die zij voor de periode 2016-2018 had bekendgemaakt, zoals blijkt uit onderstaande grafieken.⁴

Delivering on our commitments



16. Het succes van de strategie die AkzoNobel vanaf 2012 heeft gevolgd, wordt nog eens onderstreept door de cijfers van het eerste kwartaal 2017, waarin een recordwinstgevendheid werd gerapporteerd. Er is duidelijk sprake van een groeimomentum. Mevrouw Castella, CFO van AkzoNobel, zei daarover:

*"Our record performance continued this quarter, showing the substantial growth momentum we have across the business. Significant progress continues across all our Business Areas, reflecting both our strong customer focus and great portfolio of brands."*⁵

17. Vanaf 2012 heeft AkzoNobel daarnaast veel geïnvesteerd in haar bedrijfscultuur. De ondernemingsleiding heeft gemeenschappelijke kernwaarden geformuleerd en door de gehele onderneming uitgedragen. De kernprincipes veiligheid, integriteit en duurzaamheid zijn de drie pijlers onder de strategie en vormen de basis van de gedragscode van AkzoNobel (**Productie 5**). Wereldwijde gemeenschappelijke waarden zijn geïntroduceerd: Customer Focus, Winning Together, Deliver on Commitments, Passion for Excellence. Deze waarden zijn doorgevoerd in de persoonlijke beoordelingssystemen voor al het personeel wereldwijd.

⁴ Investor Update 19 april 2017 (**Productie 3**), p. 9.

⁵ Persbericht 19 april 2017, 'AkzoNobel reports record profitability in Q1 2017' (**Productie 4**).

2.3 Aandacht voor alle stakeholders is wezenlijk voor AkzoNobel

18. Het beleid van het bestuur van AkzoNobel heeft zich vanaf 2012 vanzelfsprekend niet alleen toegespitst op het verbeteren van de financiële prestaties. AkzoNobel heeft immers aandacht voor de belangen van alle stakeholders. Dit komt vanzelfsprekend tot uitdrukking in de strategie van AkzoNobel, zoals hierna zal worden toegelicht.

2.3.1 Duurzaamheidskampioen

19. AkzoNobel kent een lange traditie op het gebied van duurzaamheid. Waar sommige andere ondernemingen het houden bij mooie woorden en loze beloftes (zie nr. 51), heeft AkzoNobel zich ontwikkeld tot marktleider en voorbeeld voor andere ondernemingen. De aandacht voor duurzaamheid zit in het DNA van de organisatie.
20. De focus op duurzaamheid heeft niet alleen een ideële basis, maar komt ook voort uit de oprechte overtuiging dat een duurzame bedrijfsvoering leidt tot betere producten, betere bediening van klanten en betere resultaten. Tijdens de Investor Day op 19 april 2017 zei Büchner daarover:

*"[S]ustainability and innovation truly is something that we want to continue to lead the way. It does generate money. It does create value. We really see that in those products where we can differentiate from our competition, in benefits that we provide to our customer base, we can clearly look at additional margins because the actual benefit is so tangible for our customers."*⁶

21. De duurzaamheidsprestaties van AkzoNobel zijn concreet, meetbaar en door onafhankelijke organisaties geverifieerd. AkzoNobel is een onbetwiste duurzaamheidskampioen: de afgelopen elf jaar op rij hoort AkzoNobel bij de eerste tien van de RobecoSAM Dow Jones Sustainability Index, met een eerste plaats in vier van de afgelopen vijf jaar. Het Carbon Disclosure Project heeft aan AkzoNobel een leiderschapsstatus toegekend door haar op "The Climate A List 2016" te plaatsen, hetgeen aantoont dat AkzoNobel beschikt over "a thorough understanding of risks and opportunities related to climate

⁶ Transcript Investor Day 19 april 2017 (**Productie 6**), p. 14.

change" en *"implemented strategies to mitigate or capitalize on these risks and opportunities"*.⁷ Ook de analyses van Sustainalytics, Global Reporting Initiative, Oekom, Vigeo, FTSE4Good, MSCI, STOXX en Ethibel onderschrijven de prestaties van AkzoNobel op dit vlak.⁸

22. Met het ambitieuze 'Planet Possible'-programma wil AkzoNobel haar doelstelling verwezenlijken om vanaf 2050 volledig CO₂-neutraal te opereren. Het in 2016 in gebruik genomen hoofdkantoor in Amsterdam voldoet bijvoorbeeld al aan die doelstelling. De vergaande integratie van het duurzaamheidsbeleid blijkt ook uit het feit dat de langetermijnbeloning van leidinggevendenden, inclusief het bestuur, voor 30% afhankelijk is van de positie van de onderneming in de RobecoSAM Dow Jones Sustainability Index.⁹

2.3.2 Sterke klantgerichtheid

23. Vanaf 2012 heeft AkzoNobel ingezet op een gedisciplineerde en klantgerichte aanpak. Daarbij onderscheidde AkzoNobel vier segmenten van eindgebruikers: gebouwen en infrastructuur, transport, consumentengoederen en industriële toepassing. Deze aanpak heeft AkzoNobel in staat gesteld haar bedrijfsprocessen goed aan te laten sluiten bij de wensen van haar klanten. In het jaarverslag van 2012 schreef Büchner:

*"This disciplined, customer-focused approach is fundamental to our continued success and forms a cornerstone of the new strategy we have adopted (...) which is based on end-user segmentation and is designed to further improve on our leadership positions in paints, coatings and specialty chemicals."*¹⁰

De goede resultaten en het groeimomentum (zie paragraaf 2.2) laten zien dat klanten deze strategie waarderen.

⁷ Carbon Disclosure Project, 'Scoring Introduction 2016' (**Productie 7**), p. 9.

⁸ Jaarverslag AkzoNobel 2016 (**Productie 8**), p. 203.

⁹ Jaarverslag AkzoNobel 2016 (**Productie 8**), p. 125.

¹⁰ Jaarverslag AkzoNobel 2012 (**Productie 1**), p. 8.

2.3.3 Betrokken werknemers in een veilige werkomgeving

24. Zoals hiervoor uiteengezet, was AkzoNobel vanaf 2012 erop gericht een cultuuromslag te bewerkstelligen zodat werknemers op ieder niveau en in ieder bedrijfsonderdeel zouden streven naar de optimalisatie van bedrijfsprocessen (zie nr. 13). Het *AkzoNobel Leading Performance System* (ALPS) is een werkmethode die onder meer inhoudt dat werknemers binnen hun eigen teams op dagelijkse basis vaststellen wat goed ging, wat verbetering behoeft en hoe deze verbeteringen het best kunnen worden aangebracht. Naast toegenomen winstgevendheid, heeft dat ertoe geleid dat werknemers zich de afgelopen zes jaar steeds meer betrokken zijn gaan voelen bij hun werk. Dit volgt ook uit de resultaten van werknemersonderzoeken (**Productie 9**). AkzoNobel investeert in het opleiden en het faciliteren van de ontwikkeling van haar werknemers, onder meer via de AkzoNobel Academy.
25. Daarnaast besteedt AkzoNobel nadrukkelijk aandacht aan het creëren van een zo veilig mogelijke werkomgeving. Veiligheid is de eerste pijler van de gedragscode van AkzoNobel (Productie 10) – de andere pijlers zijn integriteit en duurzaamheid. De implementatie van de 'Life-Saving Rules' en het 'Golden Principle' – "*We must always stop work if conditions or behaviour are unsafe*" – hebben bijgedragen aan de afname van het aantal en de ernst van bedrijfsongevallen. De prestaties van AkzoNobel op het gebied van veiligheid en milieu zijn in de onderstaande tabel afgezet tegen die van PPG.¹¹

¹¹ Presentatie 'Health Safety Environment & Security (HSE&S) in AkzoNobel', 15 maart 2017 (**Productie 10**).

KPI			Comments
Total Recordable rate [TRR]	0.28	1.41	AN 5 times lower
Lost Time Injury rate [LTIR]	0.15	0.91	AN 6 times lower
Last fatality	2012	2013	
Million EUR fines since 2010	0.2	3.7	Source: violation tracker ¹
Manufacturing sites ISO 14001 certified	79%	26%	AN 53% more sites
Hazardous waste to landfill (per kt) ²	0.2	0.7	AN 3 times lower
Non Hazardous waste to landfill (per kt) ²	4.1	30.1	AN 7.5 times lower

¹ US based companies

² Coatings only – Chemicals activities excluded

2.3.4 Nadruk op innovatie en banden met onderzoeksinstituten

26. AkzoNobel heeft zich tot doel gesteld een innovatief productenportfolio te realiseren. Daartoe heeft zij circa 4.000 wetenschappers en onderzoekers in dienst die werkzaam zijn in 130 laboratoria over de hele wereld. AkzoNobel is voornemens tussen nu en 2020 ten minste EUR 1 miljard te investeren ten behoeve van innovatie in de divisie Paints and Coatings. AkzoNobel onderhoudt nauwe banden met universiteiten, overheden en onderzoeksinstituten waarin zij werkzaam is, met name in Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Zweden. Daarbij heeft de onderneming oog voor de belangen van de omgeving waarin zij opereert. Zo zal AkzoNobel in samenwerking met de provincie Overijssel, de gemeente Deventer en lokale ondernemers het Deventer Open Innovation Center openen op het terrein van AkzoNobel in Deventer: een innovatiebroedplaats voor chemisch onderzoek, toegankelijk voor bedrijven, kennisinstellingen, startende ondernemers, investeerders en studenten.

2.3.5 Positieve maatschappelijke bijdrage

27. Het ondernemingsbeleid van AkzoNobel is ook gericht op het leveren van een duurzame bijdrage aan de samenleving door het vergroten van de leefbaarheid in steden via haar 'Human Cities'-initiatief en ter bestendiging van de duurzaamheidsdoelen gesteld door de Verenigde Naties. Enerzijds door het revitaliseren van stedelijke gebieden met het 'Let's Colour'-programma, bijvoorbeeld de renovatie van de oude binnenstad van Jakarta, anderzijds door het geven van impulsen aan lokale gemeenschappen via haar 'Community Program', zoals het aanleggen van ruimtes voor sport en spel voor kinderen in arme wijken

van Rio de Janeiro. In dat kader heeft AkzoNobel in 2016 met behulp van ten minste 7.200 vrijwilligers meer dan 300 projecten opgezet die een positieve bijdrage hebben geleverd aan het leven van zeker 9 miljoen mensen. In 2016 heeft AkzoNobel een publiek-private samenwerking geïnitieerd tussen ondernemingen, overheden, academici en maatschappelijke organisaties die is gefocust op het vergroten van de leefbaarheid in metropolen in opkomende landen.¹²

2.4 Afsplitsing Specialty Chemicals is logische volgende stap

28. Anders dan Elliott beweert,¹³ is het niet zo dat AkzoNobel ten tijde van de aankondiging van 28 maart 2017 van de Investor Update haar eigen strategie nog geen vorm had gegeven. Regelmatig bespreken het bestuur en de rvc van AkzoNobel de strategie van AkzoNobel, waarbij ook de portfolio en mogelijke acquisities of desinvesteringen aan de orde komen. Bij het bepalen van de strategie heeft AkzoNobel zich steeds laten bijstaan door financiële adviseurs, waaronder HSBC en JP Morgan, en consultants van onder meer McKinsey. In vervolg op het stroomlijnen van de bestaande portfolio is de focus gericht gebleven op het verbeteren van de resultaten van de drie bestaande divisies van AkzoNobel. Zoals toegelicht door CEO Büchner tijdens de Investor Day van 19 april 2017 is de creatie van twee separate ondernemingen een logische volgende stap.¹⁴
29. Sinds enige tijd – en ruim voor het eerste ongevraagde bod van PPG – is de afsplitsing van de divisie Specialty Chemicals uitdrukkelijk aan de orde geweest. Zo was een belangrijke kern van een interne en voor het overige bedrijfsgeheime managementpresentatie van 25 mei 2016 dat sprake was van een "review van strategic options" voor specialty chemicals (in de presentatie aangeduid als "sweetcorn") met als kernboodschappen:

¹² Voor een illustratief overzicht van de positieve maatschappelijke bijdrage van AkzoNobel zij verwezen naar **Productie 11**.

¹³ Verzoekschrift, nr. 7.13.

¹⁴ Transcript Investor Day 19 april 2017 (Productie 6), p. 2-5.

Key messages

- Value maximisation and strategic options for Sweetcorn being reviewed
- Will update market on review in due course
- Move to pure-play Coatings business

30. Het bestuur en de rvc van AkzoNobel beschouwden en beschouwen de afsplitsing van Specialty Chemicals als een logische volgende stap na het leggen van een solide operationele basis en het versnellen van de groei. In de loop van 2016 is een en ander nader besproken in vergadering van de rvc in september, oktober en december ter voorbereiding op een beslissing in 2017. Hiermee zou ook het mogelijk waardedrukkende effect van de diversiteit van het AkzoNobel-concern kunnen worden ondervangen. Elliott erkent uitdrukkelijk dat al ruim voor het eerste voorstel van PPG op 9 maart 2017 in de markt aandacht voor dat effect bestond¹⁵ en wilde AkzoNobel aansporen de mogelijkheid van een afsplitsing van Specialty Chemicals te onderzoeken:

"In fact, just prior to the [PPG] approach to Akzo Nobel, we were finalizing a presentation which we hoped to share with you about Elliott's views on the Company's value creation alternatives. Our conclusion was that Akzo Nobel should undertake a strategic review with respect to the separation of its Specialty Chemicals business."¹⁶

"We understand that Akzo Nobel has in fact been evaluating its strategic alternatives since 2016. As previously noted by Elliott, the evaluation of a potential separation of the Specialty Chemicals business is worthy of shareholder support."¹⁷

31. De divisie Specialty Chemicals is geschikt om als zelfstandige entiteit, onafhankelijk van de divisie Paints and Coatings, te opereren. Bij de inrichting van de interne organisatie heeft AkzoNobel bewust grote onderlinge afhankelijkheden van de divisies vermeden. Zo is Paints

¹⁵ Verzoekschrift, nr. 4.16. Zie ook de reeks krantenartikelen van voor het eerste voorstel van PPG op 9 maart 2017 die Elliott als Productie 12 t/m 14 heeft overgelegd.

¹⁶ Brief van Elliott aan AkzoNobel van 15 maart 2017 (Productie 29 Verzoekschrift).

¹⁷ Persbericht Elliott van 29 maart 2017 (Productie 32 Verzoekschrift).

and Coatings niet verplicht de voor haar productieproces benodigde chemicaliën van Specialty Chemicals af te nemen en is een groot aantal IT-systemen van de beide divisies niet geïntegreerd.

32. Eind 2016 had AkzoNobel haar aanvullende betalingen op werknemerspensioenen (*pension top-up payments*) aanzienlijk gereduceerd en waren de risico's met betrekking tot de volatiliteit daarvan eveneens sterk verminderd. Daarmee was een belangrijke voorwaarde voor het kunnen afsplitsen van Specialty Chemicals vervuld. Het bestuur van AkzoNobel heeft in het najaar van 2016 zijn financiële en juridische adviseurs gevraagd de mogelijkheden voor een dergelijke afsplitsing te onderzoeken. De voortgang van dit proces is weliswaar versneld naar aanleiding van het eerste ongevraagd, niet-bindend en voorwaardelijk bod van PPG op 3 maart 2017, maar uit het voorgaande volgt dat de besluitvorming over de afsplitsing van Specialty Chemicals reeds in vergaande voorbereiding was.
33. Om een zo hoog mogelijke waarde voor aandeelhouders en andere stakeholders te realiseren en zich een zo groot mogelijke keuzevrijheid voor te behouden ten aanzien van de afsplitsing van Specialty Chemicals, heeft AkzoNobel gekozen voor een tweestromenproces (*dual-track process*), waarin gelijktijdig een onderhandse verkoop en een beursgang van Specialty Chemicals worden voorbereid. Nu bij de interne organisatie reeds rekening is gehouden met een mogelijke afsplitsing van Specialty Chemicals (zie nr. 31) en de afsplitsing al vanaf het najaar van 2016 in gang is gezet, verwacht AkzoNobel de afsplitsing van Specialty Chemicals binnen een jaar te kunnen realiseren; sneller dan doorgaans het geval is.
34. Analistenrapporten stellen dat de afsplitsing van Specialty Chemicals voor AkzoNobel tussen de EUR 8 miljard en EUR 12 miljard zal opbrengen. Het overgrote deel van de netto-opbrengst zal worden teruggegeven aan de aandeelhouders. AkzoNobel heeft zodanig vertrouwen in de waarde die zij met de afsplitsing zal realiseren, dat zij reeds in november 2017 – dus voordat de afsplitsing zal zijn afgerond – een bonusdividend ter waarde van EUR 1 miljard (EUR 4 per aandeel) aan aandeelhouders zal uitkeren.

35. Vanwege de vergrote winstgevendheid van AkzoNobel als geheel, wordt ook de jaarlijkse dividenduitkering over 2017 verhoogd naar EUR 2,50 per aandeel: een verhoging van 50% ten opzichte van het gebruikelijke jaarlijkse dividend van EUR 1,65 per aandeel. Daarmee komt het totale bedrag dat AkzoNobel over 2017 aan haar aandeelhouders zal uitkeren op EUR 1,6 miljard.

2.5 Paints and Coatings heeft significante groeipotentie

36. De afsplitsing van Specialty Chemicals en de dividenduitkeringen in 2017 zijn geen eindpunt of op zichzelf staande onderdelen van de strategie van AkzoNobel. Integendeel: na de afsplitsing kan AkzoNobel zich volledig richten op haar verf- en coatingactiviteiten. De solide operationele basis die AkzoNobel vanaf 2012 heeft gelegd, de voortdurende implementatie van ALPS- en GBS-programma's, de toekomstige focus op uitsluitend deze bedrijfsonderdelen en het versnelde groeimomentum bieden mogelijkheden de winstgevendheid van de divisie Paints and Coatings te vergroten.
37. Zo is het ALPS weliswaar in 75% van de productielocaties van AkzoNobel als geheel geïmplementeerd, maar op nog maar 50% van de productielocaties van Paints and Coatings. De significante verbeteringen en daarmee gepaard gaande kosten- en milieubesparingen die ALPS heeft opgeleverd, kunnen voor de overblijvende divisie Paints and Coatings dus nog in belangrijke mate worden gerealiseerd.
38. Het groeipotentieel en de te vergroten winstgevendheid van Paints and Coatings is dusdanig, dat AkzoNobel verwacht na de afsplitsing van Specialty Chemicals in 2018 hetzelfde jaarlijkse dividend van EUR 1,65 per aandeel te kunnen uitkeren als voor de afsplitsing. Daarmee is de strategie dus ook op lange termijn in het belang van de aandeelhouders van AkzoNobel.

2.6 Steun voor de eigen strategie van AkzoNobel

39. Tijdens de jaarlijkse algemene vergadering van AkzoNobel die plaats had op 25 april 2017 is gebleken dat de strategie van AkzoNobel op brede instemming van stakeholders kan rekenen. Elliott wekt ten

onrechte de indruk dat haar opvattingen volop bijval kregen tijdens de algemene vergadering.¹⁸ Dat is niet het geval:

*"Elliott kwam dinsdag zelf ook nog aan het woord met enkele vragen. Een vertegenwoordiger van de activistische belegger werd door de zaal overwegend met boegeroep ontvangen."*¹⁹

*"Even though Elliott claims support from some other large investors, its intervention at the AGM was met with stony silence while the views of smaller investors, many of them worker shareholders, were met with tumultuous applause. (...) Under Dutch takeover law, the board is required to take account of all stakeholders, not just investors, when accepting a bid. (...) Elliott and PPG should get back in their box. They are not wanted."*²⁰

40. Het is belangrijk vast te stellen dat tijdens de recente aandeelhoudersvergadering alle agendapunten, waaronder het besluit tot décharge van de leden van het bestuur en de rvc, met een ruime meerderheid zijn aangenomen.²¹ Daarbij verdient opmerking dat de stemregistratiedatum 19 april 2017 was: aandeelhouders hebben bij het uitbrengen van hun stem ter vergadering kennis genomen en rekening gehouden met de reactie van het bestuur en de rvc van AkzoNobel op twee van de drie voorstellen van PPG.
41. Tijdens de jaarvergadering hebben ook werknemers, waaronder de voorzitter van de centrale ondernemingsraad, hun steun uitgesproken voor de strategie van AkzoNobel:

*"Tijdens een veelbesproken aandeelhoudersvergadering van het belaagde AkzoNobel, eind april, riep de voorzitter van de ondernemingsraad de Akzo-top op 'niet te zwichten voor de hedgefondsen', doelend op de Angelsaksische aandeelhouders die PPG steunen in de hoop op flinke winsten. Volgens hem moet Akzo 'de rug recht houden' en kiezen voor de werknemers, die Akzo groot hebben gemaakt. Na zijn woorden - strekking: weg met PPG - klonk langdurig applaus vanuit de zaal."*²²

"Dat hedgefonds gedraagt zich niet als een verantwoordelijk aandeelhouder", zei een werknemer van AkzoNobel. "Elliott is niet

¹⁸ Verzoekschrift, bijvoorbeeld nr. 7.52.

¹⁹ 'AkzoNobel laat zich niet opjagen door PPG', *De Telegraaf* 25 april 2017 (**Productie 12**).

²⁰ A. Brummer, 'Dulux maker needs some Dutch courage as predator threatens to go hostile', *Daily Mail* 25 april 2017 (**Productie 13**).

²¹ Het door Elliott in nr. 7.53 van haar Verzoekschrift opgenomen diagram geeft wat dat betreft een vertekend beeld, omdat de y-as pas begint bij zestig procent.

²² W. Dekker, 'PPG verwijt AkzoNobel aanhoudend gebrek aan fatsoen, vijandige overname dreigt', *Volkscrant* 8 mei 2017 (**Productie 14**).

