

## Overwegingen voor bestuurders hoe om te gaan met een vijandige bieding

Bb 2017/82

(Gerechtshof Amsterdam (OK), 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (*Elliott c.s./AkzoNobel*))

*In dit artikel gaat de schrijver in op de door Elliott c.s. tegen AkzoNobel aangespannen procedure bij de Ondernemingskamer. In haar beschikking biedt de Ondernemingskamer het bestuur de nodige bewegingsruimte en geeft zij een aantal interessante overwegingen over de wijze waarop het bestuur met ongewenste biedingen dient om te gaan.*

### 1. Inleiding

Deze spraakmakende zaak die aan de Ondernemingskamer werd voorgelegd kent drie hoofdrolspelers: PPG dat haar oog heeft laten vallen op concurrent en Neerlands trots AkzoNobel en *hedge fund* Elliott Investors die met de komst van PPG kans ziet, haar recent opgebouwde belang met een aardige bonus te verzilveren. Slechts de bestuurders en commissarissen van AkzoNobel liggen nog dwars... Na enkele schermutselingen over en weer heeft de Ondernemingskamer de strijd voorlopig beslist in het voordeel van AkzoNobel. Daarbij heeft zij het bestuur de nodige bewegingsruimte verschaft en een aantal overwegingen gegeven over de wijze waarop het bestuur van een doelvennootschap met ongewenste biedingen dient om te gaan. De uitspraak en de daarop volgende interactie tussen partijen laten zien dat de werkelijke strijd voor een groot deel buiten de rechtszaal wordt beslist.

### 2. De feiten

AkzoNobel N.V. (hierna: AkzoNobel) is een wereldwijde producent en distributeur van verf, lakken en chemicaliën. Zij heeft een rijke geschiedenis met een stamboom die begint met de oprichting van een wapenfabriek in Zweden ('Bofors forge' opgericht in 1646). De oudste voorloper uit Nederland is Sikkens, de fabriek van verven en lakken, die in 1792 van start ging in Groningen. Na tal van grensoverschrijdende fusies en herstructureringen vinden we vandaag de dag het hoofdkantoor van AkzoNobel in Amsterdam. De aandelen van AkzoNobel zijn genoteerd aan Euronext.

'Elliott Advisors' (hierna: Elliott) is een succesvol *hedgefund* dat sinds 2016 een belang in AkzoNobel heeft opgebouwd (op de dag van de uitspraak was haar belang 4,89%).

PPG Industries, Inc. (hierna: PPG) vindt haar oorsprong zo'n 130 jaar geleden als producent van glasplaten (de 'Pittsburgh Plate Glass Company'). Haar omzet in 2016 was \$ 14,7 miljard. Ter vergelijking, AkzoNobel's omzet bedroeg in 2016 € 14,2 miljard. PPG is thans een van de grootste

producenten van verf en coatings ter wereld en eind 2016 marktleider, gevolgd door AkzoNobel.

#### 2.1 PPG's eerste bod

Begin maart 2017 heeft PPG een niet-bindend voorstel gedaan om alle aandelen in AkzoNobel te kopen voor een bedrag van € 83 per aandeel (bestaande uit een deel cash en een deel aandelen PPG). De slotkoers van een aandeel AkzoNobel eind februari was € 63,31.

PPG wenste dat het bestuur en de raad van commissarissen (hierna: RvC) van AkzoNobel haar voorstel zouden steunen. Een aanbeveling van het bestuur doet de kans op het slagen (van het op het voorstel volgende openbare bod) aanzienlijk toenemen. Doorgaans wordt een aanmeldingspercentage van 95% beoogd, zodat in een later stadium een eventueel resterende minderheid gedwongen kan worden zich uit te laten kopen. Echter, i.c. wijzen bestuur en RvC unaniem het bod af. Ze vinden het bod te laag en stellen bovendien dat de timing en realisatie, waaronder mededingingsissues aanzienlijke risico's met zich brengen. Voorts zou het bod volgens het bestuur en de RvC niet in het belang van AkzoNobel en haar stakeholders zijn. Beide gremia zagen meer in AkzoNobel als zelfstandig bedrijf. Gelijktijdig met de afwijzing van het bod heeft AkzoNobel wereldkundig gemaakt dat zij de opties onderzoekt een van haar divisies, 'Speciality Chemicals', af te splitsen.

