

## De strijd om Stork\*

### Inleiding

Het stormt bij Stork. Op dit moment bestaat het beursgenoteerde conglomeraat uit drie divisies: Food Systems, Aerospace and Technical Services. Dit zal echter niet lang meer duren als het aan de hedgefonds<sup>1</sup> Centaurus en Paulson ligt, die samen een meerderheid in de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA) van Stork vertegenwoordigen. Volgens de hedgefonds staat Stork strategisch al jaren stil. Bij een gewijzigde strategie zouden er in de drie divisies synergievoordelen kunnen worden behaald en zou zo de verborgen waarde van het aandeel Stork kunnen worden ontsloten. Het aandeel zou 10 tot 20 euro meer waard kunnen zijn dan de huidige beurskoers. Om die reden willen de hedgefonds dat Stork zich *per direct* uitsluitend zal richten op vliegtuigenbouwer Aerospace. Het bestuur en de raad van commissarissen (RvC) menen dat de hedgefonds alleen uit zijn op hun eigen gewin op de korte termijn. Sjoerd Vollebregt (CEO Stork) zou volgens het management de gelegenheid moeten krijgen de drie divisies verder te versterken, zodat deze over *drie tot vijf jaar* tegen een hogere prijs kunnen worden verkocht. Het management baseert zich hierbij op een onderzoek naar de eventuele delisting of opsplitsing van Stork dat Booz Allen en KPMG in zijn opdracht hebben verricht (kosten 17 miljoen euro!). Een derde belangrijke speler, de vakbonden, staat op zijn achterste benen. Zij vrezen dat splitsing van Stork zal leiden tot een groot verlies van banen.<sup>2</sup>

Stork heeft op verzoek van de hedgefonds op 12 oktober 2006 een bijzondere aandeelhoudersvergadering (BAVA) belegd. Centaurus en Paulson hebben in deze BAVA hun splitsingsstrategie voorgelegd. Uiteindelijk stemde 86,5% van het vertegenwoordigd kapitaal (42% van het geplaatst kapitaal) voor opsplitsing van Stork. De voorstemmers bestonden waarschijnlijk uit Centaurus, Paulson en het IJlandse Marel. Hoewel het bestuur van Stork er in de oproepingsadvertentie nadrukkelijk op heeft gewezen dat de stemming tijdens de BAVA niet bindend zou zijn,<sup>3</sup> heeft Vollebregt het publiek naar aanleiding van de stemming niettemin bericht dat Stork momenteel onderzoekt of de hedgefonds nieuwe argumenten hebben aangedragen. Zo niet, dan lijkt Stork de huidige beleidslijn voort te willen zetten.<sup>4</sup>

\* Met dank aan A.D. Josephus Jitta voor zijn bijdrage aan dit artikel.

1. Zie over hedgefonds R.H. Maatman & G.T.M.J. Raaijmakers, *Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?*, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 257-262.
2. Iedereen op weg naar Stork, *Het Financieele Dagblad* 12 oktober 2006.
3. Zie ook [www.stork.nl](http://www.stork.nl) voor meer informatie hierover (bijvoorbeeld: de presentatie van de hedgefonds op de BAVA van 12 oktober 2006, de speech van Sjoerd Vollebregt, de agenda en de oproepadvertentie).
4. Hedge Funds regeren vergadering Stork, *Het Financieele Dagblad* 13 oktober 2006.

De machtsstrijd binnen Stork roept de (aloude) vraag op in hoeverre een AVA bevoegd is om het beleid van de vennootschap te bepalen. Teneinde deze vraag te beantwoorden zal ik eerst de taken en bevoegdheden van het bestuur, de RvC en AVA bespreken in het licht van de relevante wetgeving en jurisprudentie. Hierbij is van belang dat op Stork een volledig structuurregime van toepassing is (art. 2:158 tot en met 2:164 BW<sup>5</sup>).