*geïnteresseerd in het bedrijf zelf. Het is een aandelenhandelaar die in een paar maanden tijd veel geld wil verdienen. Ik vraag u om niet te zwichten voor een activistisch hedgefonds." Een flink applaus viel hem ten deel."*²³

42. De steun van werknemers voor de strategie van AkzoNobel blijkt verder uit de standpunten die de Europese ondernemingsraad en de centrale ondernemingsraad van AkzoNobel hebben gepubliceerd (**Productie 16**).
43. De Nederlandse regering en het Nederlands parlement hebben nadrukkelijk gewezen op het belang van een zelfstandig AkzoNobel:

*"Het is belangrijk dat grote Nederlandse multinationals vanuit Nederland geleid blijven. Daar heeft onder meer de economische structuur van het land groot belang bij. Het is goed dat de leiding van AkzoNobel van plan is zelfstandig te blijven."*²⁴

Volgens Principe 1.1 van de Nederlandse Corporate Governance Code is ook dat een omstandigheid die in ogenschouw dient te worden genomen door een onderneming bij het vormgeven van een op lange termijn waardecreatie gerichte strategie.

2.7 Conclusie

44. AkzoNobel is een gezonde, bloeiende onderneming met een duidelijke, op het Nederlandse stakeholder-model gebouwde strategie. AkzoNobel heeft de eerste twee fases voor het verwezenlijken van die strategie eerder dan verwacht en succesvol afgerond. Nu is het tijd voor de volgende strategische fase: het creëren van twee gefocuste, sterk presterende bedrijven met duurzame groeiplannen. De netto-opbrengsten van de afsplitsing van Specialty Chemicals worden grotendeels teruggegeven aan de aandeelhouders.

²³ A. Meinema, 'Voor- en tegenstanders overname Akzo kruisen de degens', NOS 25 april 2017 (**Productie 15**).

²⁴ 'Kamp: Hoger bod of niet, AkzoNobel beter af in Nederlandse handen', AD 25 april 2017 (**Productie 17**).

45. Bij het verwezenlijken van haar visie zijn de belangen van alle stakeholders van AkzoNobel van belang. De strategie is niet alleen in het belang van aandeelhouders – waarvan de belangen overigens structureel in het oog worden gehouden en die over dit jaar in totaal EUR 1,6 miljard aan dividend uitgekeerd krijgen, het merendeel van de opbrengst van de afsplitsing van Specialty Chemicals zullen ontvangen en daarna een structureel hogere dividenduitkering kunnen tegemoetzien – maar stelt AkzoNobel tegelijkertijd in staat haar leiderschapspositie op het gebied van duurzaamheid te handhaven, haar sterke klantgerichtheid te behouden, te blijven investeren in de ontwikkeling en veiligheid van haar werknemers, in samenwerking met onderzoeksinstituten te blijven innoveren, en een positieve bijdrage te blijven leveren aan de gemeenschappen waarin zij actief is. Daarmee wordt AkzoNobel aantrekkelijker voor haar klanten en toeleveranciers, hetgeen haar bedrijfsresultaten versterkt, hetgeen weer ten gunste komt van haar aandeelhouders. AkzoNobel is een onderneming die staat voor lange termijn waardecreatie.
46. Tegen de achtergrond van deze strategie hebben het bestuur en de rvc van AkzoNobel de voorstellen van PPG beoordeeld, zoals hierna zal worden toegelicht.

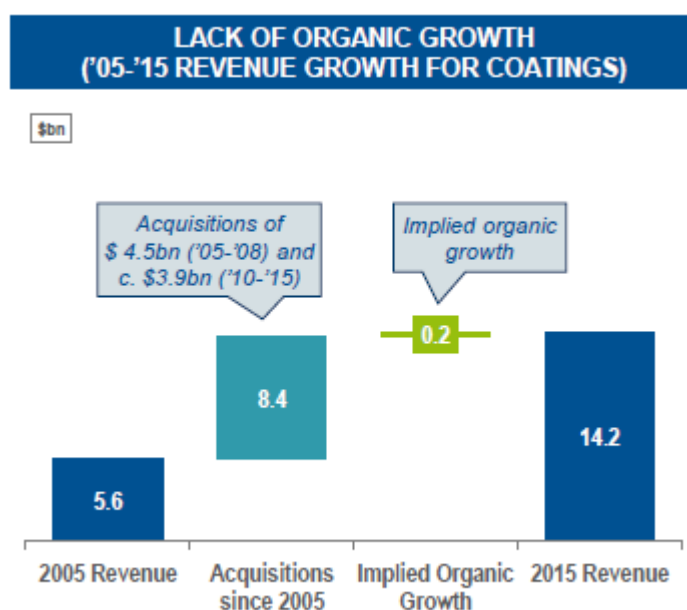
3 DE BEOORDELING VAN DE VOORSTELLEN VAN PPG

3.1 Achtergrond: PPG

47. PPG is een fabrikant en distributeur van coatings. PPG is opgericht in 1883 en is gevestigd in de Amerikaanse staat Pennsylvania.
48. De strategie van PPG is erop gericht om de wereldwijde marktleider te zijn in de coatings industrie en vooraan te lopen bij de consolidatie van die markt. PPG probeert dit vooral te bereiken door middel van overnames, waarmee zij haar omzet en marktaandeel kan vergroten.
49. Anders dan Elliott stelt,²⁵ heeft PPG sinds 2005 slechts zeer beperkt organische groei weten te realiseren. Van de omzetstijging van USD 8,6 miljard die PPG in de periode van 2005 tot en met 2015

²⁵ Verzoekschrift, par 5.2.

genereerde, komt USD 8,4 miljard voort uit overnames, zoals is weergegeven in onderstaande figuur:



50. Dit betekent dat PPG in de periode van 2005 tot en met 2015 een organische groei van slechts USD 200 miljoen heeft gerealiseerd. Dit beeld is de laatste jaren bovendien nog eens verder versterkt: in 2015 en 2016 rapporteerde PPG een lichte daling van de omzet, die nog (veel) lager zou zijn uitgevallen zonder de door PPG in 2015 en 2016 voltooide overnames. Zo daalde de omzet in 2016 met ongeveer USD 15 miljoen, terwijl een bedrag van USD 275 miljoen aan omzet dat jaar voortkwam uit overnames. Dit gold nog sterker voor het jaar 2015, toen sprake was van een omzetsdaling van USD 25 miljoen en een omzet uit overnames van USD 941 miljoen. Hetzelfde geldt voor de 'groei' in het aantal werknemers bij PPG waar PPG zich op doet voorstaan. Worden de overnames (en de daarmee overgenomen arbeidsplaatsen) weggedacht, dan is sprake van een daling in het aantal arbeidsplaatsen bij PPG.
51. De duurzaamheidsprestaties van PPG blijven achter bij haar *peer group*. Daarvoor zij onder meer verwezen naar de positionering van PPG op plaats 54 en in het onderste kwartiel (AkzoNobel: in de top tien) van de erkende duurzaamheidsindex RobecoSAM Down

Jones Sustainability Index (**Productie 18**). Dit wordt ook bevestigd doordat PPG in 2016 een D scoort in het mondiale Carbon Disclosure Project. Die score van PPG contrasteert met de leiderschapsstatus die door het Carbon Disclosure Project aan AkzoNobel is toegekend (zie nr. 21).²⁶ Anders dan bij AkzoNobel is bij PPG het streven naar duurzaamheid niet op het hoogste governance niveau ingebed in de organisatie en vormt duurzaamheid ook geen onderdeel van het beloningsbeleid. PPG maakt in tegenstelling tot AkzoNobel ook geen gebruik van het door accountantsfirma's getoetste *integrated reporting* als gevolg waarvan niet inzichtelijk is hoe PPG duurzaam opereert en hoe haar strategie, governance, prestaties en vooruitzichten (maatschappelijke) waarde opleveren voor de korte, middellange en lange termijn. Zo schrijft PPG in haar 2016 Sustainability Report:

*"We currently do not seek assurance for our report, as the scale of our operations and the resources required are prohibitive."*²⁷

52. Opmerkelijk is verder dat uit het jaarverslag van PPG over het jaar 2016 geen diversiteitsbeleid kenbaar is.
53. PPG is sterk beschermd tegen ongewenste en ongevraagde bemoeienissen van haar aandeelhouders. De governance van PPG omvat alle beschermingsmaatregelen die onder het recht van de staat Pennsylvania toelaatbaar zijn. Dat zijn er veel; de wetgeving in Pennsylvania rondom beschermingsmaatregelen tegen ongewenste overnames staat bekend als één van de meest "*defense-friendly*" van de Verenigde Staten. De New York Times omschreef deze wetgeving als "*the nation's toughest anti-takeover measure*".²⁸ Toen deze wetgeving in 1990 werd aangenomen maakte een groot aantal ondernemingen in meer of mindere mate gebruik van een zogeheten opt-out mogelijkheid. Dat gold echter niet voor PPG, dat openlijk verklaarde: "*We support the anti-takeover measure*".²⁹

²⁶ Carbon Disclosure Project, 'Scoring Introduction 2016' (**Productie 7**), p. 9.

²⁷ 2016 Sustainability Report PPG (**Productie 19**).

²⁸ L. Wayne, 'Anti-Takeover Proposal Gains in Pennsylvania', *New York Times* 4 april 1990, (**Productie 20**).

²⁹ L. Wayne, 'Many Companies in Pennsylvania Reject State's Takeover Protection', *New York Times* 20 juli 1990 (**Productie 21**).

54. PPG staat bekend om de mate waarin zij beschermingsconstructies heeft geïmplementeerd. De ISS Governance Quality Score van PPG is 8 op een totaal van 10, waarbij 10 staat voor het hoogste 'governance risk'.³⁰ Ter vergelijking: de ISS Governance Quality Score van AkzoNobel is 2.³¹
55. PPG is gevestigd in Pennsylvania, een staat met wetgeving die door Elliott sterk is bekritiseerd. Zo heeft Elliott de governance van een andere in Pennsylvania gevestigde onderneming, Arconic, openlijk getypeerd als "*governance horror*".³² Het is in dit licht dan ook bepaald opvallend dat Elliott nu van mening is dat AkzoNobel akkoord zou moeten gaan met een overname door PPG waarbij de overnameprijs voor een aanzienlijk deel in aandelen PPG zal worden voldaan. Elliott heeft daarover met geen woord gerept; corporate governance lijkt voor Elliott uitsluitend relevant als zij daarmee koerswinst denkt te kunnen behalen.

3.2 Het eerste voorstel

56. Büchner werd in maart 2017 gebeld door de CEO en Chairman van PPG, Michael McGarry. McGarry vertelde Büchner tijdens het telefoongesprek dat hij in Amsterdam zou zijn en stelde voor elkaar te ontmoeten om bij te praten. De ontmoeting bleek in werkelijkheid een heel ander doel te hebben. Tijdens de ontmoeting, die plaatsvond op 2 maart 2017 op Schiphol, overhandigde McGarry zonder enige vorm van vooraankondiging een brief aan Büchner met daarin een ongevraagd, niet-bindend en voorwaardelijk voorstel voor een openbaar bod op alle uitgegeven en uitstaande aandelen AkzoNobel (**Productie 25**).
57. Büchner vroeg tijdens deze ontmoeting of McGarry echt op deze manier te werk wilde gaan. McGarry antwoordde dat hij het al had besloten, dat zijn Board erachter stond en dat hij dit op deze manier

³⁰ Profiel van PPG (**Productie 22**).

³¹ Profiel van AkzoNobel (**Productie 23**).

³² Zie persbericht Elliott 13 april 2017 (**Productie 24**), over Arconic Inc.: "(...) *numerous outdated and substandard corporate governance practices lurking in Dr. Kleinfeld's House of Horrors (...) include: (...) a staggered Board; (...) a combined CEO and Chairman role; (...) a super-majority voting threshold to remove directors; (...) Pennsylvania incorporation, as opposed to reincorporation in a more shareholder-friendly jurisdiction such as Delaware. After all this, what governance horror could possibly be next?*"

wilde doen, waarna Büchner aangaf dat hij enkel nog zou luisteren en geen commentaar meer zou geven. Aan het eind van de ontmoeting heeft Büchner aan McGarry gevraagd of hij nog meer informatie had. Toen het antwoord hierop ontkennend luidde, heeft Büchner de ontmoeting beëindigd.

58. Deze ongelukkige gang van zaken, die niet bijzonder geschikt is om vertrouwen te creëren, werd er niet beter op toen bij lezing bleek dat onder het kopje 'Terms of the Proposal' in de brief uitdrukkelijk werd vermeld dat beoogd werd een openbaar bod op alle aandelen "preferably recommended by both the Board of Management and the Supervisory Board" (nadruk toegevoegd; advocaten). Anders gezegd; reeds vanaf het begin werd de mogelijkheid van een vijandig bod nadrukkelijk gepresenteerd.
59. De prijs die PPG onder het voorstel bereid was te betalen per aandeel AkzoNobel bedroeg EUR 54,00 in contanten plus 0,3 aandelen PPG. Uitgaande van de beurskoers van PPG en de USD/EUR wisselkoers van 28 februari 2017, kwam dit neer op een waarde van EUR 83,00 (*cum dividend*) per aandeel AkzoNobel. In haar brief van 2 maart 2017 wijdde PPG slechts een beperkt aantal alinea's aan de niet-financiële aspecten van haar voorstel.

3.2.1 AkzoNobel heeft het eerste voorstel zorgvuldig beoordeeld

60. Het bestuur en de rvc van AkzoNobel hebben het voorstel van PPG vervolgens nauwkeurig en zorgvuldig bestudeerd. Zij hebben het voorstel uitgebreid met elkaar besproken en zorgvuldig beoordeeld of dit voorstel het belang diende van de vennootschap en alle daarbij betrokken stakeholders. Daarbij zijn zij grondig en nauwgezet te werk gegaan:
 - (a) Het bestuur van AkzoNobel heeft direct nadat zij het voorstel van PPG ontving de rvc daarvan op de hoogte gebracht.
 - (b) AkzoNobel heeft uitgebreid advies ingewonnen bij haar financieel adviseurs HSBC en Lazard – twee gerenommeerde zakenbanken – over de financiële aspecten van het voorstel. In dit verband is HSBC en Lazard onder meer gevraagd een eigen waardering te maken van

AkzoNobel. HSBC was op dat moment al enkele jaren actief als financieel adviseur van AkzoNobel. Om zorgvuldig te werk te gaan, heeft AkzoNobel daarnaast ook Lazard ingeschakeld vanwege Lazard's grondige kennis van de Amerikaanse markt.

- (c) AkzoNobel heeft de juridische adviseur van de vennootschap (De Brauw) en de juridische adviseur van de rvc (Stibbe) gevraagd het voorstel van PPG vanuit juridisch perspectief te beoordelen, waaronder een analyse van de mededingingsrechtelijke aspecten en de voorwaarden van het voorstel, en heeft zich laten adviseren over de juridische en corporate governance verplichtingen van de vennootschap, het bestuur en de rvc.
 - (d) Het bestuur en de rvc hebben het voorstel van PPG tweemaal uitgebreid besproken, namelijk op 3 maart 2017 en 8 maart 2017 tijdens speciaal daarvoor belegde rvc-vergaderingen.
61. In lijn met hun wettelijke en statutaire taak, hebben het bestuur en de rvc van AkzoNobel zich bij het beoordelen van het voorstel van PPG gericht naar het belang van de vennootschap en alle daarbij betrokken stakeholders. Tegen die achtergrond hebben het bestuur en de rvc na een uitgebreide bestudering van het voorstel geconstateerd dat daar substantiële bezwaren aan kleefden. Dit bracht hen ertoe te concluderen dat zij het voorstel niet konden ondersteunen. Het bestuur en de rvc hebben daarbij gehandeld in overeenstemming met de adviezen van hun financiële en juridische adviseurs.
62. Kort samengevat en zoals hieronder nader toegelicht, geldt dat het voorstel van PPG om de volgende redenen inadequaaf was: het voorstel ging uit van een substantiële onderwaardering van AkzoNobel (zie paragraaf 3.2.2), de aandelencomponent van het voorstel bracht risico's mee voor de aandeelhouders van AkzoNobel (zie paragraaf 3.2.3), aan het voorstel kleefden mededingingsrechtelijke bezwaren (zie paragraaf 3.2.4) en bezwaren ten aanzien van de gevolgen van de beoogde overname voor verschillende stakeholders van AkzoNobel (zie paragraaf 3.2.5), het voorstel hield geen rekening met de bestaande pensioenafspraken van AkzoNobel (zie paragraaf 3.2.6) en PPG bleek geen ervaring te hebben met soortgelijke transacties (zie paragraaf 3.2.7).

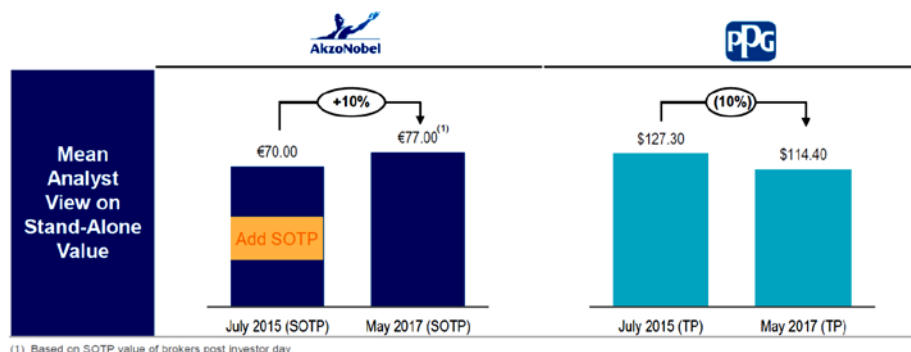
3.2.2 Onderwaardering van AkzoNobel

63. Het voorstel van PPG ging uit van een substantiële onderwaardering van AkzoNobel. Het deed in het bijzonder geen recht aan de lange termijn waardecreatie van AkzoNobel en de door haar ingezette strategie (zie hoofdstuk 2). De financieel adviseurs van AkzoNobel hebben onafhankelijk van elkaar een waardering gemaakt van AkzoNobel op basis van verschillende waarderingmethoden en verschillende uitgangspunten. Deze analyses toonden het bestuur en de rvc dat het voorstel van PPG AkzoNobel aanzienlijk onderwaardeerde. De financiële adviseurs hebben in hun advisering duidelijk hun visie naar voren gebracht welke de beslissing van het bestuur en de rvc tot afwijzing van het voorstel reeds op financiële gronden ondersteunde. Ook Elliott en andere aandeelhouders van AkzoNobel onderschreven overigens op zichzelf deze conclusie. Zo schreef Elliott in haar brief van 15 maart 2017 dat ook zij het voorstel van PPG niet adequaat vond.³³

3.2.3 Risico's van de aandelencomponent van het voorstel

64. Het voorstel voorzag erin dat PPG een substantieel gedeelte van de biedprijs zou betalen in aandelen PPG. Dit bracht meerdere risico's met zich mee voor de aandeelhouders van AkzoNobel.
65. Zo gold dat het onzeker was welke waarde het voorstel van PPG daadwerkelijk zou vertegenwoordigen op het moment dat de aandeelhouders van AkzoNobel de aandelen PPG zouden ontvangen. Er was een gerede kans dat de koers van het aandeel PPG voor die tijd zou dalen – zeker gezien het feit dat analisten hun verwachtingen ten aanzien van het aandeel PPG de laatste twee jaar significant naar beneden hebben bijgesteld (zie onderstaande figuur).

³³ Brief van Elliott aan AkzoNobel van 15 maart 2017 (Productie 29 Verzoekschrift), p. 2: "*While we agree with you that the proposed EUR 83 per share was an inadequate price for AkzoNobel, we are very disappointed that Akzo Nobel did not engage with PPG.*"



66. Bovendien was de waarde die het voorstel daadwerkelijk vertegenwoordigde ook afhankelijk van de USD/EUR wisselkoers, nu de koers van het aandeel PPG in USD noteert. Ook dit bracht de nodige onzekerheid mee. Dat deze onzekerheid niet onterecht was blijkt uit het feit dat de USD/EUR wisselkoers sinds het eerste voorstel van PPG in iets meer dan twee maanden tijd met 3,3% is gedaald.³⁴
67. Ook bracht de aandelencomponent mee dat de daadwerkelijk geboden waarde afhing van het succes van de gecombineerde onderneming, aangezien aandeelhouders van AkzoNobel na de overname aandeelhouder van PPG zouden worden. In dat verband gold dat het bepaald onzeker was of de door PPG geschetste synergievoordelen daadwerkelijk gerealiseerd konden worden, gezien het feit dat een aantal bedrijfsonderdelen afgestoten zou moeten worden in het kader van de vereiste goedkeuring van de mededingingsautoriteiten (zie nr. 69).

3.2.4 Mededingingsrechtelijke bezwaren

68. De activiteiten van PPG en AkzoNobel overlappen wereldwijd in een groot aantal markten die al sterk geconcentreerd zijn. De verwachting is dat een overname van AkzoNobel door PPG door zo'n 30 mededingingsautoriteiten zal moeten worden goedgekeurd. De mededingingsrechtelijke adviseurs van AkzoNobel hebben dan ook een uitgebreide analyse gemaakt van de risico's, met hulp van gespecialiseerde economen en juridische adviseurs uit de Verenigde Staten, Canada, Mexico, Brazilië, India, China, Zuid-Korea en Australië. Zij hebben een groot aantal interne strategische

³⁴ De USD/EUR wisselkoers was op 2 maart 2017 0,95170 en op 10 mei 2017 0,92017.

documenten van AkzoNobel bestudeerd die in de afgelopen jaren zijn opgesteld en waarin wordt ingegaan op de verschillende markten en de concurrentie van AkzoNobel met PPG. De meeste mededingingsautoriteiten eisen dat dergelijke documenten tijdens de goedkeuringsprocedure worden overgelegd. Ook zijn externe informatiebronnen voor de verschillende relevante markten geraadpleegd. Verder hebben zij diverse mensen geïnterviewd die verantwoordelijk zijn voor onder andere strategie of business development of voor de organisatie van bepaalde waardeketens. Zogenaamde bidding data zijn geanalyseerd om te kunnen beoordelen wat de intensiteit van de concurrentie is tussen AkzoNobel en PPG en welk effect het wegvallen van die concurrentie zal hebben op de prijzen in verschillende markten. Tot slot is aandacht besteed aan de innovatieprogramma's van beide bedrijven en de kans dat een samenvoeging van PPG en AkzoNobel een negatief effect zou hebben op de totale innovatie in de markt. Dit is een onderwerp waarvoor de laatste tijd veel belangstelling bestaat bij mededingingsautoriteiten.