Dan roert Elliott zich; zij uit jegens de voorzitter van de RvC haar teleurstelling over de afwijzing om het gesprek met PPG aan te gaan. Elliott verzoekt het bestuur zich alsnog tot PPG te wenden om een deal te bespreken. Daarbij wijst Elliott bovendien op de nadelen en risico's van een proces van afsplitsing van de chemietak. Dat is een interessant gegeven, nu Elliott de onderneming juist wilde opsplitsen op het moment dat zij aandeelhouder werd. Met de komst van PPG heeft Elliott haar strategie gewijzigd; zij zet nu in op een overname door PPG.

#### 2.2 Het tweede bod

Op 20 maart 2017 verhoogt PPG haar bod naar € 90 (cum dividend). Zij doet hierbij tevens enkele beloftes ten aanzien van de werkgelegenheid en op het gebied van CSR. Reeds twee dagen later oordelen bestuur en RvC, wederom unaniem, tot afwijzing van het tweede bod. De huidige en toekomstige waarde van AkzoNobel komt volgens het bestuur en de RvC nog steeds onvoldoende tot uiting in het bod en bovendien zou het bod niet ingaan op de significante onzekerheden en risico's voor aandeelhouders en andere betrokkenen, waaronder mededingingsoverwegingen.

#### 2.3 Het Shareholders Request

De sfeer wordt grimmiger als Elliott en een aantal grootaandeelhouders op 10 april 2017 het bestuur en RvC verzoeken een buitengewone aandeelhoudersvergadering bijeen te roepen om de voorzitter van de RvC, de heer A. Burgmans,

<sup>1</sup> Mr. P. Holthuis is advocaat bij Cleber N.V. te Amsterdam.

te ontslaan (het 'Shareholders Request'). Het bestuur en de RvC zouden onvoldoende acht hebben geslagen op hun corporate governance verplichtingen jegens de aandeelhouders door een bespreking van het voorstel met PPG af te wijzen. Elliott c.s. houden Burgmans daarvoor verantwoordelijk en zien geen andere mogelijkheid dan zijn ontslag. Ondertussen lijkt het erop dat de strategie van Elliott nauw wordt afgestemd met die van PPG. Een dag na het Shareholders Request mailen medewerkers van Elliott met elkaar: "Also Wiktor – 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."

Ondertussen wijzen bestuur en RvC het verzoek tot het houden van een buitengewone aandeelhoudersvergadering af omdat deze vergadering volgens hen, kort gezegd, niet in het belang is van AkzoNobel en haar stakeholders.

#### 2.4 Het derde bod

Bij brief van 24 april 2017 heeft PPG een derde en laatste voorstel gedaan en haar bod verhoogd tot €96,75. In het voorstel wordt door PPG nader ingegaan op de bezwaren van AkzoNobel tegen de eerdere biedingen en toont zij zich bereid een aanzienlijke reverse break-up fee (€600 miljoen) overeen te komen (als de deal niet mocht doorgaan vanwege het ontbreken van de vereiste antitrust goedkeuringen). AkzoNobel houdt vast aan de door haar reeds ingezette koers: zij wijst het derde voorstel af en legt uit dat het voorstel niet in het belang is van AkzoNobel en al haar stakeholders en dat dit belang het beste gediend blijft met het beleid zoals uiteen is gezet (het eerder genoemde *stand alone* scenario).

Na deze derde afwijzing heeft Elliott zich gewend tot de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam. Elliott verzoekt de Ondernemingskamer om:

- een onderzoek ter zake de besluitvorming van het bestuur en de RvC betreffende de interesse van PPG en de afwijzing van het Shareholders Request;
- onmiddellijke voorzieningen die inhouden (i) AkzoNobel te bevelen zo snel mogelijk een bava bijeen te roepen met als agendapunt het ontslag van Burgmans als lid en voorzitter van de RvC; en (ii) een commissaris te benoemen die toezicht houdt op de gang van zaken betreffende de bava en dienaangaande een beslissende stem heeft.

Niet zozeer het onderzoek, dat maanden in beslag kan nemen, maar met name de onmiddellijke voorzieningen zijn cruciaal voor Elliott. PPG staat immers onder tijdsdruk. De Nederlandse biedingsregels verplichten PPG om binnen vier weken na de aankondiging van haar (eerste) bod (op 9 maart 2017) een update te geven: of PPG zet de biedingsprocedure door of ze ziet daarvan af en mag dan de komende 6 maanden ook geen nieuw bod meer uitbrengen. Als Elliott met het ontslag van Burgmans, althans de agendering daarvan, Burgmans onder druk weet te zetten en de gelederen binnen AkzoNobel weet te doorbreken, dan zouden de gesprekken met PPG mogelijk een andere wending kunnen nemen. Ter onderbouwing van haar verzoek klaagt Elliott dat AkzoNobel de voorstellen zorgvuldig had moeten over-

wegen met als richtsnoer het belang van de vennootschap en de belangen van alle stakeholders van AkzoNobel. AkzoNobel heeft volgens Elliott nooit de intentie gehad een voorstel van PPG serieus te overwegen. Voorts heeft Elliott aangevoerd dat AkzoNobel het verzoek tot het beleggen van de bava niet had mogen weigeren. De algemene vergadering heeft immers het recht haar opvattingen over het beleid van de vennootschap tot uitdrukking te brengen en de bestuurders en commissarissen te schorsen en ontslaan.