### Bevoegdheden van het bestuur en de commissarissen

Het bestuur is belast met het besturen van de vennootschap, behoudens statutaire beperkingen (art. 2:129 BW).<sup>6</sup> In het Forumbank-arrest heeft de Hoge Raad overwogen dat het bestuur autonoom is in de uitoefening van zijn bestuurs-taak. De AVA is derhalve niet bevoegd om het bestuur (concrete) instructies te geven.<sup>7</sup>

De RvC heeft tot taak toezicht te houden op het beleid en de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (art. 2:140 BW). Commissarissen hebben aldus te waken over het functioneren, de kwaliteit en de continuïteit van het bestuur. Hierbij speelt mede een rol of de algemene vergadering en ondernemingsraad in hun relatie tot het bestuur naar behoren (kunnen) functioneren, en dat de daarvoor geldende procedures in acht worden genomen.<sup>8</sup>

Bestuurders en commissarissen hebben geen vrijbrief om te handelen naar eigen goeddunken, maar dienen hun taken uit te oefenen volgens het vennootschappelijk belang.<sup>9</sup> Dit uitgangspunt bij het besturen van een vennootschap wordt het 'Rijnlandmodel' of stakeholdersmodel genoemd. De Code Tabaksblat<sup>10</sup> verwoordt het Rijnlandmodel aldus:

'(...) de vennootschap [is] een lange termijn samenwerkingsverband van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. (...) Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen, door-

5. Sinds 1 oktober 2004 geldt in Nederland een herziene regeling betreffende het structuurregime. Kamerstukken 2001/02, 28 179.
6. Zie Asser/Maeijer 2-III, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2000, nr. 291.
7. HR 21 januari 1955, NJ 1959, 43 m.nt. H.B. (Forumbank).
8. Asser/Maeijer 2-III, 2000, nr. 341.
9. F.J.P. van den Ingh, *De bevelstructuur in de vennootschap*, in: J.M.M. Maeijer, H.M.N. Schonis, F.J.P. van den Ingh, G. van Solinge & M. van Olffen (red.), *Concernverhoudingen, serie vanwege het Van der Heijden Instituut*, Deventer: Kluwer 2002, p. 16. Mijns inziens zijn commissarissen bij de uitoefening van hun toezichthoudende taak in beginsel gebonden aan hetzelfde vennootschappelijk belang als de bestuurders bij het uitoefenen van hun besturende taak. Dit blijkt immers uit de Code Tabaksblat en de wetsgeschiedenis bij de totstandkoming van het nieuwe structuurregime, Kamerstukken 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 4.
10. Commissie Corporate Governance, 'De Nederlandse Corporate Governance Code', 9 december 2003, zie [www.commissiecorporate-governance.nl](http://www.commissiecorporate-governance.nl). De Code Tabaksblat, p. 3.

gaans gericht op de continuïteit van de onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.<sup>11</sup>

Bestuurders en commissarissen dienen alle belangen van bij de vennootschap betrokken personen, zoals aandeelhouders, andere kapitaalverschaffers en werknemers, mee te wegen bij hun taakvervulling. De jurisprudentie, de Code Tabaksblat en de literatuur bevestigen dat ook het belang van de aandeelhouders een prominente rol moet spelen in deze afweging.<sup>12</sup>

Het bestuur geniet een zekere vrijheid om te beslissen wat in het belang van de vennootschap is en hoe dit belang het best gediend kan worden. Een bestuurder heeft in beginsel het recht om een eigen afweging te maken tussen de wisselende en vaak tegengestelde deelbelangen van betrokkenen.<sup>13</sup> Mijns inziens zal er slechts sprake zijn van een 'onjuiste' afweging wanneer het vennootschappelijk belang op onevenredige wijze wordt geschaad.<sup>14</sup> De Ondernemingskamer respecteert deze vrijheid door in enquête-procedures slechts marginaal te toetsen of het bestuur zijn taken uitgeoefend heeft volgens het vennootschappelijk belang.<sup>15</sup>

### Bevoegdheden van de AVA

Aan de AVA behoren, binnen door de wet en statuten gestelde grenzen, alle bevoegdheden die niet aan het bestuur of anderen zijn toegekend. In een structuurvennootschap is een deel van deze bevoegdheden naar de (verplichte) RvC verschoven. De AVA van een structuurvennootschap komt dus slechts een beperkt aantal bevoegdheden toe, waaronder:

- *de benoeming van de leden van de RvC na voordracht door de RvC (art. 2:158 BW)*. De AVA kan dus niet zelf een kandidaat ter stemming voordragen.<sup>16</sup>
- *het ontslag van de gehele RvC*. De AVA kan het vertrouwen in de gehele RvC opzeggen met een gewone meerderheid van de uitgebrachte stemmen vertegenwoordigend ten minste een derde van het geplaatste

kapitaal (art. 2:161a BW). De quorum-eis dient ter voorkoming van misbruik van het ontslagrecht door de RvC onevenredig onder druk te zetten door een klein deel van de kapitaalverschaffers die op een BAVA toevallig een meerderheid hebben.<sup>17</sup> Het besluit dient met redenen omkleed te zijn, maar de wet bevat geen beperking van de gronden waarop een dergelijk besluit kan rusten (het ontslag van de RvC wordt door de wetgever overigens wel als 'ultimum remedium' beschouwd.<sup>18</sup>) Na ontslag van de RvC stelt de Ondernemingskamer tijdelijk één of meer commissarissen aan die op hun beurt nieuwe commissarissen ter benoeming aan de AVA voordragen op grond van artikel 2:158 BW. De AVA heeft niet de bevoegdheid een individuele commissaris te ontslaan.<sup>19</sup>

- *het recht om belangrijke besluiten en wijzigingen van het beleid goed dan wel af te keuren (art. 2:107a BW)*.

Voor aandeelhouders geldt, anders dan voor bestuurders en RvC, geen rechtstreekse gebondenheid aan het vennootschappelijk belang.<sup>20</sup> Een aandeelhouder mag zijn bevoegdheden uitoefenen in zijn eigen belang voor zover dit niet in strijd komt met de redelijkheid en billijkheid uit artikel 2:8 BW. Van den Ingh en Slagter zijn van mening dat de ondergrens van toelaatbaar handelen voor de aandeelhouder is gelegen in het toebrengen van schade aan het belang van de vennootschap en/of dat van de andere aandeelhouders.<sup>21</sup>

### De macht binnen de vennootschap

In het Nederlandse model bestaat een spanningsveld tussen de bevoegdheden van het bestuur enerzijds en de AVA anderzijds. De wetgever heeft geen uitspraak gedaan over wie de uiteindelijke machthebber in de vennootschap is.<sup>22</sup> De wetgever meende kennelijk dat leemtes die hierdoor ontstaan, door de rechtspraak kunnen worden ingevuld met behulp van de (open) norm van artikel 2:8 BW. In het HBG-arrest lijkt de Hoge Raad het pleit betreffende de machtsverhouding binnen de vennootschap te hebben beslecht ten nadele van de AVA.<sup>23</sup>

11. Het Rijnlandmodel kan tegenover het Angelsaksische model (ook wel het shareholdersmodel) worden geplaatst. Het Angelsaksische model gaat uit van de aandeelhouders en niet van de stakeholders. Het verschil tussen beide modellen wordt wel omschreven als het onderscheid tussen een streven naar continuïteit en marktaandeel enerzijds en naar winstmaximalisatie anderzijds. Zie ook R.H. Maatman, *Tabaksblat en de botsende doelstellingen*, *Ondernemingsrecht* 2004, p. 116-120.

12. Asser/Maeijer 2-III, 2000, nr. 293 en A.F. Verdam, *Vennootschappelijk belang: op de korte termijn?*, *NTBR* 2006, p. 201. Zie ook de Code Tabaksblat, p. 3.

13. H.J.M.N. Honée, *Commissarissen, gezanten uit niemandsland?*, *De NV* 1996, p. 283.

14. Hof Amsterdam (OK) 13 maart 2003, *JOR* 2003, 85 m.nt. Van den Ingh (Corus).

15. Asser/Maeijer 2-III, 2000, nr. 534.

16. C.J. Groffen, C.W. de Monchy & J.D.M. Schoonbrood, *De nieuwe structuurwet. Nadere toelichting*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2004, p. 5.

17. Zie Kamerstukken II 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 39.

18. Zie Kamerstukken II 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 39.

19. Groffen, De Monchy & Schoonbrood 2004, p. 6. Zie ook G.N.H. Kemperink, *Enige opmerkingen over de vertrouwensbreuk tussen AVA en RvC bij structuurvennootschappen en de rol van de rechter daarin*, *Ondernemingsrecht* 2004, p. 585-587.