69. Uit deze uitgebreide mededingingsrechtelijke analyse, die tal van zeer bedrijfs- en mededingingsrechtelijk vertrouwelijke gegevens bevat over AkzoNobel, bleek onder meer het volgende:
 - (a) De overlap tussen de activiteiten van PPG en AkzoNobel in een groot aantal geconcentreerde markten brengt mee dat de gehele waardeketen van die overlappende bedrijfsonderdelen van AkzoNobel of PPG voor closing zullen moeten worden afgestoten om goedkeuring te kunnen verkrijgen van de bevoegde mededingingsautoriteiten. Dergelijke afstotingen gaan onmiskenbaar gepaard met het risico dat een deel van de waarde van deze bedrijfsonderdelen verloren gaat, ook omdat het zal gaan om gedwongen verkopen. Bovendien hebben deze afstotingen een negatief effect op het functioneren van andere bedrijfsonderdelen die niet verkocht hoeven te worden omdat veel bedrijfsonderdelen met elkaar vervlochten zijn op het gebied van bijvoorbeeld R&D, productie of distributie.
 - (b) Voor het verkrijgen van goedkeuring van alle betreffende mededingingsautoriteiten zou een periode van naar verwachting 16-18 maanden nodig zijn, gelet op vergelijkbare

trajecten. Gedurende deze periode bestaat er een grote onzekerheid over de toekomst van AkzoNobel en haar verschillende bedrijfsonderdelen. Deze onzekerheid zal een sterke negatieve invloed hebben op onder meer de aandeelhouders, klanten en werknemers van AkzoNobel.

- (c) Het afstoten van een significant aantal bedrijfsonderdelen is nodig in een groot aantal jurisdicties, waaronder enkele jurisdicties waar de mededingingsautoriteiten minder ervaring hebben met het beoordelen van dit soort transacties. In al deze jurisdicties zou met de betreffende mededingingsautoriteiten overeenstemming moeten worden bereikt over de al dan niet af te stoten bedrijfsonderdelen, wat resulteert in extra risico op vertraging.

70. De sterke mededingingsrechtelijke bezwaren die verbonden waren aan het voorstel van PPG om AkzoNobel over te nemen, hebben bijgedragen aan de conclusie van het bestuur en de rvc van AkzoNobel dat de voorgestelde overname eerder een negatief dan een positief effect zou hebben op de lange termijn waardecreatie ten behoeve van de stakeholders van AkzoNobel. Het voorstel van PPG bood daar geen andere kijk op. PPG schreef slechts dat zij het mededingingstraject met vertrouwen tegemoet zag: "[W]e are confident that, working together, our two companies will be able to address any competition issues that might arise without impairing the value that a combination would achieve". Waar PPG dit vertrouwen op baseerde, bleek niet. Het was evenwel tekenend maar ook zorgwekkend dat PPG zich niet bereid had verklaard haar bod gestand te doen ongeacht de mededingingsrechtelijke gevolgen daarvan - door het aanbieden van gebruikelijke clausules op dat vlak - en zich dus het recht wilde voorbehouden van de overname af te zien als de gevolgen daarvan haar bij nader inzien niet zouden aanstaan.

3.2.5 Gevolgen voor stakeholders van AkzoNobel

71. Een overname van AkzoNobel door PPG zal om meerdere redenen grote gevolgen hebben voor de stakeholders van AkzoNobel. AkzoNobel hecht veel waarde aan de belangen van al haar stakeholders en aan de rol die zij in de samenleving heeft. Het bestuur

en de rvc van AkzoNobel hebben mede tegen die achtergrond en in overeenstemming met hun wettelijke taak beoordeeld of het voorstel van PPG in het belang was van de verschillende stakeholders van AkzoNobel.

72. Het bestuur en de rvc van AkzoNobel hebben verschillende bezwaren geconstateerd ten aanzien van de te verwachten gevolgen van het voorstel voor AkzoNobel's stakeholders. Volgens PPG bood haar voorstel aanzienlijke synergievoordelen van minimaal USD 750 miljoen per jaar. Het is evident dat dit grote gevolgen zal hebben voor de stakeholders van AkzoNobel, waaronder om te beginnen haar werknemers en dat die gevolgen alleen maar ingrijpender worden naarmate het nagestreefde synergievoordeel groter wordt. Dat zal betekenen dat een overname van AkzoNobel door PPG tot significant banenverlies zal leiden. Geheel in lijn daarmee repte PPG dan ook in haar voorstel met geen woord over het behoud van werkgelegenheid na een overname. De weinige woorden die PPG wel wijdde aan de gevolgen van haar voorstel voor de 46.000 werknemers van AkzoNobel omvatten geen enkele concrete toezegging. PPG vermeldde over de toekomst voor de werknemers van AkzoNobel slechts het volgende.

"We view the employees of AkzoNobel as an important asset in which we plan to continue to invest and we anticipate there will continue to be attractive career opportunities for employees of AkzoNobel at the combined company. PPG will respect the existing employment terms of the employees of AkzoNobel, including any existing social plans, pension plans and covenants, as well as the terms of the existing individual employment agreements between AkzoNobel and its employees, in accordance with their terms."

73. In het voorstel van PPG viel derhalve vooral op wat daarin niet stond over de gevolgen voor de werknemers. PPG zei niets over het behoud van werkgelegenheid bij AkzoNobel. Haar voorstel bracht derhalve enorme onzekerheid mee voor de werknemers van AkzoNobel. Het voorstel deed aldus geen recht aan de belangrijke rol die de meer dan 46.000 werknemers spelen en hebben gespeeld in het succes van AkzoNobel. Het was, vanwege dit gebrek aan concrete toezeggingen over de toekomst van de werknemers van AkzoNobel, ook niet waarschijnlijk dat de ondernemingsraden en vakbonden waar AkzoNobel mee te maken heeft in Nederland, Duitsland, Frankrijk,

Zweden en de Verenigde Staten, een overname van AkzoNobel door PPG zouden steunen.

74. Bij het voorgaande kwam dat de gecombineerde onderneming als gevolg van de door PPG voorgestelde overname te maken zou krijgen met een hoge schuldenlast. PPG zou een groot deel van de overnamesom hebben moeten betalen met geleend geld aangezien zij blijkens haar jaarrekening van 2016 slechts USD 1,8 miljard aan contanten (*cash and cash equivalents*) op de balans heeft staan. Dit bracht mee dat de resterende miljarden met geleend geld betaald moeten worden. Deze lening zal vervolgens als schuld op de gecombineerde onderneming komen te rusten waarbij de activa van AkzoNobel mede als zekerheden zullen (moeten) worden gebruikt. De risico's die daarmee gepaard gaan komen ook weer voor rekening van de verschillende stakeholders van AkzoNobel. Men zie in dit verband een kritisch rapport dat kredietbeoordelaar Fitch op 13 maart 2017 uitbracht over het voorstel van PPG (**Productie 26**), waarin Fitch onder meer schrijft:

"[W]e believe both companies lack significant financial headroom under credit metrics for a merger of this size."

75. Daarnaast zou het voorstel van PPG aanzienlijke gevolgen hebben voor de landen waarin AkzoNobel actief is. AkzoNobel heeft een lange geschiedenis in de landen waarin zij actief is, die meer dan vier eeuwen terug gaat. Met name in Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Zweden, heeft AkzoNobel sterke banden met diverse instellingen, waaronder universiteiten en wetenschappelijke onderzoekscentra. De bijdrage van AkzoNobel aan innovatie en duurzaamheid binnen en buiten haar sector is significant. AkzoNobel is één van Nederlands meest toonaangevende ondernemingen en is daarmee van groot belang voor Nederland en de Nederlandse economie.
76. Ook ten aanzien van de gevolgen voor het duurzaamheidsbeleid van AkzoNobel bestonden grote zorgen bij het bestuur en de rvc van AkzoNobel. AkzoNobel scoort op dat gebied veel beter dan PPG (zie paragraaf 2.3.1). AkzoNobel heeft zich jarenlang hard ingezet om haar producten en productieproces zo duurzaam mogelijk te maken en is daarin bijzonder succesvol gebleken. AkzoNobel bekleedt bijvoorbeeld al jarenlang een leidende positie in de RobecoSAM Dow

Jones Sustainability Index (zie nr. 21). Dit kan van PPG niet gezegd worden.

77. PPG deed in haar voorstel ook ten aanzien van al deze belangen geen enkele concrete toezegging. Het bestuur en de rvc van AkzoNobel konden dan ook niet anders dan concluderen dat het voorstel van PPG de belangrijke rol die AkzoNobel speelt in verscheidene samenlevingen in grote mate zou verzwakken en een significant negatief effect zou hebben voor alle stakeholders van AkzoNobel, zowel op sociaal, economisch als wetenschappelijk gebied. Dit alles bracht bovendien met zich mee dat het voorstel van PPG ook op sterke politieke weerstand stuitte.

3.2.6 Gevolgen voor pensioenafspraken van AkzoNobel

78. Het voorstel van PPG hield daarnaast geen rekening met de pensioenafspraken die AkzoNobel gedurende de laatste jaren heeft gemaakt met de beheerders van verschillende pensioenfondsen. De gevoeligheid hiervan blijkt overigens ook reeds uit de tekst van het voorstel van PPG zelf, nu daarin een 'amicable agreement' met de pension trustee als belangrijk voorwaarde was opgenomen.

3.2.7 Ervaring met soortgelijke transacties

79. Het bestuur en de rvc van AkzoNobel hebben bij de beoordeling van het eerste voorstel van PPG ook gekeken in hoeverre PPG ervaring heeft met soortgelijke transacties. Daaruit bleek dat PPG geen ervaring heeft met transacties van deze omvang en complexiteit. De door PPG voorgestelde overname bleek meer dan vijf keer zo groot als iedere andere overname ooit door PPG gedaan en qua totale waarde meer dan drie keer zo groot als alle overnames die PPG in het afgelopen decennium heeft gedaan tezamen.

3.2.8 Conclusie ten aanzien van het eerste voorstel van PPG

80. Na een zorgvuldige bestudering en afweging van het voorstel van PPG, met inachtneming van de langetermijnbelangen van alle verschillende stakeholders van AkzoNobel, inclusief de aandeelhouders, zijn het bestuur en de rvc van AkzoNobel dan ook tot de unanieme conclusie gekomen dat het diende te worden afgewezen.

Dit gebeurde tijdens een vergadering op 8 maart 2017 waarbij het bestuur en de voltallige rvc aanwezig waren. Het bestuur en de rvc waren ervan overtuigd dat het voorstel niet in het belang was van de vennootschap en alle daarbij betrokken stakeholders en dat het doel van lange termijn waardecreatie ten behoeve van alle stakeholders het beste kon worden gediend door de eigen strategie te volgen.

81. AkzoNobel heeft PPG van de unanieme beslissing van het bestuur en de rvc op de hoogte gebracht per brief van 9 maart 2017 en in die brief ook toegelicht welke redenen er aan de afwijzing van het voorstel ten grondslag hadden gelegen (**Productie 27**). AkzoNobel heeft op 9 maart 2017 – naar aanleiding van geruchten in de markt waaruit bleek dat de vertrouwelijkheid niet langer gewaarborgd was, en dus een wettelijke plicht tot openbaarmaking bestond – eveneens een persbericht gepubliceerd waarin zij toelichtte dat zij het voorstel van PPG had afgewezen (**Productie 25 Verzoekschrift**). In haar persbericht van 9 maart 2017 vermeldde AkzoNobel eveneens publiekelijk de hiervoor al uitgebreider besproken strategische review met betrekking tot de verzelfstandiging van haar Specialty Chemicals divisie.

3.3 Het tweede voorstel

82. Na afwijzing van het eerste voorstel van PPG door AkzoNobel op 9 maart 2017, liet PPG nog diezelfde dag in een persbericht weten AkzoNobel nog steeds over te willen nemen en haar positie en eventuele reactie op de afwijzing van AkzoNobel te overwegen (**Productie 27 Verzoekschrift**).
83. Per brief van 20 maart 2017 heeft PPG vervolgens een tweede ongevraagd, niet-bindend en voorwaardelijk voorstel gedaan aan AkzoNobel (**Productie 28**). Het tweede voorstel ging uit van een prijs per aandeel AkzoNobel van EUR 56,22 in contanten plus 0,331 aandelen PPG. Uitgaande van de beurskoers van het aandeel PPG en de USD/EUR wisselkoers van 20 maart 2017, kwam dit neer op een biedprijs van EUR 88,72 per aandeel AkzoNobel (exclusief het aangekondigde dividend). PPG heeft ook in haar tweede voorstel opnieuw geen noemenswaardige toezeggingen gedaan ten aanzien van de gevolgen van het tweede voorstel voor de stakeholders van

AkzoNobel, laat staan dat PPG inhoudelijk tegemoet kwam aan de bezwaren die AkzoNobel had geuit ten aanzien van de gevolgen van het eerste voorstel van PPG voor de vennootschap en haar stakeholders.

3.3.1 AkzoNobel heeft het tweede voorstel zorgvuldig beoordeeld

84. Het bestuur en de rvc van AkzoNobel hebben ook het tweede voorstel van PPG zorgvuldig bestudeerd en dit uitgebreid besproken tijdens een speciaal daarvoor belegde rvc-vergadering op 22 maart 2017 (een dag nadat AkzoNobel het voorstel had ontvangen). Het was bij bestudering van het tweede voorstel van PPG snel duidelijk dat dit, met uitzondering van de prijs, nauwelijks verschilde van het eerste voorstel van PPG. Die prijs was in het tweede voorstel verhoogd. De niet-financiële aspecten van het voorstel van PPG waren echter niet, en zeker niet wezenlijk, gewijzigd.
85. Het tweede voorstel van PPG voorzag zeker niet in een dusdanig hogere prijs, dat deze rechtdeed aan de huidige en toekomstige waarde van AkzoNobel. Naar aanleiding van het eerste voorstel van PPG hadden HSBC en Lazard zoals gezegd al uitgebreide analyses gemaakt van de waarde van AkzoNobel. Gezien de beperkte tijd die was verstreken tussen het eerste en het tweede voorstel van PPG was er geen aanleiding deze waardering te herzien. Het bestuur en de rvc konden daardoor relatief snel worden geadviseerd over de biedprijs in het tweede voorstel gelet op de door de financieel adviseurs van AkzoNobel onafhankelijk van elkaar gemaakte waarderingen op basis van verschillende waarderingmethoden en verschillende uitgangspunten. Deze analyses toonden het bestuur en de rvc dat het voorstel van PPG AkzoNobel nog steeds duidelijk onderwaardeerde. De financiële adviseurs hebben in hun advisering duidelijk hun visie naar voren gebracht welke de beslissing van het bestuur en de rvc tot afwijzing van het voorstel reeds op financiële gronden ondersteunde.
86. Het tweede voorstel van PPG kwam in het geheel niet tegemoet aan de uitgebreide zorgen en bezwaren die AkzoNobel in haar brief van 9 maart 2017 had geuit ten aanzien van de gevolgen van de beoogde overname voor de vennootschap en haar stakeholders.

87. Uit de inleiding van de brief van 20 maart 2017 van PPG werd duidelijk hoe PPG aankeek tegen deze zorgen en bezwaren. In die inleiding schreef PPG namelijk:

"We also believe strongly that none of the objections stated in your letter or your press release are obstacles to a transaction.

As I indicated in my call with Mr. Burgmans and my subsequent email, we are prepared to significantly increase the price we are offering to AkzoNobel's shareholders in an effort to encourage your immediate engagement. Our revised proposal is set out below."

88. PPG meende dus dat de gevolgen van een beoogde overname door PPG voor de stakeholders van AkzoNobel geen belemmering mochten vormen om die transactie aan te gaan en dat een hogere biedprijs AkzoNobel over de streep moest trekken. PPG had duidelijk geen oog voor de ernstige bezwaren die AkzoNobel had geuit in haar reactie op het eerste voorstel van PPG. Uit de brief van PPG van 20 maart 2017 bleek dat PPG dacht dat de belangen van stakeholders voldoende gediend zouden worden zolang deze stakeholders 'gerust werden gesteld'. Dit bleek uit de reactie van PPG op de zorgen die AkzoNobel had geuit over de gevolgen van een eventuele transactie voor haar werknemers. In hun brief van 9 maart 2017 schreven het bestuur en de rvc van AkzoNobel daarover het volgende:

"We are, at our core, a "people" business that has succeeded by effectively motivating our more than 46,000 employees. Our employees and other stakeholders continue to contribute significantly to the success of AkzoNobel. Your Proposal brings uncertainties for our employees and fails to properly address the value our employees add to our business. We do not believe the proposal is in the interest of our employees, particularly in relation to the uncertainty your Proposal will bring for thousands of jobs worldwide. This of course will be of high interest to our works councils and unions, including in the Netherlands, Germany, France, Sweden and the US, who we believe will not support it."

89. De reactie van PPG hierop in haar voorstel van 20 maart 2017 was tekenend voor haar opstelling jegens de stakeholders van AkzoNobel:

"With your cooperation, we are confident we can substantially alleviate any uncertainties that employees may feel with respect to a business combination with PPG. (...) PPG will respect the existing employment terms of the employees of AkzoNobel, including any existing social plans, pension plans and covenants, as well as the

terms of the existing individual employment agreements between AkzoNobel and its employees, in accordance with their terms."

90. PPG meende dus kennelijk dat zij de zorgen over de duizenden banen die bij AkzoNobel op het spel zouden staan bij een overname door PPG, weg kon nemen met de loze toezegging dat zij – zoals zij wettelijk ook verplicht is – de bestaande contracten met werknemers niet zal schenden. Over het verwachte banenverlies bij AkzoNobel repte PPG met geen woord. PPG deed evenmin concrete inhoudelijke toezeggingen ten aanzien van de andere bezwaren die AkzoNobel had geuit tegen het eerste voorstel (zie paragraaf 3.2.2-3.2.7).
91. Uit het voorgaande blijkt duidelijk dat PPG met het tweede voorstel niet daadwerkelijk inging op de zorgen en bezwaren zoals op 9 maart 2017 door AkzoNobel geuit en toegelicht, laat staan dat PPG daarvoor mogelijke oplossingen aandroeg. Integendeel, het bleek dat PPG wezenlijk anders aankijkt tegen de belangen van stakeholders dan AkzoNobel dat doet.

3.3.2 Conclusie ten aanzien van het tweede voorstel van PPG

92. Het bestuur en de rvc van AkzoNobel konden het tweede voorstel van PPG dus relatief snel beoordelen. De zorgvuldige beoordeling en afweging, met inachtneming van de langetermijnbelangen van alle stakeholders van AkzoNobel, had immers al plaatsgevonden naar aanleiding van het eerste voorstel van PPG, en het tweede voorstel verschilde niet wezenlijk van het eerste voorstel. Het bestuur en de rvc van AkzoNobel kwamen na hun beoordeling van het tweede voorstel en wederom in overeenstemming met de adviezen van hun financieel en juridisch adviseurs unaniem tot de conclusie dat ook dit voorstel van PPG diende te worden afgewezen.
93. Bij deze stand van zaken was het ook gelet op het wettelijke kader aangewezen dat AkzoNobel de markt zo snel mogelijk duidelijkheid verschafte over haar positie. Zij heeft PPG per brief van 22 maart 2017 op de hoogte gebracht van haar unanieme beslissing het tweede voorstel af te wijzen (**Productie 29**) en daaromtrent ook een persbericht uitgegeven. Opnieuw motiveerde AkzoNobel deze afwijzing uitvoerig. Zo valt in de brief als volgt te lezen.

"The Board unanimously reject PPG's Revised Proposal and decline your invitation to discuss the Revised Proposal. The Board have concluded that the Revised Proposal not only fails to reflect the current and future value of AkzoNobel, it also neglects to address the significant uncertainties and risks for our shareholders and other stakeholders. As such, it does not address with tangible steps and commitments the concerns and considerations expressed by the Board in their rejection of 9 March 2017.

First of all, your Revised Proposal; is not in the best interest of our shareholders. It substantially undervalues AkzoNobel and fails to reflect the value creating opportunities (...). The Revised Proposal also contains significant risks related to the increased stock component and the high leverage of the proposed combined business.

Secondly, the Revised Proposal does not address the uncertainty created by the significant anti-trust implications (...).

Thirdly, the Revised Proposal still does not adequately address and safeguard the interests of all of AkzoNobel's stakeholders (...).

Finally, the Revised Proposal does not meaningfully address our concerns of a significant culture gap (...)."

94. Omdat ook het tweede voorstel van PPG geen enkele basis bood voor overleg tussen AkzoNobel en PPG, gaven de belangen van de vennootschap en al haar stakeholders ook geen enkele aanleiding om in overleg of onderhandeling met PPG te treden. Het probleem was niet dat het tweede voorstel van PPG onvolledig of onduidelijk was en daardoor niet beoordeeld kon worden. Het probleem was dat het voorstel nog steeds niet in het belang was van de stakeholders van AkzoNobel. De zorgen van het bestuur en de rvc van AkzoNobel over de door PPG voorgestelde behandeling van stakeholders waren enkel toegenomen terwijl het bod ook financieel tekort bleef schieten.

3.4 Het derde voorstel

95. Op 19 april 2017 heeft AkzoNobel de derde fase van haar eigen strategie gepresenteerd aan haar aandeelhouders. Op 24 april 2017 – één dag voordat de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van AkzoNobel plaatsvond – deed PPG vervolgens een derde voorstel om AkzoNobel middels een openbaar bod over te nemen (Productie 54 Verzoekschrift). Het derde voorstel van PPG voorziet in een prijs van EUR 61,50 in contanten en 0,357 aandeel PPG. Uitgaande van de beurskoers van PPG en de USD/EUR wisselkoers van 21 april 2017,

komt dit neer op een waarde van EUR 96,75 (cum dividend) per aandeel AkzoNobel. In haar brief van 24 april 2017 heeft PPG daarnaast enkele opmerkingen gemaakt die in haar optiek tegemoet zouden moeten komen aan de bezwaren die AkzoNobel heeft geuit ten aanzien van het eerste en het tweede voorstel van PPG.