In het verweer stelt AkzoNobel dat zij een gezonde onderneming is met een op het Nederlandse stakeholder-model georiënteerde strategie. Voorts stelt AkzoNobel dat zij de voorstellen van PPG zorgvuldig heeft bestudeerd en besproken, maar dat zij deze niet in het belang van AkzoNobel en haar stakeholders heeft geacht. Verder is de weigering de bava bijeen te roepen volgens AkzoNobel geen reden om te twifelen aan een juist beleid. AkzoNobel stelt daartoe dat Elliott c.s. geen redelijk belang bij dit verzoek hebben nu het gericht is op het wijzigen van de strategie en dat Burgmans geen verwijt gemaakt kan worden.

#### 2.5 De Ondernemingskamer

De Ondernemingskamer heeft ter zitting van 22 mei 2017 uitsluitend de onmiddellijke voorzieningen behandeld. De Ondernemingskamer kan deze voorzieningen uitsluitend treffen, als daarvoor voldoende zwaarwegende redenen zijn en er, naar het voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer, gegronde redenen zijn om te twifelen aan een juist beleid of juiste gang van zaken. De Ondernemingskamer dient terughoudend om te gaan met de toewijzing van voorlopige voorzieningen. Gelet hierop, beperkt de Ondernemingskamer de zaak tot twee onderwerpen:

- (i) de wijze waarop AkzoNobel is gekomen tot afwijzing van de voorstellen van PPG (was AkzoNobel verplicht tot het voeren van inhoudelijke besprekingen?);
- (ii) de mate waarin AkzoNobel jegens haar aandeelhouders verantwoording heeft afgelegd en/of bereid is verantwoording af te leggen over die besluitvorming.

##### *Ad (i) De wijze waarop AkzoNobel is gekomen tot afwijzing van de voorstellen van PPG*

In het algemeen geldt dat het bestuur van een vennootschap aan de algemene vergadering verantwoording dient af te leggen over zijn beleid. Het bestuur van een vennootschap is echter, behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen, niet verplicht de algemene vergadering vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is (HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972 (*ABN AMRO*) en HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0978 (*ASMI*)).

Het bepalen van de reactie op de voorstellen van PPG behoort tot het primaat van het bestuur onder toezicht van de RvC. Het bestuur en de RvC kunnen volgens de Ondernemingskamer derhalve in beginsel volstaan met het achteraf afleggen van verantwoording aan de algemene vergadering over de ingenomen positie in reactie op de voorstellen van

PPG. De aandeelhouders kunnen geen aanspraak maken op voorafgaande zeggenschap.

De vervolgvraag is op welke wijze bestuur zijn positie dient te bepalen. Het is vaste jurisprudentie dat het bestuur zich bij het bepalen van de positie naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming dient te richten. Dit belang wordt vooral bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming (HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799, JOR 2014/90, m.nt. R.G.J. de Haan). Bij de vervulling van hun taak dienen bestuurders voorts, mede op grond van het bepaalde in art. 2:8 BW, zorgvuldigheid te betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken.

Bepaald relevant aan de beschikking van de Ondernemingskamer is dat zij oordeelt dat er geen algemene rechtsregel is die een doelvennootschap ertoe verplicht inhoudelijke besprekingen te voeren met een serieuze potentiële bidder die ongevraagd een serieus overnamevoorstel doet. Of inhoudelijke besprekingen geboden zijn hangt af van de omstandigheden van het geval. Op concrete voorbeelden hiervan kom ik later terug.