20. Verdam 2006, p. 201.

21. Van den Ingh 2002, p. 17 en 20 en W.J. Slagter, *Een bedreiging voor de continuïteit van de vennootschap*, *NJB* 2006, p. 999-1002. Anders: zie Pres. Rb. Arnhem 28 december 1987, *KG* 1988, 37 (Amstelland).

22. Dit wordt ook onderkend door mr. M. Tabaksblat in zijn speech ter gelegenheid van het Eumedion-symposium, 'Aandeelhoudersactivisme en de gevolgen hiervan voor het Nederlandse bestuursmodel', 18 oktober 2006, p. 8.

23. HR 21 februari 2003, *JOR* 2003, 57 m.nt. Nieuwe Weme.

HBG had een onderhands vijandig overnamebod van Boskalis op haar baggerdivisie afgeslagen en had besloten haar baggerdivisie samen te laten gaan met de baggerdivisie van Ballast Nedam. Het bestuur van HBG heeft zijn aandeelhouders hierover wel geïnformeerd, maar de afwijzing van het bod niet ter goedkeuring aan de AVA voorgelegd. De afwijzing van het bod en het besluit zich via een joint venture te blijven concentreren op de baggeractiviteiten waren juist een bevestiging van het bestaande beleid en hoefden daarom niet te worden voorgelegd, aldus het bestuur.

De Ondernemingskamer concludeert dat er sprake is van wanbeleid, omdat het bestuur heeft nagelaten de AVA voorafgaand aan de besluitvorming te consulteren.<sup>24</sup>

De Hoge Raad casseert de uitspraak van de Ondernemingskamer na als volgt te hebben overwogen:

‘(...) evenals de Advocaat-Generaal komt de Hoge Raad tot de slotsom dat noch in de huidige wettelijke regeling, noch in de thans bekende voorstellen tot wijziging daarvan, noch in de in Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance, voldoende steun is te vinden voor de door de OK aanvaarde rechtsregel. (...) Daarbij is in aanmerking te nemen dat afwijzing van een dergelijk bod in de regel meebrengt dat in de wezenlijke kenmerken van de vennootschap en in het profiel van de daaraan verbonden onderneming geen verandering wordt gebracht, laat staan een wijziging van zo ingrijpende aard dat instemming vooraf of goedkeuring achteraf van de algemene vergadering van aandeelhouders vereist zou zijn.’<sup>25</sup>

De Hoge Raad heeft in HBG expliciet overwogen dat de AVA geen consultatierecht heeft in het geval dat het bestuur het bestaande beleid van de vennootschap niet wijzigt, maar bevestigt. Een afwijzing van een wijziging van het beleid ligt dus binnen de bevoegdheid van het bestuur.

### Beoordeling machtsstrijd binnen Stork

Nu terug naar Stork. Uit de aangehaalde jurisprudentie (Forumbank en HBG) blijkt dat uitsluitend het bestuur bevoegd is om het beleid van de onderneming (ongewijzigd) te handhaven. De AVA komt hier niet aan te pas. Als het management van Stork blijft bij het eerdere besluit tot afwijzing van de splitsingsstrategie, brengt dit geen verandering van beleid mee. Het bestuur bevestigt immers alleen de bestaande drie-divisie-strategie. Indien de lijn van de Hoge Raad in HBG gevolgd wordt, heeft de AVA geen consultatierecht. Als aan de AVA het mindere (consultatie) niet is toegestaan, dan moet mijns inziens daaruit worden afge-

leid dat het meerdere (de zelfstandige bepaling van het beleid door de aandeelhouders) eveneens uitgesloten is.<sup>26</sup>