3.4.1 AkzoNobel heeft het derde voorstel zorgvuldig beoordeeld

96. In reactie op het derde voorstel van PPG, heeft AkzoNobel nog diezelfde dag een persbericht gepubliceerd waarin zij aankondigde het derde voorstel van PPG zorgvuldig te zullen bestuderen en te overwegen (**Productie 31**). Het bestuur en de rvc van AkzoNobel hebben vervolgens de daarvoor benodigde tijd genomen.
97. Op 25 april 2017, de dag nadat AkzoNobel het derde voorstel van PPG ontving, vond de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van AkzoNobel (de "ava") plaats. Het bestuur en de rvc waren voornemens geweest in de ava aandacht te besteden aan de twee voorstellen van PPG en verantwoording af te leggen over de wijze waarop zij daarop hadden gereageerd. Met het uitbrengen van een derde voorstel was dat echter achterhaald en dienden zij het nieuwe voorstel te beoordelen. Daarvoor was echter nog in het geheel geen tijd geweest. Dat hebben zij ook aan de ava medegedeeld. In reactie op vragen die tijdens de ava werden gesteld over het derde voorstel van PPG, lichtte Burgmans toe dat het bestuur en de rvc de eerste twee voorstellen van PPG zorgvuldig hadden bestudeerd en afgewogen en uiteindelijk unaniem hadden afgewezen en die afwijzing zeer uitgebreid hadden gemotiveerd. Burgmans verwees in dat kader ook naar de uitgebreide persberichten die AkzoNobel daarover had gepubliceerd. Verder antwoordde Burgmans dat het bestuur en de rvc ook het derde voorstel van PPG, dat de dag daarvoor ontvangen was, zorgvuldig zouden bestuderen en overwegen en daarbij alle relevante aspecten van het voorstel en de consequenties daarvan voor de vennootschap en haar stakeholders, waaronder natuurlijk de aandeelhouders, in ogenschouw zouden nemen. Burgmans vroeg om begrip voor het feit dat er tijdens de ava niet verder op het derde voorstel kon worden ingegaan, omdat het nu eenmaal tijd zou kosten het voorstel te bestuderen en analyseren, ook in het licht van de eigen strategie en de verbeterde financiële vooruitzichten.

98. Na de ava hebben het bestuur en de rvc van AkzoNobel hun aandacht gericht op het derde voorstel van PPG. Daarbij zijn het bestuur en de rvc van AkzoNobel grondig en zorgvuldig te werk gegaan. Het derde voorstel van PPG is op meerdere momenten en binnen verschillende gremia van AkzoNobel uitgebreid besproken, zoals hieronder nader wordt beschreven.
99. Op 29 april 2017 vond een vergadering plaats van de rvc van AkzoNobel waarin het derde voorstel van PPG centraal stond en alle relevante aspecten daarvan zijn besproken. Naast de leden van de rvc waren onder meer de leden van het bestuur van AkzoNobel en de financiële en juridische adviseurs van AkzoNobel aanwezig. Tijdens deze vergadering werd uitgebreid gesproken over de financiële voorwaarden van het derde voorstel van PPG, onder meer aan de hand van een nieuwe analyse die HSBC en Lazard onafhankelijk van elkaar hadden gemaakt op basis van de eigen strategie van AkzoNobel. Daarnaast werd uitgebreid gesproken over de niet-financiële voorwaarden van het derde voorstel van PPG, waaronder de 'toezeggingen' van PPG ten aanzien van de vereiste fusiecontrole, de gevolgen van het voorstel voor de werknemers van AkzoNobel, de governance van de gecombineerde onderneming, pensioenen, R&D, de band met Nederland en de cultuurverschillen tussen AkzoNobel en PPG.
100. Op 1 mei 2017 vond opnieuw een vergadering plaats van de rvc van AkzoNobel waarin het derde voorstel van PPG centraal stond. Tijdens het eerste deel van de vergadering heeft de rvc het voorstel en mogelijke vervolgstappen van AkzoNobel uitgebreid besproken. Tijdens het tweede deel van de vergadering, waarbij ook het bestuur en de General Counsel aanwezig waren, is uitvoerig gesproken over de eigen strategie van AkzoNobel en zijn vragen daarover van de rvc door het bestuur beantwoord.
101. Op 2 mei 2017 vond een derde gecombineerde vergadering plaats tussen alle leden van het bestuur en de voltallige rvc van AkzoNobel, waarin opnieuw uitgebreid werd gesproken over de verschillende aspecten van het voorstel van PPG en de diverse opties voor het bestuur en de rvc. Aangezien een en ander nog nader in kaart diende

te worden gebracht heeft de rvc tijdens de voornoemde vergaderingen geen besluiten genomen over het derde voorstel van PPG.

102. Op 4 mei 2017 is Burgmans gebeld door de heer Grant (Lead Independent Director van PPG), die voorstelde dat de topmannen van PPG en AkzoNobel elkaar zouden ontmoeten om over het derde voorstel van PPG te spreken, bij wijze van een "*brief dialogue*", aldus Grant. Aan dit telefoontje was op 3 mei 2017 een kort verzoek per e-mail vooraf gegaan. Burgmans liet Grant weten op zijn verzoek terug te zullen komen, aangezien hij dit met het bestuur en de rvc van AkzoNobel diende te bespreken. (zie nr. 101).
103. Op 5 mei 2017 vond een vierde vergadering plaats van de rvc van AkzoNobel waarin uitgebreid werd gesproken over het derde voorstel van PPG. Bij deze vergadering was ook het bestuur en waren de financieel en juridisch adviseurs van AkzoNobel aanwezig. Tijdens deze vergadering is gesproken over het voorstel voor een gesprek met PPG, zoals op 4 mei 2017 voorgesteld door Grant. Besloten is dat een in het kader van de evaluatie van het derde voorstel een gesprek zou plaatsvinden, waarin PPG haar derde voorstel nader zou kunnen toelichten en te berde zou kunnen brengen wat zij zou willen. Na afloop van de vergadering liet Burgmans aan PPG weten dat Büchner en hijzelf zich reeds de volgende dag beschikbaar zouden maken voor een ontmoeting met PPG. Burgmans en Grant bespraken tijdens dit telefoongesprek dat het doel van de bespreking zou zijn om PPG de mogelijkheid te bieden in het kader van de evaluatie van het derde voorstel door AkzoNobel dit nader toe te lichten en naar voren te brengen wat zij daaromtrent wenste.

3.4.2 De ontmoeting tussen AkzoNobel en PPG

104. Op 6 mei 2017 vond een ontmoeting plaats tussen Burgmans en Büchner namens AkzoNobel en McGarry en Grant namens PPG. Burgmans en Büchner zijn *open minded* het gesprek met McGarry en Grant aangegaan om te bezien of tijdens dit gesprek nieuwe inzichten over het voorstel van PPG naar voren zouden komen. Het doel van deze meeting was om PPG in staat te stellen een nadere toelichting te geven op haar voorstel en de gevolgen daarvan voor de aandeelhouders, klanten, werknemers en andere stakeholders van

AkzoNobel. Dit sluit naadloos aan bij de exacte bewoordingen van het persbericht van PPG van 5 april 2017 waarin PPG aan AkzoNobel voorstelde "*to meet us to learn more about our specific proposals*".³⁵ Zoals gezegd is deze doelstelling van de meeting ook in de telefoongesprekken met Grant gecommuniceerd en ook door PPG geaccepteerd. Burgmans en Büchner hadden geen onderhandelingsmandaat nu het hier gaat om zaken die bestuur en rvc als geheel aangaan, maar stonden wel open voor alles dat PPG wenste mee te delen ten aanzien van het derde voorstel. Van de zijde van AkzoNobel was voor de bespreking ook geen tijdslimiet aangegeven.³⁶

105. Aan het begin van de ontmoeting zetten McGarry en Grant de agenda door een 40-pagina tellend *slide deck* aan Burgmans en Büchner te overhandigen (**Productie 32**) aan de hand waarvan zij het derde voorstel van PPG nogmaals hebben toegelicht. Het *slide deck* bevat echter geen nieuwe informatie, maar geeft nog eens een overzicht van het derde voorstel. Iets wezenlijk nieuws voegt het echter niet toe:
 - (a) Op de eerste 18 slides wordt een profiel geschetst van PPG.
 - (b) Op slide 19 tot en met 23 schetst PPG de strategische rationale van haar voorstel, zoals dat ook terug te lezen valt in de brief van 24 april 2017.
 - (c) Op slide 24 tot en met 36 volgt een omschrijving van het voorstel van PPG, veelal in letterlijk dezelfde bewoordingen als in de brief van 24 april 2017.
 - (d) Op slide 37 tot en met 40 worden de mogelijke volgende stappen uitgezet.
106. Ook tijdens de bespreking zelf werden geen nieuwe inzichten gedeeld. McGarry en Grant waren er vooral op gericht de sterke kanten van PPG over het voetlicht te brengen. Het is overigens onjuist, zoals PPG later publiekelijk heeft gesteld,³⁷ dat geen specifieke vragen zouden

³⁵ Persbericht PPG, 5 april 2017 (Productie 38 Verzoekschrift).

³⁶ Anders dan PPG suggereerde in haar persbericht van 8 mei 2017 (Productie 71 Verzoekschrift).

³⁷ Persbericht PPG, 8 mei 2017 (Productie 71 Verzoekschrift).

zijn gesteld. Die zijn weldegelijk gesteld door Burgmans en Büchner en bovendien op kernonderwerpen. Die omvatten onder meer de situatie van "*specialty coatings and materials*", de strategie van PPG achter het eerst verkopen van haar Specialty Chemicals business en nu het kopen van een onderneming waarvan die business een aanzienlijk deel uitmaakt;³⁸ de mededingingsrechtelijke problemen en de vraag hoe PPG synergiën van minimaal EUR 750 miljoen wilde genereren en wat de effecten daarvan zouden zijn op de onderneming en alle stakeholders. Ten slotte is ook nadrukkelijk aan de orde gesteld dat de benadering en aanpak door PPG niet heeft bijgedragen aan een vertrouwensbasis die voor een goede en evenwichtige deal essentieel is. In dit verband is ook de relatie met Elliott aan de orde gesteld.

107. Burgmans en Büchner hebben tijdens het gesprek nogmaals gewezen op de zorgen van AkzoNobel zoals die reeds in reactie op het eerste en tweede voorstel van PPG uitdrukkelijk waren gesignaleerd. Op dit cruciale onderwerp echter hebben McGarry en Grant geenszins de zorgen weggenomen die AkzoNobel had geuit. Ook in het gesprek over de mededingingsrechtelijke problemen bleek te worden bevestigd dat inderdaad een groot aantal bedrijfsonderdelen zal moeten worden verkocht, hoewel de lijst van bedrijfsonderdelen die zij noemden niet compleet was.
108. De conclusie van het gesprek van 6 mei 2017 kan derhalve geen andere zijn dan dat geen nieuwe inzichten door PPG ter tafel zijn gebracht ten opzichte van de brief van 24 april 2017 waarin het derde voorstel werd gedaan. Dat is een keuze die PPG heeft gemaakt. Bij het doen van een openbaar bod ligt het toch werkelijk op de weg van de bieder om een bod nader toe te lichten en/of daar nadere invulling aan te geven. Dat is niet gedaan. PPG klaagt daar naderhand wel over in een persbericht,³⁹ maar daarvan kan toch echt geen verwijt worden gemaakt aan AkzoNobel. Het is niet aan de doelvennootschap om het overnamevoorstel voor de bieder op te stellen.

³⁸ Uit de reactie van McGarry en Grant tijdens het gesprek bleek dat PPG geen duidelijke strategische visie heeft ten aanzien van Specialty Chemicals; PPG heeft haar chemiedivisie onder leiding van McGarry verkocht.

³⁹ Persbericht PPG, 8 mei 2017 (Productie 71 Verzoekschrift).

109. Nadat de ontmoeting met McGarry en Grant had plaatsgevonden, hebben het bestuur en de rvc van AkzoNobel op **7 mei 2017** wederom een vergadering belegd om het derde voorstel van PPG en de reactie van AkzoNobel daarop te bespreken. Tijdens deze rvc-vergadering deden Burgmans en Büchner uitvoerig verslag van de ontmoeting met McGarry en Grant op 6 mei 2017. De conclusie van het bestuur en de rvc was dat PPG geen wezenlijk nieuwe informatie had verstrekt.
110. Het bestuur en de rvc hebben het derde voorstel van PPG vergeleken met de strategie van AkzoNobel zoals gepresenteerd op 19 april 2017 (zie paragraaf 2.4-2.5). Tegen die achtergrond, heeft AkzoNobel het derde voorstel van PPG getoetst op vier facetten: (i) waardering, (ii) timing, (iii) zekerheid en (iv) de belangen van stakeholders. De uitkomst van deze beoordeling is dat het derde voorstel van PPG niet in het belang is van AkzoNobel en de stakeholders van AkzoNobel, waaronder haar aandeelhouders, en dat deze belangen het beste worden gediend door de strategie zoals deze is gepresenteerd op 19 april 2017. Dit wordt hieronder nader toegelicht.

3.4.3 Waardering

111. Het bestuur en de rvc van AkzoNobel zijn mede op basis van en in lijn met uitgebreide analyses en waarderingen van HSBC en Lazard tot de conclusie gekomen dat het derde voorstel van PPG nog steeds niet de huidige en toekomstige waarde van AkzoNobel reflecteert. HSBC en Lazard hebben onafhankelijk van elkaar een waardering gemaakt van AkzoNobel op basis van verschillende methoden en verschillende uitgangspunten. Deze analyses toonden het bestuur en de rvc dat ook het derde voorstel van PPG AkzoNobel onderwaardeert. De financiële adviseurs hebben in hun advisering duidelijk hun visie naar voren gebracht die de beslissing van het bestuur en de rvc om het bod op financiële gronden af te wijzen, ondersteunde.
112. Daarnaast voorziet het derde voorstel niet in een premie voor een 'change of control' transactie die recht doet aan de nieuwe strategie van AkzoNobel en de nieuwe financiële vooruitzichten die daarmee gepaard gaan. De voorstellen van PPG en de premie die PPG zegt te bieden, gaan uit van de koers van AkzoNobel op 8 maart 2017 terwijl AkzoNobel op dat moment nog niet haar nieuwe strategie en nieuwe

financiële doelstellingen had gepubliceerd. Nadat AkzoNobel op 19 april 2017 deze informatie naar buiten heeft gebracht, heeft een aantal analisten hun koersdoelen voor AkzoNobel significant naar boven bijgesteld.

113. Voorts impliceert het voorstel van PPG een waardering van AkzoNobel's Paints and Coatings divisie die uitgaat van een *multiple* die lager ligt dan in recente vergelijkbare transacties.
114. Tot slot geldt dat het voorstel van PPG erin voorziet dat een groot gedeelte van de biedprijs wordt betaald in aandelen PPG. Zoals hiervoor al uitgebreid beschreven (zie paragraaf 3.2.3), brengt dit verschillende risico's mee voor de aandeelhouders van AkzoNobel.
115. Op basis van het voorgaande is AkzoNobel tot de volgende conclusie gekomen ten aanzien van de waardering van AkzoNobel waar het derde voorstel van PPG van uitgaat:

"AkzoNobel's analysis concludes that PPG's proposal:

- *Undervalues AkzoNobel; it fails to provide appropriate value to AkzoNobel shareholders and does not reflect AkzoNobel's current and future value*
- *Does not include an appropriate change of control premium, which needs to be based on a valuation reflecting AkzoNobel's strategy, including the recently announced plans to separate Specialty Chemicals and accelerate growth in Paints and Coatings*
- *Implies a value for AkzoNobel's Paints and Coatings business at a multiple below recent comparable transactions*
- *Contains risks as a result of its stock component*
- *Risks loss of value from regulatory remedies*
- *Risks potential leakage of value through loss of customers, key employees and partners."*

3.4.4 Timing

116. De strategie van AkzoNobel biedt een duidelijke marsroute voor het creëren van waarde op de korte, middellange en lange termijn (zie paragraaf 2.4-2.6).
117. Het voorstel van PPG geeft daarentegen geen duidelijkheid over de timing daarvan, anders dan de algemene opmerking dat de noodzakelijke fusiecontrole tijdig kan worden voltooid. PPG heeft zich

in haar voorstel er niet over uitgelaten hoe lang dit proces naar haar inschatting zal duren. Zoals hierboven al toegelicht, dient een uitgebreid en tijdrovend proces te worden doorlopen om goedkeuring te verkrijgen voor de overname door PPG van de mededingingsautoriteiten in een groot aantal jurisdicties wereldwijd. Gebaseerd op vergelijkbare transacties, dient er rekening mee te worden gehouden dat daar 16-18 maanden voor nodig zijn. Bovendien zullen significante bedrijfsonderdelen moeten worden verkocht om de vereiste goedkeuring te krijgen, waarbij er rekening mee moet worden gehouden dat een deel van de waarde van deze bedrijfsonderdelen verloren zal gaan. Het afstoten van deze bedrijfsonderdelen zal bovendien gepaard gaan met een verstoring van de bedrijfsvoering als gevolg van de gedwongen ontvlechting van thans geïntegreerde bedrijfsonderdelen, productiefaciliteiten en waardeketens. Dit zal op zichzelf al een negatieve impact hebben op de bedrijfsvoering van AkzoNobel en haar stakeholders. Ook tijdens de ontmoeting op 6 mei 2017 zijn deze zorgen door PPG niet weggenomen.

118. Op basis van het voorgaande heeft AkzoNobel het volgende geconcludeerd ten aanzien van de timing van het voorstel van PPG:

"AkzoNobel's analysis concludes that PPG's proposal:

- *Would entail significant time to implement while containing inherent risks of completion*
- *Provides limited visibility in relation to the closing of the transaction and subsequent integration of the two businesses*
- *Would require substantial and complex structural changes and be vulnerable to regulatory-led delays"*

3.4.5 Zekerheid

119. De vereiste goedkeuring van de mededingingsautoriteiten in een groot aantal jurisdicties, brengt ook de nodige onzekerheid mee voor de verschillende stakeholders van AkzoNobel. Deze onzekerheid wordt in het derde voorstel van PPG niet geadresseerd. PPG schrijft slechts dat zij een *"significant review and analysis of the expected antitrust approval risks and requirements"* heeft uitgevoerd. Evenmin heeft PPG in haar derde voorstel en tijdens de ontmoeting met Burgmans en Büchner op 6 mei 2017 geadresseerd hoe de belangen van de stakeholders van AkzoNobel in dit proces en na de voorgestelde

overname behartigd kunnen en zullen worden. PPG heeft alleen de toezegging gedaan bereid te zijn een "*significant reverse break-up fee*" te willen afspreken, zonder overigens specifiek te zijn over de orde van grootte die zij daarbij in gedachten heeft. Een *reverse break-up fee* houdt in dat als PPG zou besluiten het bod op AkzoNobel niet gestand te doen, bijvoorbeeld omdat de mededingingsautoriteiten bepaalde afstotingen eisen waar PPG zich niet aan wil conformeren, PPG een bepaalde vergoeding zou moeten betalen aan AkzoNobel. Daarmee komt PPG echter niet tegemoet aan de belangen van de stakeholders van AkzoNobel; hooguit kan het voor een klein deel compensatie bieden voor de financiële schade die door het niet doorgaan van de transactie wordt toegebracht aan de marktpositie van AkzoNobel en haar stakeholders.

120. Een andere bron van onzekerheid ten aanzien van het voorstel van PPG, is dat PPG geen duidelijke visie heeft voor de Specialty Chemicals divisie en de overname van deze divisie door PPG juist tegenstrijdig is aan de eerder door PPG ingezette strategie om deze markt te verlaten. Dit betekent dat simpelweg onduidelijk is wat de gevolgen van het voorstel van PPG zullen zijn voor de stakeholders van AkzoNobels Specialty Chemicals divisie.
121. Daartegenover staat dat AkzoNobel met haar strategie een duidelijk plan heeft gepresenteerd dat zekerheid biedt voor haar aandeelhouders en andere stakeholders (zie paragraaf 2.4-2.6).

3.4.6 Belangen van stakeholders

122. Tot slot geldt dat het voorstel van PPG geen recht doet aan de belangen van de verschillende stakeholders van AkzoNobel. In haar reactie op het eerste en tweede voorstel van PPG heeft AkzoNobel in duidelijke bewoordingen aangegeven welke bezwaren zij had tegen de voorstellen van PPG gelet op de belangen van de verschillende stakeholders van AkzoNobel (zie paragraaf 3.2.5 en nr. 86-91). De reactie van PPG daarop neemt die bezwaren niet weg. In haar brief van 24 april 2017 erkent PPG dat een breed scala aan belangen in acht moet worden genomen door het bestuur en de rvc bij het beoordelen van de voorstellen van PPG. Desalniettemin doet PPG geen concrete, althans onvoldoende, toezeggingen die daadwerkelijk

tegemoet komen aan de onzekerheden en risico's die kleven aan een overname van AkzoNobel door PPG.⁴⁰ De opmerkingen in de brief van PPG, zijn in werkelijkheid zeer beperkt van aard en strekking of zijn toezeggingen om bestaande verplichtingen te respecteren. Dit wordt hieronder nader toegelicht. Dat PPG deze opmerkingen bestempelt als "*significant and highly-specific commitments that we are confident AkzoNobel's stakeholders will find compelling*", wekt de indruk dat PPG deze toezeggingen alleen voor de Bühne doet en in werkelijkheid geen daadwerkelijke toezeggingen wil doen.