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

Aan de hand van deze gezichtspunten concludeert de Ondernemingskamer dat AkzoNobel geen zorgvuldigheidsnorm heeft geschonden door geen inhoudelijke gesprekken of onderhandelingen te voeren. Het bestuur en de RvC hebben samen met hun adviseurs vaak en intensief vergaderd over de voorstellen. De onderwerpen die toen zijn besproken wijzen erop dat AkzoNobel de voorstellen serieus en inhoudelijk heeft geanalyseerd. Niet is gebleken dat AkzoNobel onvoldoende oog zou hebben gehad voor de belangen van de aandeelhouders en andere stakeholders. Opgemerkt wordt dat de Ondernemingskamer (de juistheid van) de door het bestuur en de RvC gemaakte afwegingen niet beoordeelt, maar dat zij het beleid slechts marginaal toetst.

***Ad (ii) de mate waarin AkzoNobel jegens haar aandeelhouders verantwoording heeft afgelegd en/of bereid is verantwoording af te leggen over die besluitvorming.***

Onder deze noemer gaat de Ondernemingskamer eerst in op de afwijzing van AkzoNobel van het 'Shareholders Request'. De afwijzing van AkzoNobel op de voorstellen van PPG heeft telkens berust op unanieme besluitvorming

in zowel de raad van bestuur als de RvC en dit is ook duidelijk gecommuniceerd. Het ligt daarom volgens de Ondernemingskamer voor de hand dat het agenderen van het ontslag van Burgmans er feitelijk niet op gericht is het individuele functioneren ter discussie te stellen, maar bedoeld is als middel om AkzoNobel te bewegen tot onderhandelingen met PPG, gericht op een overname door PPG. Nu het aan het bestuur, onder toezicht van de RvC, is te beoordelen of en in hoeverre het wenselijk is over de strategie in overleg te treden met de aandeelhouders (HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (ASMI)), kan naar het voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer in de gegeven omstandigheden de afwijzing van het Shareholders Request niet worden aangemerkt als een gegronde reden om aan een juist beleid en juiste gang van zaken te twijfelen.

De vraag of AkzoNobel een bava had moeten beleggen om haar besluit tot afwijzing toe te lichten, laat de Ondernemingskamer onbeantwoord. Wel overweegt de Ondernemingskamer in algemene zin dat aandeelhouders het recht hebben op en belang hebben bij het afleggen van verantwoording door AkzoNobel van het door haar gevoerde beleid en de daaraan ten grondslag liggende gegevens en afwegingen. Slotsom is dat er onvoldoende aanleiding is tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen. Verdere beslissingen worden aangehouden.

### 3. Commentaar

Enkele van de belangrijkste thema's van ons vennootschapsrecht, waaronder de invulling van het vennootschappelijk belang en het krachtenveld tussen het bestuur en de aandeelhouders, worden in deze beschikking, in lijn met genoemde jurisprudentie, bevestigd. Daarbij toont de Ondernemingskamer, zoals ook eerder al in de TMG-zaak, begrip voor de lastige situatie waarin een bestuur komt te verkeren bij een vijandige bieding. Hoewel de Ondernemingskamer is aangesloten bij de staande jurisprudentie, kan uit deze beschikking wel een aantal lessen worden getrokken, die met name voor bestuurders (van zowel NV's als BV's) van belang zijn:

- (i) Er is geen algemene rechtsregel die een doelvennootschap verplicht besprekingen te voeren met een bidder die ongevraagd een overnamevoorstel doet. Voor de vraag of het bestuur gehouden is besprekingen te voeren zijn de volgende omstandigheden relevant:
  - a. de voorgestelde biedprijs;
  - b. de strategische bedoelingen van de potentiële bidder;
  - c. de inhoud van het voorstel;
  - d. in hoeverre de doelvennootschap de voorstellen kan beoordelen zonder besprekingen met de bidder en
  - e. het verloop van het overige contact tussen bidder en doelvennootschap.
- (ii) De Ondernemingskamer kiest voor het Rijnlandse model ter invulling van het vennootschappelijk belang en verwijst hierbij expliciet naar best practice principe 1.1 van de NCGC (lange termijn waardecreatie). Daarmee

wordt het Anglo-Amerikaanse (aandeelhouders)model resoluut afgewezen. Een belangrijke overweging van de Ondernemingskamer is dat het denkbaar is dat het bestuur besluit een voorstel van eenieder niet te steunen, terwijl aannemelijk is dat een stand alone scenario minder aandeelhouderswaarde genereert (op lange termijn) dan het overnamevoorstel (op korte termijn).

- (iii) De strategie is voorbehouden aan het bestuur: ieder agendaverzoek van een aandeelhouder, dat, al dan niet verkapt, ziet op de strategie van de vennootschap kan het bestuur in beginsel (gemotiveerd) naast zich neerleggen nu het bepalen van de strategie van de vennootschap een aangelegenheid is van het bestuur. Bovendien is het aan het bestuur, onder toezicht van de RvC, te beoordelen of het wenselijk is over de strategie in overleg te treden met de aandeelhouders. Overigens zal, naar verwachting, de Hoge Raad zich in de *Fugro*-zaak nog uitlaten over het agenderen door aandeelhouders van 'strategische onderwerpen'.