123. Het ontbreken van harde toezeggingen die daadwerkelijk het belang dienen van de stakeholders van AkzoNobel, kan niet los worden gezien van de door PPG beoogde synergievoordelen van USD 750 miljoen per jaar. Ondanks dat PPG naar eigen zeggen significante en specifieke toezeggingen heeft gedaan ten aanzien van de stakeholders van AkzoNobel, heeft zij de beoogde synergievoordelen in haar derde voorstel niet naar beneden aangepast. Dat is niet goed met elkaar te rijmen: het valt niet in te zien hoe PPG aan de ene kant zegt deze synergievoordelen te kunnen realiseren en aan de andere kant het doet voorkomen alsof de belangen van de stakeholders van AkzoNobel, in het bijzonder de werknemers, daar niet onder te lijden hebben.
124. Dat PPG geen harde toezeggingen wil doen die haar zouden kunnen beperken in het realiseren van de beoogde synergievoordelen, blijkt ook uit het feit dat PPG in haar voorstellen niet voorziet in een methode om naleving van haar 'toezeggingen' af te dwingen terwijl dat in dergelijke transacties de normale gang van zaken is. In openbare biedingen is het *market practice* dat er onafhankelijke bestuurders of commissarissen in het bestuur of de rvc van de overnemende vennootschap plaatsnemen die toezien op de naleving van de *non-financial covenants* en in de besluitvorming daarover een vetorecht hebben.
125. Kortom: PPG heeft in haar derde voorstel weliswaar de nodige woorden gewijd aan zogenaamde 'toezeggingen' waarmee de belangen van de stakeholders van AkzoNobel gediend zouden zijn,

⁴⁰ Anders dan Elliott stelt in het Verzoekschrift, nr. 2.3.

maar de werkelijkheid is dat dit een aaneenschakeling is van vage woorden die de onzekerheden en risico's voor de stakeholders van AkzoNobel niet mitigeren. Dit wordt hieronder nader toegelicht aan de hand van de bezwaren die AkzoNobel reeds had geuit ten aanzien van het eerste en tweede voorstel van PPG.

Werknemers en pensioenen

126. AkzoNobel heeft meermaals gezegd dat de voorstellen van PPG grote onzekerheid meebrengt voor duizenden banen wereldwijd. Dit volgt onder meer uit het persbericht van 22 maart 2017 (Productie 34 Verzoekschrift):

"The proposal does not address the concerns expressed by the Boards in their initial rejection of 9 March 2017. The revised proposal:

(...)

Will lead to significant job cuts. It includes synergies which can be expected to result in the restructuring of the combined employee base, leading to job losses. PPG provides no substantive commitments to employees, creating potential uncertainty for thousands of jobs worldwide."

127. Daar komt PPG echter niet aan tegemoet. In haar derde voorstel maakt PPG over de belangen van de werknemers van AkzoNobel de volgende opmerkingen:

- *The combined company will continue to respect the existing rights and benefits of AkzoNobel's employees (...)*
- *PPG is willing to commit that no AkzoNobel employee currently working in a Netherlands specialty chemicals plant will lose their job as a direct result of this acquisition.*
- *PPG will extend its charitable matching gifts program to all employees of the new company (...)*
- *Any displaced PPG or legacy AkzoNobel employee will be eligible to apply for any current vacancy (...)*
- *Existing redundancy arrangements of AkzoNobel (...) will be respected by the post-closing combined company (...)*
- *The mitigated large company regime (...) will be maintained."*

128. Het is aanstonds duidelijk dat PPG daarmee niet aan het bezwaar van AkzoNobel tegemoet komt. De enige 'toezegging' die PPG doet over het behoud van banen bij AkzoNobel is dat *"no AkzoNobel employee currently working in a Netherlands specialty chemicals plant will lose their job as a direct result of this acquisition".* Deze 'toezegging' is

betekenisloos. Ten eerste ziet dit slechts op een zeer beperkt gedeelte van de banen bij AkzoNobel (namelijk circa 1.000 van de 46.000) en betreft zij niet de werknemers in de Paints and Coatings industrie. Ten tweede biedt deze 'toezegging' geen enkele garantie door de kwalificatie dat geen banen verloren zullen gaan "*as a direct result of the acquisition*". Het is immers nooit de transactie als zodanig waardoor banen verloren gaan, maar de herstructureringsplannen die daarop volgen. Overigens heeft PPG in de media daarna expliciet geweigerd om zelfs deze gekwalificeerde 'toezegging' uit te breiden tot de Paints and Coatings divisie van AkzoNobel.⁴¹

129. De overige 'toezeggingen' gaan niet in op het bezwaar dat AkzoNobel heeft geuit. Daarnaast is een groot aantal van deze 'toezeggingen' van geen enkele betekenis omdat daarmee alleen de evidente en fundamentele verplichting wordt erkend dat bestaande rechten van werknemers moeten worden geëerbiedigd.⁴² Deze zorgen worden evident niet weggenomen door de 'toezegging' dat werknemers van AkzoNobel die hun baan verliezen na de overname door PPG de vrijheid hebben om te solliciteren voor openstaande vacatures in de gecombineerde onderneming ("*Any displaced PPG or legacy AkzoNobel employee will be eligible to apply for any current vacancy*"). Nog daargelaten dat niet valt in te zien waarom werknemers van AkzoNobel zonder deze toezegging niet op dergelijke vacatures zouden kunnen solliciteren, geldt dat deze opmerking bevestigt dat er een significant aantal ontslagen zal vallen onder AkzoNobel medewerkers, zonder dat PPG daarover enige mededeling doet.
130. PPG heeft ook geen concrete toezeggingen gedaan die tegemoet komen aan de zorgen van AkzoNobel ten aanzien van pensioenen, anders dan dat PPG de bestaande verplichtingen zal respecteren. Dat

⁴¹ M. Pooler & A. Massoudi, 'PPG attacks Akzo but tables final friendly bid of €27bn', *Financial Times* 24 april 2017 (**Productie 33**): "*Although PPG promised that no Akzo Nobel employee working in a Netherlands speciality chemicals plant would lose their job as a result of the combination, [McGarry] declined to extend the commitment to workers in Akzo's paints and coatings units on the grounds it would be "inappropriate" ahead of any regulatory settlement with the European Commission.*"

⁴² Dit betreft de volgende opmerkingen: "*The combined company will continue to respect the existing rights and benefits of AkzoNobel's employees*", "*Existing redundancy arrangements of AkzoNobel (...) will be respected by the post-closing combined company*", en "*The mitigated large company regime (...) will be maintained.*"

neemt de zorgen die in paragraaf 3.2.6 zijn omschreven, echter niet weg.

Onderzoek en ontwikkeling (R&D)

131. AkzoNobel heeft de strategische ambitie om een wereldleider te zijn op het gebied van innovatie en de producten die zij aanbiedt. AkzoNobel is een organisatie waar wereldwijd grote aandacht wordt besteedt aan R&D en die zich heeft gecommitteerd aan het investeren in innovatie. Dit komt alleen al tot uiting in het feit dat AkzoNobel wereldwijd bijna 4.000 wetenschappers in dienst heeft en beschikt over 130 laboratoria. De visie van AkzoNobel is om in de toekomst meer te investeren in innovatie, wat onder meer erin heeft geresulteerd dat zij zich heeft gecommitteerd om EUR 1 miljard te investeren in R&D van de Paints and Coatings divisie tussen nu en 2020. AkzoNobel heeft in reactie op het eerste voorstel van PPG haar zorgen geuit ten aanzien van de gevolgen daarvan voor het R&D beleid van AkzoNobel en de waarde die dat voor de samenlevingen waarin zij actief is heeft:

"AkzoNobel has a long history in the societies in which it operates, going back over four centuries. Especially in the Netherlands, the United Kingdom and Sweden, AkzoNobel has strong ties with numerous communities, including universities and other scientific bodies. AkzoNobel's contribution to innovation and sustainability within and beyond its sector is significant. (...)

AkzoNobel is embedded in all the societies in which it operates - for instance in relation to supporting R&D initiatives at major European universities and research centres - and we believe the proposal would materially weaken that deeply-held, long term commitment. "

132. In haar reactie op het tweede voorstel van PPG, heeft AkzoNobel nogmaals benadrukt dat dit voorstel die zorgen niet adresseert:

"[The revised proposal] does not address with tangible steps and commitments the concerns and considerations expressed by the Boards in their rejection of 9 March 2017."

133. Het derde voorstel neemt nog steeds niet de zorg weg dat de beoogde overname door PPG grote gevolgen heeft voor het R&D beleid van AkzoNobel en daarmee haar stakeholders. Terwijl AkzoNobel haar R&D investeringen wil intensiveren, doet PPG slechts de 'toezegging' de huidige investeringen in Nederland en het Verenigd Koninkrijk voor

de voorzienbare toekomst niet te zullen reduceren (*"PPG would commit to, for the foreseeable future, research and development spending in the Netherlands and the U.K. of an amount at least equal to AkzoNobel's current research and development spending in the Netherlands and the U.K."*) en de investeringen in één specifieke faciliteit niet te reduceren (*"That it will not reduce the current research and development capital related spending commitments related to the Felling, U.K. facility."*)

134. Dat steekt schril af bij het beleid dat AkzoNobel heeft ingezet dat juist is gericht op het intensiveren van haar R&D investeringen. Bovendien zegt deze 'toezegging' niets over R&D investeringen buiten Nederland en het Verenigd Koninkrijk. Overige 'toezeggingen' van PPG ten aanzien van R&D komen er ook op dit punt op neer dat zij slechts de bestaande verplichtingen zal respecteren.

Duurzaamheid

135. AkzoNobel heeft meermaals benadrukt dat zij duurzaamheid binnen haar onderneming hoog in het vaandel heeft staan. AkzoNobel meent dat duurzaamheid tot de kern van haar strategische uitgangspunten behoort en cruciaal is voor het succes van haar klanten en haar onderneming, de samenleving en het milieu (zie paragraaf 2.3.1 en nr. 76). Daar komt bij dat AkzoNobel duidelijk heeft gemaakt dat de eerste twee voorstellen van PPG niet tegemoet kwamen aan de zorgen die AkzoNobel had ten aanzien van de gevolgen van een overname voor haar duurzaamheidsbeleid. Zo schrijft AkzoNobel in haar brief van 22 maart 2017:

"[The revised proposal] does not address with tangible steps and commitments the concerns and considerations expressed by the Boards in their rejection of 9 March 2017."

136. Ook in haar derde voorstel heeft PPG op dit punt geen concrete toezeggingen gedaan. Zij is daarover zo mogelijk nog vager dan over de andere onderwerpen:

"PPG and AkzoNobel share a commitment to sustainability and corporate social responsibility, and the best practices of each will be applied to the combined company."

137. Een vergelijking van het duurzaamheidsbeleid van PPG en AkzoNobel geeft geen enkel vertrouwen dat de door AkzoNobel ingezette koers richting duurzaamheid zou worden voortgezet (zie paragraaf 2.3.1 en nr. 51).

Hoofdkantoor, locaties en gemeenschappen

138. AkzoNobel heeft sterke banden met de landen waarin zij actief is. Deze historische banden gaan soms meer dan vier eeuwen terug. Met name in Nederland, het Verenigde Koninkrijk en Zweden is AkzoNobel diep geworteld in de samenleving en heeft zij nauwe banden met onder meer universiteiten en onderzoeksinstituten. AkzoNobel is bovendien een van de toonaangevende en succesvolle ondernemingen in Nederland en heeft als zodanig een belangrijke rol in de Nederlandse samenleving en economie. Dit heeft AkzoNobel ook meermaals benadrukt in haar brieven aan PPG.
139. PPG heeft echter geen toezeggingen gedaan die ook op de lange termijn rechtdoen aan de rol van AkzoNobel in de landen waarin zij actief is, waaronder Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Zweden. De opmerking van PPG dat het hoofdkantoor van de Architectural/Decorative Coatings en Specialty Chemicals divisies in Nederland gevestigd zou blijven en de Protective Coatings divisie in het Verenigd Koninkrijk en Nederland, bevat geen toezegging ten aanzien van de omvang en duur waarvoor dit zou gelden. Bovendien zwakt PPG dit zelf al af door te schrijven dat dit een verwachting is ("*PPG anticipates that AkzoNobel's current European locations will continue to play an important and meaningful role in the combined company.*").⁴³ Met andere woorden: het zou over een jaar zomaar heel anders kunnen liggen. Hetzelfde geldt voor de toezegging dat PPG geen productiefaciliteiten vanuit Europa naar de VS zou verplaatsen. Deze 'toezegging' heeft feitelijk geen betekenis aangezien verplaatsen sowieso geen optie is omdat veel producten van AkzoNobel per definitie geproduceerd en gedistribueerd worden in de nabijheid van de relevante afzetmarkt. Bovendien sluit deze

⁴³ Derde voorstel van PPG, 24 april 2017 (Productie 54 Verzoekschrift), p. 8. Zie ook persbericht PPG, 24 april 2017 (Productie 54 Verzoekschrift), p. 2.

'toezegging' niet uit dat PPG productiefaciliteiten in Europa zal sluiten. Het zijn dus wederom mooie woorden, zonder enige betekenis.

140. Ten aanzien van de belangen van haar stakeholders, concludeert AkzoNobel daarom het volgende:

"AkzoNobel's analysis concludes that PPG's proposal:

- Creates significant risks and uncertainties for thousands of jobs worldwide*
- Does not recognize or substantiate any commitments to bridge the significant cultural differences between both companies*
- Fails to sufficiently address significant stakeholder concerns, uncertainties and risks*
- Lacks meaningful commitments or solutions customary in major transactions"*

3.4.7 Conclusie ten aanzien van het derde voorstel van PPG

141. Na een zorgvuldige bestudering en afweging van het voorstel van PPG, met inachtneming van de langetermijnbelangen van alle verschillende stakeholders van AkzoNobel, inclusief de aandeelhouders, en in overeenstemming met de adviezen van hun financieel en juridisch adviseurs, zijn het bestuur en de rvc van AkzoNobel tot de unanieme conclusie gekomen dat zij het voorstel van PPG niet kunnen ondersteunen en moeten concluderen dat het voorstel van PPG niet in het belang is van de vennootschap en alle daarbij betrokken stakeholders en dat het doel van lange termijn waardecreatie ten behoeve van alle stakeholders het beste kan worden gediend door de eigen strategie te volgen.
142. AkzoNobel heeft PPG van haar unanieme besluit tot afwijzing van het derde voorstel op de hoogte gebracht per brief van 8 mei 2017 (**Productie 34**). In die brief heeft AkzoNobel een zeer uitvoerige toelichting opgenomen van de redenen van haar besluit. AkzoNobel heeft dezelfde dag ook een persbericht uitgebracht om de markt te informeren over de afwijzing van het derde voorstel van PPG.⁴⁴
143. In reactie op de afwijzing van haar derde voorstel, publiceerde PPG op 10 mei 2017 een persbericht (**Productie 35**) waarin zij aangaf dat

⁴⁴ Productie 70 Verzoekschrift.

als "*productive engagement*" van de zijde van AkzoNobel uit zou blijven: "*PPG will assess and decide whether or not to pursue an offer for AkzoNobel*".

4 DE BEOORDELING VAN HET BAVA-VERZOEK

4.1 Achtergrond: Elliott

144. Elliott is een activistisch hedgefonds dat slechts één doel voor ogen heeft: het op korte termijn realiseren van zo veel mogelijk winst voor haar investeerders. Elliott heeft een reputatie opgebouwd daarbij rakelings langs – en soms over – de grenzen van het toelaatbare te gaan.⁴⁵ Elliott probeert de omstandigheden zo veel mogelijk naar haar hand te zetten. Daar vindt Elliott overigens geen doekjes om, zoals blijkt uit haar eigen brochure (**Productie 37**):

"Elliott is an active trader of securities and often will take a leading role in event-driven situations to create value (...) Elliott uses a global investment approach that is both opportunistic and value-added."

145. Bij het realiseren van een zo hoog mogelijke winst op haar investeringen schuwt Elliott geen enkel middel. Van agressieve mediacampagnes tot langdurige stemvolmachtoorlogen (*proxy wars*) en eindeloze rechtszaken; de reputatie van Elliott is zodanig dat het enkele feit dat zij een belang heeft genomen ertoe kan leiden dat de ondernemingsleiding zich schikt naar de grillen van het hedgefonds. Dat dan de belangen van andere stakeholders in het gedrang kunnen komen, doet voor Elliott niet ter zake.

4.2 De activistische campagne van Elliott tegen AkzoNobel

146. Ook ten aanzien van AkzoNobel heeft Elliott conform haar gebruikelijke aanvalsplan gehandeld: opportunistisch en met een leidende rol bij het bespelen van de omstandigheden. Anders dan Elliott lijkt te suggereren, is zij niet een van de "*grootste en trouwste aandeelhouders*" van AkzoNobel.⁴⁶ Elliott heeft naar eigen zeggen eind 2016 voor het eerst aandelen in AkzoNobel gekocht.⁴⁷

⁴⁵ Zie het overzicht overgelegd als **Productie 36**.

⁴⁶ Verzoekschrift, nr. 2.5.

⁴⁷ Brief van Elliott aan AkzoNobel van 15 maart 2017 (Productie 29 Verzoekschrift).

Aanvankelijk was Elliott een voorstander van de strategie van AkzoNobel en heeft zij zelfs aangedrongen op een afsplitsing van Specialty Chemicals. Na het eerste voorstel van PPG – waarin juist het behoud van Specialty Chemicals als voorwaarde werd gesteld – veranderde Elliott echter aanstonds van koers. In een reeks brieven – onder andere van 15 maart 2017 en 20 maart 2017⁴⁸ – stelde Elliott in niet mis te verstane bewoordingen dat AkzoNobel verplicht was met PPG te onderhandelen en liet daarbij niet na omines te verwijzen naar haar "*track record in active shareholder ownership*". Het bestuur en de rvc van AkzoNobel hebben Elliott in verschillende antwoordbrieven aangegeven overeenkomstig hun verplichting rekening te houden met de belangen van alle stakeholders en daarnaast benadrukt veel waarde te hechten aan een constructieve dialoog met aandeelhouders.⁴⁹

147. In de media heeft Elliott zich ook niet onbetuigd gelaten. Naar eigen zeggen heeft Elliott meer dan achttien maanden onderzoek gedaan naar AkzoNobel voordat zij eind 2016 voor het eerst een belang verwierf.⁵⁰ Daarbij heeft Elliott kennelijk geen aandacht gehad voor het Nederlandse stakeholdermodel. In talloze persberichten heeft het Angelsaksische hedgefonds zijn ongenoegen uitgesproken over de in zijn ogen beperkte aandacht voor het aandeelhoudersbelang. Daarnaast heeft Elliott de website 'valuecreationatakzo.com' geopend, waarin zij met selectief knip-en-plakwerk ten onrechte de suggestie probeert te wekken dat AkzoNobel niet goed zou presteren en de presentatie van de eigen strategie niet goed zou zijn ontvangen. In datzelfde licht moet ook de plotselinge 'bezorgdheid' van Elliott om het beweerd banenverlies bij een zelfstandige strategie van Akzo worden gezien. De desbetreffende presentatie van Elliott werd in de media met de nodige scepsis ontvangen.⁵¹

⁴⁸ Respectievelijk Productie 29 Verzoekschrift en Productie 31 Verzoekschrift.

⁴⁹ Brieven van AkzoNobel aan Elliott van 16 maart 2017 (Productie 30 Verzoekschrift) en 25 april 2017 (Productie 56 Verzoekschrift).

⁵⁰ Brief van Elliott aan AkzoNobel van 15 maart 2017 (Productie 29 Verzoekschrift).

⁵¹ M. Niewold, 'Door Elliott betaald onderzoek: Akzo is beter af met PPG', *RTLZ* 5 mei 2017 (**Productie 38**).

4.3 De parallellie tussen Elliott en PPG

148. Er is sprake van een parallellie van het optreden van PPG en Elliott jegens AkzoNobel. Toen PPG CEO McGarry op 23 maart 2017 in Nederland was verscheen plotseling rond het middaguur een publieke mededeling van Elliott dat het niet in lijn zou zijn met de fiduciary duties van AkzoNobel en haar CEO, om niet met McGarry te spreken.⁵²
149. Ook de gang van zaken op 22 maart 2017 getuigt van deze parallellie. Nadat AkzoNobel publiekelijk bekend had gemaakt dat het tweede niet bindende voorstel niet aanvaardbaar was, en de waarde van het voorstel bekend maakte als EUR 88,72 exclusief het aangekondigde dividend, publiceerde Elliott rond 11.51 uur CET een uitgebreide publieke mededeling waarin, terwijl de markt EUR 88,72 communiceerde, Elliott uitging van een bod cum dividend van EUR 90 (cum dividend). Dit was de wijze waarop PPG haar bod presenteerde. Dit werd door PPG echter niet eerder bekend gemaakt in een persbericht van haar dat om 13.09 CET verscheen.
150. Ook interessant in dit verband is dat op 11 april 2017 e-mail correspondentie aan AkzoNobel beschikbaar komt waarin uitdrukkelijk blijkt dat er sprake is van nauwe banden tussen Elliott en PPG. In de betreffende e-mail schreef Gordon Singer, de baas van het Londense kantoor van Elliott – nadat de brief aan AkzoNobel was verstuurd waarin om een bava wordt verzocht om Burgmans te ontslaan, maar voordat deze publiek was gemaakt aan de medewerker van Elliott die zich met AkzoNobel bezig houdt (Wiktor Sliwinski): *"Also, wikt- 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."* Dit geeft een kijkje achter de schermen hoe wordt geopereerd. AkzoNobel heeft hiervan ook melding gemaakt bij de AFM.

⁵² Persbericht Elliott, 23 maart 2017 (**Productie 39**).