#### 4. The aftermath

Na de uitspraak heeft PPG, ingevolge de biedingsregels, op 1 juni 2017 een persbericht uitgebracht dat zij haar derde voorstel heeft ingetrokken en geen openbaar bod zal uitbrengen. Zij mag nu gedurende zes maanden geen nieuwe overnamepoging doen.

Elliott liet het er niet bij zitten. Op 7 juli 2017 heeft zij samen met enkele andere aandeelhouders de voorzieningenrechter verzocht om een machtiging tot bijeenroeping van een algemene vergadering met als agendapunt het ontslag van Burgmans. Dit verzoek is (ook) afgewezen nu Elliott c.s. op de zaken vooruit liepen: op een ten tijde van het verzoek reeds door AkzoNobel op 8 september 2017 uitgeroepen bava zou een toelichting op het toezicht van de RvC op het beleid van het bestuur en de discussie met de aandeelhouders aan de orde zijn.

Bij AkzoNobel is op 19 juli 2017 CEO, de heer T. Büchner terug getreden vanwege gezondheidsredenen. De heer T. Vanlancker heeft hem opgevolgd. Voorts is ook CFO, de heer Castella, met ziekteverlof. Burgmans heeft te kennen gegeven dat hij van plan is om, los van "buitengewone omstandigheden", terug te treden na afloop van zijn derde termijn in april 2018.

Mede door de onderhavige zaak en het ongevraagde bod van Kraft Heinz op Unilever, is de politiek zich met deze kwestie gaan bemoeien. In lijn met de suggestie van de heer J. Hommen, die een wettelijke bedenktijd, soort een adem-pauze voor het bestuur had geopperd, sorteert de minister van economische zaken voor op een bedenktijd, waardoor een doelvennootschap niet gedwongen moet kunnen worden om mee te werken aan handelingen die haaks staan op de 'reden waarom zij zich genoodzaakt zag de wettelijke bedenktijd in te roepen' (hierbij kan m.i. gedacht worden aan het verzoek van Elliott om het ontslag van de heer Burgmans te agenderen). Daarbij merkt de minister op dat het inroepen van de wettelijke bedenktijd het proces van een openbaar overnamebod niet kan vertragen of blokkeren.

Het is naar mijn idee overigens de vraag of nieuwe regels nodig zijn, gelet op het huidige arsenaal (dual-class/non-voting shares/de 'beschermingsstichting'/responstijd NCGC). Daarbij merk ik wel op dat, voor zover niet reeds is geschied, het niet eenvoudig zal zijn de algemene vergadering te laten instemmen met het alsnog invoeren van beschermingsconstructies. Aandeelhouders die een bod willen aanvaarden, zullen immers niet snel voor extra defensie stemmen. Voorts doet het initiatief van de minister wat protectionistisch aan. Men uit zorgen over overnames door buitenlandse partijen van Nederlandse beursvennootschappen, maar gaat er naar mijn idee aan voorbij dat diezelfde vennootschappen in het verleden met succes op overnamepad zijn gegaan in het buitenland. Ik noem de fusie tussen het Nederlandse Akzo en het Zweedse Nobel (1994) en de overname door AkzoNobel van het Britse ICI (2007).

Tot slot. Op 16 augustus 2017 werd bekend dat AkzoNobel en haar belager Elliott een wapenstilstand hebben gesloten. Alle procedures worden voor ten minste drie maanden opgeschort. Ook steunt Elliott de benoeming van de heer Vanlancker als opvolger van de heer Buchner. Verder zal AkzoNobel drie nieuwe personen in de RvC benoemen. Twee daarvan hebben geen relatie met Elliott. Een derde persoon wordt later voorgedragen in overleg met de grootaandeelhouders van AkzoNobel, waaronder Elliott. En de heer Burgmans? Van hem was al bekend dat hij in april 2018 zal aftreden (behoudens 'bijzondere omstandigheden'). Het is niet ondenkbaar dat ook PPG zich dan weer zal roeren. Kortom, hoewel AkzoNobel twee mooie overwinningen in de rechtszaal heeft behaald, heeft *hedger fund* Elliott haar invloed doen gelden en binnen AkzoNobel het nastreven van aandeelhouderswaarde hoger op de agenda laten zetten.