4.4 De contacten tussen AkzoNobel en Elliott

151. Anders dan Elliott beweert, respecteert AkzoNobel haar aandeelhouders zeer en houdt zij hun belangen steeds voor ogen. AkzoNobel onderhoudt zeer intensieve contacten met al haar aandeelhouders. Dat geldt ook in de afgelopen periode.
152. Die intensieve contacten zijn ook met Elliott onderhouden. Toen op 10 maart 2017 Elliott manager W. Sliwinski telefonisch contact zocht en vroeg om een telefonisch overleg met de CEO van AkzoNobel en ook aangaf graag een persoonlijke ontmoeting te hebben met het bestuur, heeft AkzoNobel dat verzoek aanstonds bewilligd. Reeds op 14 maart 2017 heeft een telefonische vergadering plaatsgevonden van het bestuur van AkzoNobel met Elliott van ongeveer een half uur. Op 24 maart 2017 is dat gevolgd door een persoonlijke ontmoeting waartoe de bestuurders en het hoofd Investor Relations van AkzoNobel naar London zijn afgereisd en Elliott in hun Londense kantoor hebben ontmoet. Toen in die meeting vervolgens ook om een bespreking met Burgmans is verzocht, is ook in dat verzoek bewilligd. Die bijeenkomst heeft reeds op 29 maart 2017 plaatsgevonden. Drie weken later, op 21 april 2017 heeft het bestuur van AkzoNobel opnieuw een ontmoeting gehad met Elliott in London. Men kan derhalve onmogelijk volhouden dat AkzoNobel niet de dialoog heeft gezocht.
153. Helaas kan dat niet zonder meer van Elliott worden gezegd. De gemene deler van de ontmoetingen met Elliott is geweest dat Elliott met name gericht was op het uiten van al of niet verkapte bedreigingen aan het adres van bestuurders en commissarissen. Een terugkerend thema daarbij was van aanvang af dat Elliott de bestuurders en commissarissen dreigde met ontslag en reputationele repercussies voor de toekomst van de bestuurders. Terugkerende thema's daarbij waren dat bestuurders hun toekomst weleens minder zonnig zou kunnen zijn als zij Elliott zouden weerstaan (onder het motto: "*You are still young, what do you think you can do after this?*"). Elliott gaf in de eerste meeting aan dat in hun optiek bestuurders en commissarissen een keuze hadden "*between two doors*": "*Engage, or you get an EGM request.*" Om dat kracht bij te zetten werd reeds uitdrukkelijk met een brief gezwaaid die beweerdelijk op 3 april 2017 zou worden gezonden als bestuurders en commissarissen niet zouden kiezen voor

'engagement', waarop reeds beweerdelijk de specifieke namen stonden vermeld van bestuurders en commissarissen van wie dan het ontslag zou worden geagendeerd.

154. Ook in de eigen brief van Elliott van 10 april 2017. Onder "*Verbal Communication between Elliott and AkzoNobel*", wordt uitdrukkelijk opgemerkt dat reeds in de meeting van 24 maart 2017 in Londen "*Elliott clearly spelled out*" dat Elliott dan zou overgaan "*to seek the dismissal of obstructive member(s) of the Board(s).*" Dat op zich laat al aan duidelijkheid niets te wensen over. Maar ook eerder reeds, op 22 maart 2017, benadrukte Elliott in een openbare publicatie dat aandeelhouders die alleen of gezamenlijk tien procent van het kapitaal houden een bava bijeen kunnen roepen en "*remove Management and Supervisory Board members by a majority vote.*" Daaraan werd uitdrukkelijk toegevoegd dat deze dreiging ook werkelijkheid zou worden "*[t]o the extent that AkzoNobel is not responsive to the desires of its shareholder base for engagement*" met PPG.
155. Tezelfdertijd erkende Elliott dat zij aanvankelijk investeerden omdat zij mogelijkheden zagen om Specialty Chemicals te separeren en dat dit precies is wat AkzoNobel als kern van haar eigen plan voorstelt. Elliott erkende op 29 maart 2017 in de meeting met Burgmans, dat zij eind 2016 investeerde in AkzoNobel vanwege potentieel van de separatie van Specialty Chemicals en "*because we believed in management and leadership of the company*". Dat sloot aan bij de erkenning in de brief van 15 maart 2017 van Elliott dat zij "*initially invested (...) because we believed that while the Company was significantly undervalued, fundamentally it owns good businesses that can generate long term value.*" Ook hier werd weer uitdrukkelijk een dreiging aan gekoppeld, namelijk het ontslag van Burgmans met opnieuw een dreiging dat diens reputatie opzettelijk zou worden geschaad met de opmerking dat Elliott van Burgmans niet begreep "*why he would want to damage his reputation*".
156. Dit is niet aanstonds wat naar Nederlands recht onder constructief overleg door een aandeelhouder wordt verstaan. Blijkbaar wil Elliott wel die indruk wekken waar zij in haar brief van 28 April 2017 schrijft: "*In all its communications, Elliott seeks to be courteous, but clear.*"

4.5 De rvc is steeds over de contacten met Elliott geïnformeerd

157. Tijdens de rvc-vergadering van 27 maart 2017 heeft Büchner verslag gedaan van het gesprek met Elliott van 24 maart 2017, inclusief het dreigement met het ontslag van leden van het bestuur en de rvc (zie nr. 152). De juridische adviseurs van AkzoNobel hebben de commissarissen in dezelfde vergadering uitgebreid geïnformeerd over de formele procedure van een mogelijk bava-verzoek gericht op het ontslag van een of meer leden van het bestuur of de rvc.
158. In de bespreking van 29 maart 2017 in Amsterdam, tussen vertegenwoordigers van Elliott en Burgmans, heeft Elliott haar dreigementen enigszins 'afgezwakt': indien AkzoNobel niet onmiddellijk met PPG in onderhandeling zou treden, zou Elliott nog 'slechts' aansturen op het ontslag van Burgmans en wellicht het ontslag van Büchner. Daarbij tekenden de vertegenwoordigers van Elliott aan dat als bestuurders en commissarissen wel bereid zouden zijn te gaan onderhandelen met PPG zij konden 'garanderen' dat PPG haar bod kon verhogen en dat PPG zou 'zorgdragen' voor het huidige management. Toen Burgmans Elliott daarop aansprak, werd deze 'garantie' teruggetrokken.
159. Dat Elliott haar dreigement – weliswaar in afgezwakte vorm – had herhaald, was aanleiding om in de rvc-vergadering van 31 maart 2017 uitgebreid stil te staan bij de mogelijke reacties op een eventueel bava-verzoek van Elliott. De juridische adviseurs van AkzoNobel hebben het bestuur en de rvc voorgelicht over de relevante juridische maatstaf, namelijk dat Elliott een 'redelijk belang' zou moeten hebben bij een dergelijk verzoek en dat het verzoek niet in strijd met de redelijkheid en billijkheid zou moeten zijn. Er is uitgebreid stilgestaan bij de wijze waarop de vennootschap op een dergelijk verzoek zou kunnen reageren.
160. Na eerste inleidende discussies heeft Burgmans de vergadering op enig moment verlaten om de overige commissarissen, onder leiding van vice-voorzitter Grote, gelegenheid te geven te beraadslagen over de reactie op een mogelijk verzoek tot agendering van het ontslag van Burgmans. De conclusie van dat beraad is geweest dat de overige commissarissen hebben overwogen dat Burgmans uitstekend leiding

gaf aan de vergaderingen en dat AkzoNobel een onaanvaardbaar risico zou lopen als zij in deze cruciale en turbulente fase van haar bestaan haar voorzitter van de rvc zou verliezen, mede gelet op Burgmans ervaring en expertise – die overigens uitdrukkelijk door Elliott zijn erkend.⁵³ Het verzoek van Elliott miskende bovendien dat de bestreden besluiten van de rvc steeds met unanimititeit waren genomen. Het voorgestelde agendapunt stond verder niet in verhouding tot de wijze waarop Burgmans zich van zijn taken had gekweten, nu hij zich zonder meer bereid had getoond tot overleg met aandeelhouders, waaronder Elliott (zie nr. 158) en steeds had gehandeld in het belang van de vennootschap en haar stakeholders. De commissarissen kwamen derhalve unaniem tot de conclusie dat zij Burgmans volledig zouden steunen en een mogelijk agendapunt inzake het ontslag van Burgmans zouden afwijzen, maar dat AkzoNobel het verzoek tot het houden van een bava zorgvuldig zou overwegen. Vervolgens hebben het bestuur en de rvc uitgebreid gediscussieerd welke tekst in een persbericht zou kunnen worden opgenomen als reactie op een mogelijk bava-verzoek van Elliott. Na daarover overeenstemming te hebben bereikt, heeft de rvc het bestuur gemachtigd het standpunt van de rvc inzake Burgmans te publiceren wanneer een verzoek van Elliott tot agendering van zijn ontslag zou binnenkomen.

4.6 Het bava-verzoek van Elliott

161. Uiteindelijk heeft Elliott het verzoek tot het houden van een bava met als enig agendapunt het ontslag van Burgmans als lid en voorzitter van de rvc van AkzoNobel pas op 10 april 2017 gedaan (Productie 49 Verzoekschrift): tien dagen nadat de rvc van AkzoNobel haar reactie op een mogelijk agendapunt van die strekking had bepaald (zie nr. 159) en negentien dagen nadat de rvc voor het eerst was geïnformeerd over het dreigement van Elliott (zie nr. 157).
162. AkzoNobel ontving het bava-verzoek op 10 april 2017 om 23.59 uur, effectief acht dagen voordat de Investor Day zou plaatsvinden. Daarmee was duidelijk dat Elliott, ondanks het eerdere verzoek daartoe van AkzoNobel, niet bereid was AkzoNobel eerst de

⁵³ Verzoekschrift, nr. 8.33.

mogelijkheid te geven haar vernieuwde strategie te presenteren zoals op 28 maart 2017 was aangekondigd. In plaats daarvan koos Elliott opnieuw voor haar eigen kortetermijnagenda.

163. Ten onrechte stelt Elliott dat het bava-verzoek werd ondersteund door een *"aanzienlijk deel"* van de overige aandeelhouders van AkzoNobel.⁵⁴ In Productie 49 van het Verzoekschrift had Elliott 33 regels weggelakt, waarmee zij de indruk wekte dat evenzoveel aandeelhouders haar verzoek zouden steunen.⁵⁵ In werkelijkheid steunen vijf andere aandeelhouders – via een reeks verschillende vennootschappen – het verzoek van Elliott. Als onderdeel van haar zorgvuldige besluitvormingsproces heeft AkzoNobel deze aandeelhouders gevraagd hun belang met bewijsstukken te onderbouwen. Uit de brieven die deze aandeelhouders daarop aan AkzoNobel hebben gestuurd volgt dat deze overige aandeelhouders die het verzoek steunden (dus zonder Elliott) een belang van rond de 5% vertegenwoordigen.⁵⁶ Van een 'groot belang', zoals Elliott suggereert,⁵⁷ is dus geen sprake.
164. Elliott haalt daarnaast twee onderzoeken aan waaruit zou blijken dat *"een overweldigende meederheid van AkzoNobel aandeelhouders vindt dat een dialoog met PPG verstandig is"*.⁵⁸ Ten aanzien van het onderzoek van Bernstein erkent Elliott zelf *"the statistical imperfections of this survey, the low sample size, and the fact that not all respondents were Akzo Nobel shareholders"*.⁵⁹ Voor het onderzoek van Boudicca zijn weliswaar 300 aandeelhouders van AkzoNobel benaderd, die samen bijna 50% van het geplaatste aandelenkapitaal vertegenwoordigen, maar Elliott miskent dat van slechts 31 aandeelhouders een compleet interview is ontvangen.⁶⁰ De stelling van Elliott dat de *"respondenten"* bijna de helft van het kapitaal zouden vertegenwoordigen, is dus onjuist.

⁵⁴ Verzoekschrift, nr. 7.33 en 8.36(f).

⁵⁵ Productie 49 Verzoekschrift, p. 6-7.

⁵⁶ Samen met Elliott vertegenwoordigen deze aandeelhouders een belang van 10,0941%.

⁵⁷ Verzoekschrift, nr. 8.36(f).

⁵⁸ Verzoekschrift, nr. 7.6.

⁵⁹ Productie 31 Verzoekschrift, p. 4.

⁶⁰ Productie 32 Verzoekschrift, p. 3.

165. Elliott wekt bovendien ten onrechte de indruk dat haar bezwaren "*volop bijval*" kregen tijdens de jaarvergadering van 25 april 2017.⁶¹ De woordvoerder van de Nederlandse institutionele beleggers die Elliott aanhaalt (APG, Nationale Nederlanden, De Goudse, Menzis en Robeco) heeft echter juist gezegd dat de agendering van het ontslag van Burgmans niet in het belang was van de onderneming, aandeelhouders of andere stakeholders.
166. De reden van het verzoek van Elliott was, zoals hiervoor uitgebreid besproken en hier kort samengevat, dat AkzoNobel, volgens Elliott, verplicht zou zijn in onderhandeling te treden met PPG over de ongevraagde voorstellen van PPG en dat Burgmans verantwoordelijk zou zijn voor het feit dat die onderhandelingen niet hadden plaatsgevonden. In de eerste zes pagina's van de acht pagina's tellende brief vatte Elliott haar eerdere berichtgeving aan AkzoNobel over de situatie rondom PPG samen. Vervolgens verbond Elliott daar de conclusie aan niet anders te kunnen dan te verzoeken om een bava en het ontslag van Burgmans, omdat AkzoNobel weigerde naar Elliott te luisteren. AkzoNobel zou een potentiële transactie met PPG en daarom een potentiële maximalisatie van aandeelhouderswaarde, frustreren, aldus Elliott.

"Akzo Nobel's repeated and outright rejections of PPG's proposals jeopardize a potential transaction with PPG that could be value maximising for shareholders."

167. Omdat Burgmans verantwoordelijk zou zijn voor deze gang van zaken, zo vervolgde Elliott, was er 'tot haar spijt' geen andere optie meer dan AkzoNobel te verzoeken om op de kortst mogelijke termijn een bava bijeen te roepen met op de agenda het ontslag van Burgmans.

"Although we would have strongly preferred otherwise, at this stage we see no other option than to request the dismissal of Mr. Burgmans as member of and Chairman of the Supervisory Board. Given that time is of the essence, an [EGM] needs to take place at which a shareholder resolution to that effect can be voted upon at the shortest term possible."

168. Elliott deed haar verzoek onder verwijzing naar artikel 2:110 BW en artikel 46.5 van de statuten van AkzoNobel en sloot de brief af met de

⁶¹ Verzoekschrift, nr. 7.52.

mededeling dat als AkzoNobel het verzoek zou weigeren Elliott de gang naar de rechter zou maken.

4.7 AkzoNobel heeft het bava-verzoek zorgvuldig beoordeeld

4.7.1 Het standpunt van de rvc inzake het verzochte agendapunt

169. Anders dan Elliott stelt,⁶² is het niet "opmerkelijk" dat de rvc reeds op 12 april 2017 zijn standpunt ten aanzien van het verzochte agendapunt kon bekendmaken. Elliott heeft immers met haar bava-verzoek inclusief agendapunt gedreigd sinds het gesprek van 22 maart 2017 met het bestuur van AkzoNobel. Elliott heeft vervolgens niet nagelaten in haar brieven, persberichten of besprekingen AkzoNobel aan dat dreigement te herinneren. Het uiteindelijk verzoek kwam dan ook geenszins als verrassing, zoals Elliott zelf overigens ook opmerkte in de eerste alinea van het verzoek:

*"This letter should not be a surprise to Akzo Nobel."*⁶³

170. Naar aanleiding van de herhaalde dreigementen van Elliott hadden de commissarissen (met uitzondering van Burgmans) reeds op 31 maart 2017 – anderhalve week voor het bava-verzoek van Elliott – hun standpunt over een mogelijk verzoek tot agendering van het ontslag van Burgmans bepaald (zie nr. 159). In het persbericht van AkzoNobel van 12 april 2017 overwogen de commissarissen daarover als volgt:

*"[T]he Supervisory Board wants to make it very clear that it strongly supports Mr. Burgmans in his role as member of the Supervisory Board and Chairman. His unique experience of international business and global transactions is crucial to the Company. He has played an important role in overseeing and supporting management in the transformation of the Company in recent years, contributing to its significantly improved performance. The view of the Supervisory Board is that the removal of Mr. Burgmans would be irresponsible, disproportionate, damaging and not in the best interests of the Company, its shareholders and other stakeholders."*⁶⁴

171. Het op 12 april 2017 bekendgemaakte standpunt van de rvc van AkzoNobel inzake het door Elliott voorgestelde agendapunt betrof dus niets anders dan een weergave van het standpunt dat de rvc reeds

⁶² Verzoekschrift, nr. 7.39.

⁶³ Brief van Elliott aan AkzoNobel van 10 april 2017 (Productie 49 Verzoekschrift).

⁶⁴ Persbericht van AkzoNobel van 12 april 2017 (Productie 50 Verzoekschrift).

twaalf dagen eerder op 31 maart 2017 had ingenomen voor het geval het ontslag van Burgmans zou worden geëist, waarbij de rvc het bestuur ook had gemachtigd dat besluit bekend te maken (zie nr. 159).

172. Samengevat heeft AkzoNobel in haar brief aan Elliott van 12 april 2017 (Productie 50 Verzoekschrift) niets anders gedaan dan het op 31 maart 2017 door de rvc – in afwezigheid van Burgmans – bepaalde standpunt mede te delen, namelijk dat het voorgestelde agendapunt zou worden afgewezen en dat AkzoNobel het verzoek tot het bijeenroepen van een bava zorgvuldig zou overwegen.

4.7.2 De zorgvuldige beoordeling van het bava-verzoek

173. Net als bij de beoordeling van de voorstellen van PPG (zie hoofdstuk 3) heeft AkzoNobel zich bij de beoordeling van het bava-verzoek laten bijstaan door haar financiële en juridische adviseurs, welke laatsten op verzoek van AkzoNobel de juridische gronden van het bava-verzoek hebben beoordeeld en AkzoNobel hebben geadviseerd over de juridische en corporate governance verplichtingen van de vennootschap, het bestuur en de rvc. Hiervoor zij ook verwezen naar het verweerschrift dat door de advocaat van de rvc is ingediend.
174. Naar aanleiding van de openbare mededeling die Elliott op 22 maart 2017 had gedaan, was de rvc reeds tijdens de vergadering van 27 maart 2017 geïnformeerd over de formele procedure van een bava-verzoek (zie nr. 157).
175. In de rvc-vergadering van 31 maart 2017 – waarin de commissarissen in afwezigheid van Burgmans hun standpunt over een mogelijk agendapunt inzake zijn ontslag hadden bepaald – is ook de relevante juridische maatstaf toegelicht door de juridisch adviseurs van AkzoNobel en zijn de mogelijke reacties van de vennootschap besproken (zie nr. 159).
176. Drie dagen na het verzoek van Elliott, tijdens de rvc-vergadering van 15 april 2017, is het bava-verzoek besproken, maar daarover nog geen besluit genomen.
177. Tijdens de rvc-vergaderingen van 22 april 2017 en 25 april 2017 is het bava-verzoek van Elliott uitgebreid nader besproken. De juridische

adviseurs van AkzoNobel hebben nogmaals de relevante juridische maatstaf uiteengezet, namelijk dat Elliott een redelijk belang zou moeten hebben bij het verzoek en dat het verzoek niet in strijd mag zijn met de redelijkheid en billijkheid en dat tevens relevant zijn het belang van de vennootschap en de belangen van alle stakeholders. Na een uitvoerige discussie heeft AkzoNobel unaniem besloten dat een ontslag van Burgmans zich op geen enkele wijze verhoudt met de vermelde criteria. Opnieuw werd geconstateerd dat agendering van het ontslag van Burgmans – gelet op de toestand van de vennootschap, het handelen van Burgmans en de unanieme besluitvorming in de rvc – onverantwoordelijk, disproportioneel en schadelijk zou zijn en niet in het belang van de vennootschap en haar stakeholders (zie nr. 159). Op 25 april 2017 is vervolgens de beslissing genomen om geen bava bijeen te roepen en heeft AkzoNobel het bava-verzoek van Elliott afgewezen en haar besluit per brief van 25 april 2017 aan Elliott toegelicht (Productie 56 Verzoekschrift). Tijdens de jaarlijkse algemene vergadering van AkzoNobel op 25 april 2017 is de afwijzing van het verzoek van Elliott daarenboven ook nog uitgebreid toegelicht door Byron Grote, de vice-voorzitter van de rvc van AkzoNobel.

5 GEEN RUIMTE VOOR ONMIDDELLIJKE VOORZIENINGEN

5.1 Juridisch kader

178. In spoedeisende zaken kan de Ondernemingskamer krachtens artikel 2:349a lid 2 BW een onmiddellijke voorziening treffen als dit gelet op alle belangen in verband met de toestand van de rechtspersoon of in het belang van het onderzoek vereist is. Van die bevoegdheid behoort de Ondernemingskamer met terughoudendheid gebruik te maken:

*"Uit de jurisprudentie van de Hoge Raad ten aanzien van onmiddellijke voorzieningen kan worden afgeleid dat deze voorzieningen met terughoudendheid en met inachtneming van het evenredigheidsbeginsel moeten worden getroffen. (...) De onmiddellijke voorziening mag niet disproportioneel zijn."*⁶⁵

⁶⁵ Kamerstukken II 2010/11, 32 887, nr. 3, p. 32. Vgl. ook Kamerstukken II 2011/12, 32 887, nr. 6, p. 16 en 23.

179. In de Nota naar aanleiding van het Verslag voorafgaand aan de recente wijziging van het enquêterecht heeft de Minister onderstreept "(...) *dat de Ondernemingskamer in alle gevallen moet proberen te voorkomen dat onnodig of onnodig diep wordt ingegrepen in de bestaande verhoudingen via onmiddellijke voorzieningen.*"⁶⁶
180. Artikel 2:349a lid 3 BW bepaalt dat ingeval nog geen onderzoek is gelast, een onmiddellijke voorziening slechts getroffen wordt indien er naar het voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer gegronde redenen zijn om aan een juist beleid of juiste gang van zaken te twijfelen. Als er nog geen onderzoek is gelast, geldt eens te meer dat de Ondernemingskamer met terughoudendheid gebruik dient te maken van de bevoegdheid tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen:

*"Van de bevoegdheid tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen voordat een onderzoek wordt gelast, dient een terughoudend gebruik te worden gemaakt, onder meer omdat in dat stadium nog slechts voorlopig kan worden beoordeeld of gegronde redenen bestaan om aan een juist beleid te twijfelen, en of te zijner tijd, afhankelijk van de uitkomsten van een eventueel in te stellen onderzoek, het treffen van voorzieningen als bedoeld in art. 2:356 BW gerechtvaardigd zal zijn; in het stadium voordat een onderzoek is gelast, zal daarom van de bevoegdheid tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen slechts gebruik kunnen worden gemaakt indien daartoe in verband met de toestand van de rechtspersoon of in het belang van het onderzoek voldoende zwaarwegende redenen bestaan."*⁶⁷

181. Hieronder zal worden toegelicht dat de Ondernemingskamer in het onderhavige geval niet, ook niet voorlopig, tot het oordeel kan komen dat sprake is van gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid. Er is dan ook reeds om deze reden geen ruimte voor het treffen van onmiddellijke voorzieningen.

5.2 De verwijten van Elliott

182. Elliott stelt dat er sprake is van gegronde redenen om aan juist beleid te twijfelen om twee afzonderlijke redenen:

⁶⁶ Kamerstukken II 2011/12, 32 887, nr. 6, p. 23.

⁶⁷ HR 25 februari 2011, NJ 2011, 335, m.nt. Van Schilfgaarde (*Inter Access*), r.o. 3.6. Vgl. ook HR 14 december 2007, NJ 2008, 105, m.nt. Maeijer (*DSM*), r.o. 3.6.

- (a) De "leiding" van AkzoNobel zou verplicht zijn om de voorstellen van PPG zorgvuldig te overwegen en in redelijk overleg met PPG te treden en zou dit niet hebben gedaan.⁶⁸
 - (b) Het bestuur en de rvc van AkzoNobel zouden onzorgvuldig jegens haar aandeelhouders handelen door de bava over het ontslag van Burgmans te weigeren.⁶⁹
183. Hieronder zal allereerst worden toegelicht dat het handelen van het bestuur en de rvc van AkzoNobel, door de Ondernemingskamer terughoudend dient te worden getoetst (zie paragraaf 5.3). In paragraaf 5.4 zet AkzoNobel uiteen dat het bestuur en de rvc bij de voorstellen van PPG zorgvuldig hebben beoordeeld en dat AkzoNobel niet gehouden was met PPG in onderhandeling te treden. De conclusie is dat de handelwijze van AkzoNobel bij het beoordelen van de voorstellen van PPG geen gegronde redenen oplevert om te twijfelen aan een juist beleid.
184. Daarna wordt in paragraaf 5.5 toegelicht dat ook de weigering van het bestuur en de rvc om een bava bijeen te roepen met als agendapunt het ontslag van Burgmans als lid en voorzitter van de rvc geen gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid kan opleveren.

5.3 Toetsingsmaatstaf

5.3.1 Vennootschappelijk belang en lange termijn waardecreatie

185. Het bestuur en de rvc dienen, in het geval een potentiële bidder een voorstel doet voor een openbaar bod, te beoordelen of dat voorstel in het belang is van de vennootschap en de met haar verbonden stakeholders.⁷⁰ De Hoge Raad heeft in de ABN AMRO-beschikking overwogen dat óók in het kader van een (mogelijk) openbaar bod, het vennootschappelijk belang centraal dient te staan voor het bestuur bij het vervullen van haar wettelijke en statutaire taak:

"(...) dat het bestuur bij de vervulling van zijn bij wet of statuten opgedragen taak het belang van de vennootschap en de daaraan

⁶⁸ Verzoekschrift, nr. 8.1-8.23.

⁶⁹ Verzoekschrift, nr. 8.36-8.37.

⁷⁰ Artikel 2:129 lid 5 en 2:140 lid 2 BW.

*verbonden onderneming behoort voorop te stellen en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking behoort te nemen."*⁷¹

186. Het vennootschappelijk belang is niet te vereenzelvigen met het belang van alleen de aandeelhouders, maar omvat de belangen van alle stakeholders. Uiteindelijk zijn de belangen van alle stakeholders (waaronder de aandeelhouders) bepalend bij de taakvervulling door het bestuur en de rvc.
187. Het bepalen van de strategie van de vennootschap is voorbehouden aan het bestuur, onder toezicht van de rvc. Zie opnieuw de ABN AMRO-beschikking van de Hoge Raad:

*"De ondernemingskamer heeft (...) terecht en in cassatie onbestreden vooropgesteld (i) dat 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) dat de raad van commissarissen daarop toezicht houdt en (iii) dat de algemene vergadering van aandeelhouders haar opvattingen terzake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten."*⁷²

188. Het bestuur en de rvc moeten zich richten op lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Dit is bij de recente herziening van de Corporate Governance Code expliciet tot uitdrukking gekomen in Principe 1.1:

"Het bestuur is verantwoordelijk voor de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. 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 raad van commissarissen houdt toezicht op het bestuur terzake."

189. De nadruk op lange termijn waardecreatie komt ook tot uitdrukking in de in Principe 2.5 van de Corporate Governance Code neergelegde taak van het bestuur om een daarop gerichte cultuur te bewerkstelligen:

"Het bestuur is verantwoordelijk voor het vormgeven van een cultuur die is gericht op lange termijn waardecreatie van de vennootschap

⁷¹ HR 13 juli 2007, JOR 2007/178, r.o. 4.5.

⁷² HR 13 juli 2007, JOR 2007/178 m.nt. Nieuwe Weme (ABN AMRO), r.o. 4.3. Zie ook Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007/42 m.nt. Blanco Fernández (Stork), r.o. 3.14 en HR 9 juli 2010, JOR 2010/228 m.nt. Van Ginneken (ASMI), r.o. 4.4.1.

en de met haar verbonden onderneming. De raad van commissarissen houdt toezicht op de activiteiten van het bestuur ter zake."

190. Het belang van lange termijn waardecreatie staat dus centraal in de Code. De Monitoring Commissie merkt op dat *"lange termijn waardecreatie van bestuurders en commissarissen [vraagt] dat zij duurzaam handelen door bewuste keuzes te maken over de houdbaarheid van de strategie op de lange termijn."* Daarvoor is, aldus de Monitoring Commissie *"essentieel dat belangen van stakeholders worden meegewogen."*⁷³
191. Van bestuurders en commissarissen wordt dus verwacht dat zij aandacht besteden aan de consequenties van beslissingen op de lange termijn en de impact daarvan op de stakeholders van de onderneming.⁷⁴
192. Elliott miskent dat het bestuur en de rvc van AkzoNobel zich moeten richten op het belang van de vennootschap en alle daarbij betrokken stakeholders, teneinde lange termijn waardecreatie na te streven. Dit blijkt uit haar brief van 10 april 2017 (Productie 49 Verzoekschrift):

"Akzo Nobel's repeated and outright rejections of PPG's proposals jeopardize a potential transaction with PPG that could be value maximising for shareholders."

5.3.2 De autonomie en beleidsvrijheid van het bestuur en de rvc

193. Het bestuur en de rvc komt in beginsel, behoudens voor zover de statuten anders bepalen, zelfstandigheid en beleidsvrijheid toe. De beleidsvrijheid is essentieel voor het bestuur en de rvc om hun taak in het belang van de vennootschap te kunnen uitoefenen.⁷⁵
194. Deze beleidsvrijheid van het bestuur en de rvc geldt – zeker – ook bij het beoordelen van een (mogelijk) openbaar bod. Zo schrijft Leijten:

"Uitgangspunt voor de beoordeling van bestuurlijk gedrag in overnamesituaties [moet dus zijn] dat aan bestuur en rvc een grote

⁷³ Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Verantwoording van het werk van de commissie*, 8 december 2016, p. 5.

⁷⁴ Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Verantwoording van het werk van de commissie*, 8 december 2016, p. 5.

⁷⁵ Zie bijvoorbeeld Asser/Maeijer & Kroeze 2-I* (2015), nr. 190.

*mate van beleidsvrijheid toekomt in het omgaan met en het maken van keuzes tussen de uiteenlopende en soms tegenstrijdige belangen die met de overname gemoeid zijn."*⁷⁶

195. De beleidsvrijheid van het bestuur en de rvc van een doelvennootschap in het kader van een (dreigend) overnamebod, brengt mee dat het hen vrijstaat een beleid te voeren dat gericht is op het voorkomen van het wijzigen van de zeggenschap in de onderneming. Zo overwoog de Ondernemingskamer in de Uni-Invest-beschikking ten aanzien van een vijandig overnamebod:

*"In zulk een geval heeft als uitgangspunt te gelden dat het de doelwitvennootschap vrij staat een beleid te voeren dat erop is gericht om de overname van de zeggenschap in haar te voorkomen en dat een zodanig beleid - dus - op zich zelf niet en in ieder geval niet steeds en/of zonder méér een gegronde reden oplevert om aan een juist beleid van die vennootschap te twijfelen en derhalve een onderzoek naar dat beleid kan rechtvaardigen."*⁷⁷

196. Dit volgt ook uit de rechtspraak van zowel de OK als de Hoge Raad waarin is geoordeeld dat een doelvennootschap beschermingsmaatregelen kan treffen in het geval van een dreigende (vijandige) overname die de continuïteit van de vennootschap in gevaar brengt.⁷⁸

5.3.3 Marginale toetsing

197. Gelet op de hiervoor geschetste beleidsvrijheid, dient de Ondernemingskamer terughoudendheid te betrachten bij het toetsen van bestuurlijk handelen. De Ondernemingskamer behoort bestuurlijke beslissingen in beginsel niet op de inhoud te toetsen, zeker niet wanneer daar een behoorlijk besluitvormingsproces aan ten grondslag ligt.
198. Dit volgt bijvoorbeeld uit de memorie van toelichting bij de op 1 januari 2013 inwerking getreden Wet Wijziging Enquêterecht, waarin de Minister van Justitie schreef:

⁷⁶ A.F.J.A. Leijten, 'Tegenstrijdig belang en openbaar bod', in: M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (red.), *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer 2008, p. 344.

⁷⁷ Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1998, *JOR* 1999/89 (*Uni-Invest*), r.o. 4.2.

⁷⁸ Zie bijvoorbeeld HR 18 april 2003, *JOR* 2003/110 m.nt. Blanco Fernández (*RNA*), r.o. 3.7.

*"De Ondernemingskamer behoort in beginsel niet te treden in de merites van bestuurlijke beslissingen wanneer daaraan een behoorlijke besluitvorming ten grondslag ligt met een behoorlijke afweging van de voor- en nadelen. Bij een zakelijke beleidsafweging moet het bestuur handelen in het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Het bestuur mag zich dus niet uitsluitend richten op het belang van de aandeelhouders van de vennootschap. (...) Het bestuur moet zich goed (laten) informeren voordat tot een zakelijke beleidsafweging wordt overgegaan en daarbij tevens de eventuele risico's voor de vennootschap inschatten en meewegen. De bestaande jurisprudentie geeft hiervoor voldoende richtsnoeren. Of en zo ja sprake is van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen danwel wanbeleid kan uitsluitend aan de hand van de omstandigheden van het geval worden beoordeeld door de rechter. Naar mijn mening ligt voor de hand dat de rechter daarbij onderscheidt tussen gevallen waarin het bestuur al dan niet een tegenstrijdig belang heeft. (...) Ontbreekt een persoonlijk belang, dan dient de rechter ervoor te waken dat hij op de stoel van de ondernemer plaatsneemt. In dat geval is primair van belang of het besluit op een voldoende zorgvuldige wijze tot stand is gekomen."*⁷⁹

199. Dat er in verband met de beleidsvrijheid van het bestuur en de rvc enkel ruimte is voor een terughoudende toetsing, blijkt ook uit de rechtspraak. Zo oordeelde de Ondernemingskamer in de Getronics-beschikking dat de leiding van een onderneming een ruime beleidsvrijheid toekomt en dat - wanneer het gaat om kwesties waar verschillend over kan worden gedacht - niet snel van (tekenen) van onjuist beleid kan worden gesproken.⁸⁰
200. In de HBG-eindbeschikking van de Ondernemingskamer kwam expliciet de vraag aan de orde of het bestuur van HBG in redelijkheid tot haar besluit tot afwijzing van een bod op de aandelen van een dochtervennootschap heeft kunnen komen:

"De Ondernemingskamer zal in de eerste plaats de vraag onder ogen zien of het bekritiseerde beleid van HBG en meergenoemd besluit naar de inhoud genomen als wanbeleid kan onderscheidenlijk dient te worden gekwalificeerd. Het gaat dan in het bijzonder om de vraag of HBG in redelijkheid heeft kunnen besluiten tot afwijzing van het bod van Boskalis en tot het aangaan van de joint venture/samenwerking met Ballast Nedam. (...) Voormelde kanttekeningen en aangebrachte correcties nemen echter niet weg dat niet valt in te zien dat het HBG uit een oogpunt van een evenwichtige en objectieve vergelijking van met name de financiële gevolgen – gemeten in shareholder value – van het bod van Boskalis en de joint venture/samenwerking met Ballast Nedam in redelijkheid

⁷⁹ Kamerstukken II 32 887, nr. 3 (MvT), p. 20-21.

⁸⁰ Hof Amsterdam (OK) 2 september 2004, JAR 2004, 235 (Getronics), r.o. 3.9, 3.13, 3.16.

*niet zou hebben vrijgestaan voor de laatste optie te kiezen. (...) Het aldus niet zonder meer vergelijkbaar zijn van de voorliggende alternatieven heeft onder meer de betekenis dat een financiële vergelijking tussen die alternatieven niet alleen reeds op zichzelf met enige terughoudendheid moet worden gezien maar ook afgezien daarvan slechts betrekkelijk van betekenis is, althans dat een beslissing die niet uitsluitend of in de eerste plaats daarop is gebaseerd niet reeds daarom als kennelijk onredelijk kan of moet worden aangemerkt. (...) Alle zowel kwantitatieve als kwalitatieve – deels niet in alle scherpste van gewicht te voorziene – aspecten die van belang zijn voor de beoordeling naar de inhoud genomen van het te dezen aan de orde zijnde beleid van HBG en haar beslissing tot afwijzing van het bod van Boskalis en tot het aangaan van de joint venture/samenwerking met Ballast Nedam in aanmerking nemende, onderschrijft de Ondernemingskamer samenvattend dan ook het (...) oordeel van (...) onderzoekers (...) dat het HBG bestuur in redelijkheid tot haar (de Ondernemingskamer leest: zijn) keuze voor de joint venture heeft kunnen komen."*⁸¹

201. Uit het voorgaande volgt dat het handelen van het bestuur en de rvc slechts terughoudend kunnen worden getoetst, waarbij het gaat om de vraag of het bestuur en de rvc in redelijkheid konden menen zich te mogen gedragen, zoals zij zich hebben gedragen.⁸² Een verdergaande mate van het afleggen van verantwoordelijkheid door het bestuur en de rvc tegenover de rechter zou ten koste gaan van de bestuurlijke beleidsvrijheid.⁸³ Zie ook Van Ginneken en Timmerman, Ondernemingsrecht 2011/123:

"18. Uit het voorgaande volgt dat de rechter terughoudend moet toetsen. Het feit dat een besluit een waardering vereist, die van persoon tot persoon verschillend kan uitvallen, noopt tot terughoudendheid. Een rechter moet zeer voorzichtig zijn met het in de plaats stellen van zijn waardering van de betrokken belangen boven die van het bestuur. Als een rechter een andere waardering van belangen geeft dan een bestuurder, kan dat op zichzelf geen reden zijn om het besluit van het bestuur ontoelaatbaar te verklaren. Een rechter kan dus slechts marginaal toetsen. Hij moet het bestuur een margin of appreciation laten. Een marginale toets houdt onder andere in dat hij zijn (waarde)oordeel niet in de plaats stelt van dat van het bestuur. Slechts als het evident is dat de belangenafweging onredelijk is geweest, kan de rechter de waardering door het bestuur corrigeren. Ook het ontbreken van een evidente maatstaf om onvergelijkbare belangen tegen elkaar af te wegen, dwingt de rechter tot terughoudendheid. Als er geen rationele argumenten zijn voor het bestuur om de ene of de andere optie te kiezen, zijn die er ook niet

⁸¹ Hof Amstredam (OK) 21 januari 2002, ARO 2002/19 (HBG), r.o. 3.5-3.6, 3.28, 3.34-3.35, 3.37.

⁸² Zie bijvoorbeeld B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag*, Deventer: Kluwer 2007, p. 53.

⁸³ B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag*, Deventer: Kluwer 2007, p. 12.

voor de rechter. Er zijn dan ook geen argumenten om zijn keuze boven die van het bestuur te stellen. Ook om deze reden kan de rechter dus niet vol toetsen, maar slechts marginaal. Hij dient zich alleen af te vragen of de handeling kennelijk onredelijk is."

202. Naast de voornoemde terughoudende toetsingsmaatstaf geldt bovendien dat het op dit moment enkel gaat om het verzoek tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen. Dit brengt nog een extra terughoudendheid mee. Van de bevoegdheid tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen voordat een onderzoek wordt gelast, dient immers een terughoudend gebruik te worden gemaakt nu in dit stadium nog slechts voorlopig kan worden beoordeeld of er gegronde redenen bestaan om aan een juist beleid te twijfelen.⁸⁴
203. Uit al het voorgaande volgt reeds dat het bestuur en de rvc zorgvuldig en overeenkomstig de verplichtingen die de wet en statuten opleggen hebben gehandeld. Nu zij volgend op dit zorgvuldige besluitvormingsproces in redelijkheid tot hun besluiten hebben kunnen komen, zijn er geen redenen om aan een juist beleid te twijfelen.

5.4 De voorstellen van PPG zijn zeer zorgvuldig beoordeeld. Er bestaat geen verplichting tot overleg met PPG

204. Bij het beoordelen van de voorstellen van PPG hebben het bestuur en de rvc van AkzoNobel telkens zorgvuldig beoordeeld of het desbetreffende voorstel in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden stakeholders was. Bij het nemen van hun beslissingen hebben zij de belangen van de vennootschap en de belangen van aandeelhouders en andere stakeholders zorgvuldig tegen elkaar afgewogen. Een en ander is hiervoor reeds uitgebreid uiteengezet. Dat het bestuur en de rvc naar aanleiding van die zorgvuldige belangenafweging uiteindelijk beslissingen hebben genomen waar Elliott zich niet in kan vinden, vormt uiteraard nog geen reden om te twijfelen aan de juistheid van het beleid.⁸⁵

⁸⁴ HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105 m.nt. Maeijer (*DSM*), r.o. 3.6; HR 25 februari 2011, *NJ* 2011, 335 m.nt. Van Schilfgaarde (*Inter Access*), r.o. 3.6; en artikel 2:349a lid 3 BW.

⁸⁵ Zie bijvoorbeeld Hof Amsterdam (OK) 13 juli 2006, *ARO* 2006/133 (*Audilux*), r.o. 3.6 en Hof Amsterdam (OK) 29 juni 2006, *ARO* 2006/115 (*CMM Holding*), r.o. 3.7, waarin de OK in essentie overweegt dat het enkele feit dat door de bestuurder in het gevoerde beleid andere prioriteiten worden gesteld dan de verzoeker wellicht voor ogen heeft, nog niet betekent dat er 'gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen' ex artikel 2:350 lid 1 BW.

205. Elliott stelt dat AkzoNobel verplicht is om in redelijk overleg met PPG te treden, nu dat noodzakelijk zou zijn om - kort gezegd - het bod goed te kunnen beoordelen.⁸⁶ Dit is niet juist.
206. Zoals hiervoor uitgebreid uiteengezet, zijn de voorstellen van PPG zorgvuldig bestudeerd door het bestuur en de rvc van AkzoNobel. Het bestuur en de rvc hebben ook telkens gedetailleerd aangegeven waarom de voorstellen van PPG werden afgewezen.
207. Hoewel daar geen enkele verplichting toe bestond, heeft er op 6 mei 2017 een ontmoeting plaatsgevonden tussen Burgmans en Büchner namens AkzoNobel en McGarry en Grant namens PPG (zie paragraaf 3.4.2). Tijdens deze ontmoeting heeft PPG omtrent dit derde voorstel alles naar voren kunnen brengen dat zij wenste. Van de zijde van PPG is echter geen additionele informatie en zijn geen nieuwe inzichten verschaft.
208. Nog afgezien van het feit dat er dus wel degelijk een ontmoeting heeft plaatsgevonden, komen de stellingen van Elliott er op neer dat op AkzoNobel een verplichting zou rusten om in onderhandeling te treden en een deal te sluiten met PPG. Die stellingen vinden geen basis in het recht. Zoals hiervoor aan de orde is gekomen, is het bepalen van de strategie van de vennootschap voorbehouden aan het bestuur, dienen het bestuur en de rvc zich te richten naar het belang van de vennootschap en alle daarmee verbonden stakeholders en lange termijn waardecreatie na te streven en komt het bestuur en de rvc zelfstandigheid en beleidsvrijheid toe. Met deze uitgangspunten valt niet te rijmen dat AkzoNobel verplicht zou zijn om met PPG in onderhandeling te treden. Een dergelijke verplichting kan ook niet worden afgeleid uit de literatuur waarnaar Elliott verwijst.⁸⁷ Die schaarse, en de stellingen van Elliott overigens ook niet ondersteunende, literatuur - waarin uitsluitend particuliere opvattingen worden geventileerd zonder dat sprake is van geldend recht - vindt geen enkele basis in wetgeving en rechtspraak. Dat wordt hieronder kort toegelicht:

⁸⁶ Verzoekschrift, nr. 8.10-8.11.

⁸⁷ Verzoekschrift, nr. 8.4-8.11.

- (a) In het aangehaalde artikel van C.J.C. de Brauw en Noome (2015)⁸⁸ spreken zij niet van een verplichting voor de doelvennootschap om overleg te voeren met een bieder. De passage waarin zij schrijven dat een "strikte 'no-talk'" niet past, ziet op hun particuliere opvatting dat wanneer de vennootschapsleiding een verplichting is aangegaan om het bod van een bepaalde bieder te ondersteunen, zij de contractuele ruimte zou dienen te behouden om een concurrerend, materieel beter bod te kunnen accepteren. Daarvan is hier sowieso geen sprake. Ook het citaat dat Elliott opneemt uit het artikel van C.J.C. de Brauw (2008)⁸⁹ ziet op de situatie dat een concurrerende bieder zich meldt bij de doelvennootschap en is alleen om die reden niet relevant.
- (b) In het aangehaalde artikel van Raaijmakers gaat het ook helemaal niet om situaties als de onderhavige maar staat de RNA zaak centraal. Daar ging het om de toetsing van beschermingsmaatregelen. Die context wordt in het verzoekschrift van Elliott gemakshalve maar geheel weggelaten. Dat beschermingsmaatregelen zijn getroffen is echter nu juist essentieel in dit verhaal. Het volledige citaat luidt:

*"Bescherming kan, behalve in uitzonderlijke omstandigheden, niet te eeuwig en dage worden gehandhaafd. Die regel lijkt ook toepassing te vinden bij belangrijke minderheidsparticipaties. Een doelvennootschap kan 'not just say no'. Zij is gehouden tot redelijk overleg ter behartiging van haar eigen belang en de daarbij betrokken belanghebbenden."*⁹⁰

Van beschermingsmaatregelen als bedoeld in de RNA zaak is in casu in het geheel geen sprake.

- (c) Ook de door Elliott aangehaalde rechtsoverweging in de RNA-beschikking van de Hoge Raad geeft geen enkele basis aan een verplichting tot overleg of onderhandeling. Elliott verwijst naar de overweging van de Hoge Raad dat het oordeel van de Ondernemingskamer dat RNA onvoldoende in overleg is getreden met

⁸⁸ C.J.C. de Brauw en M. Noome, 'Concurrerende openbare biedingen anno 2015, *Ondernemingsrecht* 2015/121, onder 2.2 en onder 4; Verzoekschrift, nr. 8.4 en nr. 8.9.

⁸⁹ Verzoekschrift, nr. 8.6.

⁹⁰ M.J.G.C. Raaijmakers, 'Gedragsnormen voor overnamegevechten', *SV&V* 2003-6, p. 222; Verzoekschrift, nr. 8.5

een grootaandeelhouder, onbegrijpelijk is, nu de Ondernemingskamer niet heeft vastgesteld dat het mislukken van het overleg een gevolg is van de onwelwillende opstelling van RNA en dat RNA onvoldoende grond had tot afwijzing van de plannen van Westfield.⁹¹ Daar is nu juist uit af te leiden dat geen sprake is van een verplichting tot overleg.

- (d) Uit de vermelde beschikking inzake Uni-Invest/Breevast blijkt hoogstens dat een vennootschap bereid moet zijn kennis te nemen van de voornemens van die derde en deze te willen bezien.⁹² En dat is precies, en met grote zorgvuldigheid, wat AkzoNobel heeft gedaan. Anders dan Elliott stelt,⁹³ volgt uit deze beschikking in het geheel niet een verplichting tot overleg of onderhandeling.
209. Uit het voorgaande volgt al dat er geen verplichting bestaat om met PPG in gesprek te treden. Voor zover die er echter wel zou zijn, heeft AkzoNobel daar op 6 mei 2017 aan voldaan. Nu PPG het tijdens dit gesprek hield bij een herhaling van zetten terwijl zij iedere gelegenheid had om betekenisvol in te gaan op de duidelijke bezwaren en zorgen van AkzoNobel, haar voorstel niet of nauwelijks nader specificeerde en de gerechtvaardigde zorgen van AkzoNobel op geen enkele wijze adresseerde, heeft AkzoNobel besloten om ook het derde voorstel af te wijzen.
210. Elliott maakt vervolgens nog het nodige werk van uitlatingen die Burgmans zou hebben gedaan als CEO van Unilever in 2000, in het kader van de pogingen om Bestfoods over te nemen.⁹⁴ Nog afgezien van het feit dat Burgmans in die artikelen nergens spreekt over een verplichting om in redelijk overleg te treden, is de overname van Bestfoods niet te vergelijken met de onderhavige situatie, al was het alleen maar omdat Bestfoods zichzelf in de etalage had gezet. Van een vijandig bod was ook geen sprake.
211. De leiding van AkzoNobel heeft een open instelling gehad bij de beoordeling van de voorstellen van PPG. Elk voorstel is zorgvuldig bestudeerd. Telkens is in detail aangegeven waarom AkzoNobel zich

⁹¹ HR 18 april 2003, *JOR* 2003/110 (*RNA/Westfield*), r.o. 3.10; Verzoekschrift, nr. 8.7.

⁹² Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *NJ* 1999/351, r.o. 4.16; Verzoekschrift, nr. 8.6.

⁹³ Verzoekschrift, nr. 8.8.

⁹⁴ Verzoekschrift, nr. 8.17-8.21.

genoodzaakt zag om het voorstel af te wijzen en ten slotte is er ook nog gesproken tussen PPG en AkzoNobel.

212. Klaarblijkelijk gaat het Elliott uiteindelijk niet zozeer om (enkel) een gesprek tussen PPG en AkzoNobel. Waar zij eerder aandrong op een bespreking tussen AkzoNobel en PPG, die op 6 mei 2017 heeft plaatsgevonden, is haar wens nu blijkbaar dat AkzoNobel niet alleen het gesprek aangaat, maar direct in onderhandeling treedt met PPG over een mogelijke deal. Deze werkelijke positie van Elliott wordt nog eens onderstreept door het feit dat zij in haar verzoekschrift spreekt over een "*eventueel (positief) onderhandelingsresultaat*"⁹⁵
213. Zoals gezegd bestaat een dergelijke verplichting naar Nederlands recht echter zeker niet.

5.5 De beoordeling van het bava-verzoek van Elliott

214. Elliott betoogt dat de afwijzing van haar verzoek aan het bestuur en de rvc van AkzoNobel tot het bijeenroepen van een algemene vergadering met als enige agendapunt het ontslag van Burgmans als lid en voorzitter van de rvc - omdat hij verantwoordelijk zou zijn voor het feit dat AkzoNobel (destijds) nog niet met PPG in gesprek was getreden over haar voorstellen, terwijl daartoe (beweerdelijk) een verplichting zou bestaan - gegronde redenen oplevert om aan een juist beleid te twijfelen.⁹⁶ Elliott betoogt in dat verband dat de ontslagbevoegdheid van de algemene vergadering een bevoegdheid is die te allen tijde geldt en dat aandeelhouders dus per definitie een door de rechtspersoon te respecteren belang hebben bij het houden van een vergadering waarin het ontslag van een commissaris op de agenda staat.⁹⁷

⁹⁵ Verzoekschrift, nr. 8.22(e).

⁹⁶ Verzoekschrift, nr. 8.24-8.37

⁹⁷ Verzoekschrift, nr. 8.28. In nr. 8.29 van het Verzoekschrift tracht Elliott haar stelling kracht bij te zetten door een geschrift van de *general counsel* van AkzoNobel buiten de context en onvolledig te citeren, want daaraan voorafgaand schrijft hij juist: "*Bestuur en raad beoordelen het verzoek, ieder voor zich, aan de hand van de gegeven onderwerpen. Zij richten zich daarbij naar het belang van de vennootschap en haar onderneming (art. 140/250). Is het verzoek daarmee niet in strijd, dan dient het mijns inziens te worden ingewilligd. (...) Komt het verzoek bestuur en raad geheel of gedeeltelijk onredelijk voor, dan dienen zij de bijeenroeping te weigeren (...)*". Daarvoor zij verwezen naar S.H.M.A. Dumoulin, *Besluitvorming in rechtspersonen* (diss. Groningen), Kluwer: Deventer 1999, p. 135.

215. De bevoegdheid om een algemene vergadering bijeen te roepen komt toe aan het bestuur en de rvc en, bij gebreke van statutaire voorziening op dit punt, niet aan de aandeelhouders (art. 2:109 BW). Het betoog van Elliott dat het bestuur en de rvc haar verzoek hadden moeten honoreren, faalt reeds omdat het bestuur en de rvc van een n.v. niet verplicht zijn om aan een verzoek tot het bijeenroepen van een algemene vergadering te voldoen. Het bestuur en de rvc moeten zich bij hun besluit om het verzoek om een algemene vergadering bijeen te roepen al dan niet te honoreren richten naar het belang van de vennootschap en alle met haar verbonden stakeholders.⁹⁸ Als die afweging ertoe leidt, zoals in het onderhavige geval, dat het bijeenroepen van een algemene vergadering niet in het belang van de vennootschap en alle met haar verbonden stakeholders is, dan wijzen het bestuur en de rvc het verzoek af en kan de aandeelhouder zich tot de voorzieningenrechter wenden.
216. Elliott miskent dat het bestuur en de rvc niet verplicht is om aan een verzoek tot het bijeenroepen van een algemene vergadering te voldoen. Dat kan aanleiding geven tot een procedure bij de voorzieningenrechter, maar geen gegronde redenen opleveren om aan een juist beleid te twijfelen. Het bestuur en de rvc hebben immers geen verplichting om een algemene vergadering bijeen te roepen omdat een aandeelhouder daarom verzoekt. Anders dan Elliott stelt,⁹⁹ is er geen sprake van dat als na een zorgvuldige afweging een bava niet bijeen wordt geroepen, een zorgvuldigheidsverplichting jegens de aandeelhouder die om een algemene vergadering verzoekt zou zijn geschonden.
217. Artikel 2:111 BW bepaalt dat aandeelhouders die een machtiging verzoeken om een algemene vergadering bijeen te roepen, daarbij een "redelijk belang" moeten hebben. Elliott heeft geen "redelijk belang" bij het bijeenroepen van een algemene vergadering. Het bestuur en de rvc van AkzoNobel heeft een uiterst prudent beleid gevoerd bij de beoordeling van de voorstellen van PPG. Daarenboven zal een verzoek ook altijd in overeenstemming moeten zijn met de

⁹⁸ S.H.M.A. Dumoulin, *Besluitvorming in rechtspersonen* (diss. Groningen), Deventer: Kluwer 1999, p. 135.

⁹⁹ Verzoekschrift, nr. 8.36.

redelijkheid en billijkheid. Ten slotte miskent Elliott bovendien dat het hier gaat om het beleid en de strategie van de vennootschap, en de afwijzing van het verzoek van Elliott unaniem gedragen wordt door het bestuur en de rvc. Nu het door Elliott gewenste besluit tot ontslag van Burgmans gericht is op het fundamenteel wijzigen van de strategie, kan het ook om die reden niet worden aanvaard.

5.5.1 Burgmans treft geen verwijt

218. Anders dan Elliot betoogt,¹⁰⁰ zijn geen rechtens legitieme bezwaren tegen het optreden van het bestuur en de rvc naar voren gebracht en in het bijzonder zijn dergelijke bezwaren niet aangedragen tegen Burgmans.
219. Zoals beschreven in nr. 153 had Elliott al in haar persbericht van 22 maart 2017 (Productie 36 Verzoekschrift) geschermd met een verzoek tot bijeenroeping van een algemene vergadering (zodat zou kunnen worden gestemd over het ontslag van bestuurders en commissarissen). In elk van de opvolgende gesprekken heeft Elliott gedreigd met ontslag van de leden van het bestuur en de rvc van AkzoNobel alhoewel Elliott haar standpunt in een gesprek van 29 maart 2017 bijstelde in die zin dat zij in ieder geval zou aansturen op het ontslag van Burgmans, maar mogelijk ook van bestuursleden of andere commissarissen.
220. Bij de beoordeling van de voorstellen van PPG hebben het bestuur en de rvc (onder wie Burgmans) uiterst zorgvuldige belangenafwegingen gemaakt en weloverwogen beslissingen genomen en anders dan Elliott betoogt, bestond uitdrukkelijk geen verplichting voor AkzoNobel om met PPG in overleg te treden over haar voorstellen.¹⁰¹ Daarvoor zij verwezen naar paragraaf 5.4.
221. Uit de brieven van Elliott van 10 april (Productie 49 Verzoekschrift, pagina's 4 en 5) en 13 april 2017 (Productie 51 Verzoekschrift) blijkt niet van rechtens legitieme bezwaren tegen het handelen van Burgmans. Elliott refereert in die brieven (slechts) aan een bespreking van 29 maart 2017 tussen vertegenwoordigers van Elliott en

¹⁰⁰ Verzoekschrift, nr. 8.36(a).

¹⁰¹ Verzoekschrift, nr. 8.36(a) en (b).

Burgmans, een publieke uitspraak van Burgmans in de Telegraaf (Productie 3 Verzoekschrift) en een telefoongesprek van 31 maart 2017 tussen vertegenwoordigers van Elliott en AkzoNobel (onder wie Burgmans). Deze punten vormen natuurlijk geen basis voor het door Elliott voorgestelde agendapunt.

222. In feite verwijt Elliott aan Burgmans dat die een besluit zou hebben genomen om niet te onderhandelen met PGG. Daarmee gaat Elliott er volledig aan voorbij dat de rvc unaniem en op uiterst zorgvuldige wijze heeft besloten dat dit niet in het belang was van de vennootschap en haar stakeholders en daarmee ontbreekt een legitiem belang voor het ontslag van Burgmans.
223. De conclusie is dat de aandeelhouders die om een algemene vergadering hadden verzocht geen steekhoudende bezwaren hebben aangedragen tegen het zorgvuldige beleid dat is gevoerd. In feite is de actie van Elliott er op gericht om een machtsovername over AkzoNobel te forceren. Een dergelijke poging om de macht over te nemen vormt echter geen redelijk belang.

5.5.2 Elliott tracht de strategie van AkzoNobel te beïnvloeden

224. Het voorgestelde agendapunt is eenvoudigweg in strijd met de wet en de in Nederland heersende opvattingen over goede corporate governance.
225. Er bestaat voor AkzoNobel geen verplichting om te onderhandelen met PPG (zie paragraaf 5.4). Het achterliggende doel van het verzoek is het dwingen van AkzoNobel om tóch te onderhandelen met PPG over haar ongevraagde voorstellen en een deal te sluiten door te dreigen met het ontslag van Burgmans. Cruciaal is dat het Elliott niet te doen is om hoe Burgmans zijn taken tot nu toe heeft vervuld. Zo blijkt uit de brief van Elliott aan AkzoNobel van 10 april 2017 (Productie 49 Verzoekschrift, pagina 4, onderaan) waarin Elliott dreigt met ontslag als de vennootschapsleiding van AkzoNobel volhardt in haar beslissing om niet te onderhandelen met PPG.¹⁰² Als het bestuur en

¹⁰² Het citaat onderaan pagina 4 van de brief van Elliott aan AkzoNobel van 10 april 2017 luidt als volgt: "Mr. Sliwinski [van Elliott] again reiterated what was stated during the meeting on 24 March 2017: should members of Akzo Nobel's Boards continue to refuse to engage with PPG, and therefore obstruct the due and fair corporate governance process required to evaluate the

de rvc van AkzoNobel aan Elliott haar zin zouden geven en wél in onderhandeling zouden treden met PPG, dan zou geen ontslag van Burgmans worden gezocht.

226. Het voorgestelde agendapunt is daarmee oneigenlijk en een regelrechte poging van Elliott om ten bate van korte termijn financieel gewin de strategie van AkzoNobel te beïnvloeden. Een dergelijke opvatting miskent dat een basisprincipe van het Nederlandse vennootschapsrecht is dat de strategie van een vennootschap is voorbehouden aan haar bestuur, onder toezicht van de rvc.¹⁰³ Met dit fundamentele uitgangspunt is zonder meer in strijd dat ook maar op enigerlei wijze een algemene vergadering bijeen kan worden geroepen met het door Elliott voorgestelde agendapunt. Deze misvatting klemmt te meer nu AkzoNobel een beursvennootschap is met een gediversifieerd en wijdverspreid aandeelhoudersbestand en van een situatie waarin er sprake is van een (dreigend) openbaar bod waardoor het bestuur en de rvc van een vennootschap bij uitstek in staat moeten worden gesteld om hun bevoegdheden en wettelijke taak naar behoren uit te oefenen in het belang van alle betrokkenen.
227. De strategie van AkzoNobel is een aangelegenheid van haar bestuur en rvc en daarbij moeten zij zich richten op de lange termijn waardecreatie van AkzoNobel en de met haar verbonden onderneming en daartoe wegen zij de in aanmerking komende belangen van de stakeholders.¹⁰⁴ Het is aan de vennootschapsleiding om te bepalen of, en in hoeverre, het wenselijk is daarover in overleg te treden met een bieder. In dit verband wordt nogmaals in herinnering geroepen dat het verzoek van Elliott uitsluitend gericht is op het behalen van rendement op de korte termijn zonder dat de belangen van andere aandeelhouders zorgvuldig worden gewogen. Daarmee is het doel van het verzoek niet te beschouwen als een redelijk en legitiem belang van Elliott.¹⁰⁵ Een dergelijk verzoek is niet in het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming,

two alternatives on a fair and adequate basis, then Elliott, would have no choice but to propose and seek the dismissal of obstructive member(s) of such Board(s)."

¹⁰³ Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *JOR* 2007/42, m.nt. J.M. Blanco Fernández (*Stork*), r.o. 3.14. Zie ook HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/178, m.nt. Nieuwe Weme (*ABN AMRO*), r.o. 4.3 en HR 9 juli 2010, *JOR* 2010/228, m.nt. Van Ginneken (*ASMI*), r.o. 4.4.1.

¹⁰⁴ *Supra* noot 104 en Principe 1.1 van de Nederlandse *Corporate Governance Code*.

¹⁰⁵ Vgl. Rb. Rotterdam (vzr.) 13 januari 2006, *JOR* 2006/39 (*DIM Vastgoed*), r.o. 5.1.

en voldoet (ook) niet aan de eisen van redelijkheid en billijkheid die jegens de rechtspersoon in acht genomen dienen te worden. Het verzoek moet derhalve (ook) op deze gronden worden afgewezen.

5.5.3 Het bava-verzoek is niet doelmatig

228. Het voorgestelde agendapunt is geen geschikt en geëigend middel om het doel dat Elliott klaarblijkelijk voor ogen heeft, te bereiken. Ook daarom ontbreekt een redelijk belang bij het verzoek tot het bijeenroepen van een algemene vergadering.
229. Burgmans geniet de volledige steun van alle leden van de rvc van AkzoNobel. Iedere beslissing van Burgmans die door Elliott aan hem wordt toegeschreven is een met unanieme stemmen genomen besluit door de rvc. De conclusie is dan ook dat het voorgestelde agendapunt alleen is gericht op dreiging en derhalve niet slechts misplaatst maar ook zinloos is. Het ontslag van Burgmans zal niet het door Elliott beoogde effect sorteren. Ook daarmee ontvalt het "redelijk belang" aan het verzoek van Elliott en kon dat verzoek niet worden gehonoreerd.

5.6 Geen ruimte voorlopig oordeel dat sprake is van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen

230. Uit het voorgaande volgt dat ook op dit punt geen gegronde redenen bestaan om aan een juist beleid te twijfelen.

6 CONCLUSIE

231. De verzoeken van Elliott moeten worden afgewezen, met veroordeling van Elliott, uitvoerbaar bij voorraad, in de proceskosten.


advocaat

Deze zaak wordt behandeld door mr. H.J. de Kluiver, De Brauw Blackstone Westbroek N.V., Postbus 75084, 1070 AB Amsterdam, T +31 20 577 1458, F +31 20 577 1775, E harm-jan.dekluiver@debrauw.com en mr. J. de Bie Leuveling Tjeenk, De Brauw Blackstone Westbroek N.V., Postbus 75084, 1070 AB Amsterdam, T +31 20 577 1661, F +31 20 577 1775, E jan.debieleuvelingtjeenk@debrauw.com.

PRODUCTIELIJST

Productie 1	Jaarverslag AkzoNobel 2012, p. 8 en 10
Productie 2	AkzoNobel Investor Update van 10 februari 2016
Productie 3	AkzoNobel Investor Update van 19 april 2017
Productie 4	Persbericht AkzoNobel, 19 april 2017
Productie 5	Gedragcode van AkzoNobel
Productie 6	Transcript Investor Day, 19 april 2017
Productie 7	Carbon Disclosure Project, Scoring Introduction 2016
Productie 8	Jaarverslag AkzoNobel 2016, p. 125 en 203
Productie 9	2016 ViewPoint results
Productie 10	HSE&S presentatie AkzoNobel, 15 maart 2017
Productie 11	Fact sheet societal impact
Productie 12	De Telegraaf, 25 april 2017
Productie 13	Daily Mail, 25 april 2017
Productie 14	Volkskrant, 8 mei 2017
Productie 15	NOS, 25 april 2017
Productie 16	Standpunten COR en EWC
Productie 17	AD, 25 april 2017
Productie 18	RobecoSAM Dow Jones Sustainability Index
Productie 19	2016 Sustainability Report PPG
Productie 20	New York Times, 4 april 1990
Productie 21	New York Times, 20 juli 1990
Productie 22	Profiel van PPG
Productie 23	Profiel van AkzoNobel
Productie 24	Persbericht Elliott, 13 april 2017
Productie 25	Brief van PPG aan AkzoNobel, 2 maart 2017
Productie 26	Rapport Fitch, 13 maart 2017
Productie 27	Brief van AkzoNobel aan PPG, 9 maart 2017
Productie 28	Brief van PPG aan AkzoNobel, 20 maart 2017
Productie 29	Brief van AkzoNobel aan PPG, 22 maart 2017
Productie 30	Het Financieele Dagblad, 24 april 2017

Productie 31	Persbericht AkzoNobel, 24 april 2017
Productie 32	Presentatie PPG, 6 mei 2017
Productie 33	Financial Times, 25 april 2017
Productie 34	Brief van AkzoNobel aan PPG, 8 mei 2017
Productie 35	Persbericht PPG, 10 mei 2017
Productie 36	Artikelen inzake Elliott
Productie 37	Brochure Elliott
Productie 38	RTLZ, 5 mei 2017
Productie 39	Persbericht Elliott, 23 maart 2017