Daarbij verdient het opmerking dat de hedgefonds proberen in een relatief korte periode ingrijpende veranderingen in de vennootschap af te dwingen (afstoting van kernactiviteiten van de onderneming) die op korte termijn een groot rendement opleveren aan de aandeelhouder. De Code Tabaksblat daarentegen stelt ‘het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn’ voorop, waarbij bovendien ook de belangen van de minderheidsaandeelhouders en de werknemers dienen mee te wegen. Het is niet onwaarschijnlijk dat deze strategie ten koste gaat van de werknemers<sup>27</sup> en de overige aandeelhouders. Naar mijn mening kan het afdwingen van deze strategie in strijd komen met de redelijkheid en billijkheid, wanneer de belangen van de vennootschap, werknemers en overige aandeelhouders daadwerkelijk onevenredig worden geschaad. Een en ander geldt temeer daar de onenigheid tussen Stork en de hedgefonds slechts gaat over de tijdsperiode waarbinnen Stork opgesplitst dient te worden.

### Acties

De uiteindelijke zeggenschap binnen de vennootschap over het beleid ligt dus bij het bestuur. Dit betekent niet dat de hedgefonds machteloos zijn. De hedgefonds kunnen onder meer de volgende acties ondernemen teneinde (meer) zeggenschap te verkrijgen, althans de huidige impasse te doorbreken:

- *ontslag van de RvC*. Uitgangspunt is immers dat de commissarissen hun taak alleen goed kunnen vervullen als zij de steun en het vertrouwen van de aandeelhouders genieten.<sup>28</sup> Een hernieuwde belangenafweging van het beleid van het bestuur door een nieuwe RvC komt mij niet onredelijk voor, temeer daar de hedgefonds geen andere middelen ten dienste staan, zoals ontslag van het bestuur. Uitoefening van deze bevoegdheid leidt naar mijn mening dus niet tot strijd met de redelijkheid en billijkheid. Dit kan anders worden indien de hedgefonds besluiten om ook een nieuwe weigerachtige RvC te ontslaan.<sup>29</sup>
- *een verzoek om enquête bij de Ondernemingskamer*. Deze weg lijkt overigens weinig kansrijk, aangezien de Ondernemingskamer het beleid van het bestuur slechts marginaal kan toetsen en er uitgebreid onderzoek gedaan is

26. De herziening van de structuurregeling (inclusief art. 2:107a BW) doet aan deze conclusie niet af, aangezien de Hoge Raad deze herziening expliciet heeft meegenomen in zijn overwegingen (‘noch in de thans bekende voorstellen tot wijziging [van de huidige wettelijke regeling]’). De advocaat-generaal haalt in zijn conclusie de wijziging van de structuurregeling uitgebreid aan om aan te geven dat in een situatie waarin een bod wordt afgewezen, er geen consultatie/goedkeuringsverplichting is of komt.

27. Verdam 2006, p. 201.

28. MvA, Kamerstukken II 2001/02, 28 179, p. 21. Zie Groffen, De Monchy & Schoonbrood 2004, p. 35 en Kemperink 2004, p. 225.

29. Niet zijnde de commissarissen, benoemd door de Ondernemingskamer (dat kan namelijk niet, zie art. 2:161a lid 1 BW), maar de daaropvolgende commissarissen.

24. Hof Amsterdam (OK) 21 januari 2002, JOR 2002, 28. Zie r.o. 3.46. 25. R.o. 6.4.2.

naar de huidige mogelijkheden voor splitsing. Het verdient hierbij bovendien opmerking dat het ontslag van de RvC door de AVA onder omstandigheden in een enquête-procedure wél gegronde redenen om aan een juist beleid te twifelen kan opleveren, te weten als de AVA (lees: hedgefonds) – ondanks dat er goed en verantwoord beleid wordt gevoerd door het bestuur – een leiderschaps-crisis forceert (en daarmee de vennootschap lam legt).

- *het uitbrengen van een openbaar bod op de overige aandelen door middel van een nieuw op te richten vennootschap waarop een gemitigeerd structuurregime van toepassing is.* Op grond van artikel 2:153 lid 3 onder a BW wordt Stork in dat geval als afhankelijke maatschappij vrijgesteld van het structuurregime en krijgen de hedgefonds meer ruimte om hun eigen strategie door te voeren (bijvoorbeeld door eigen bestuurders te benoemen).

Stork zelf is ook niet geheel machteloos. Het bestuur van Stork kan onder meer de volgende acties (tegen de hedgefonds) ondernemen:<sup>30</sup>

- *het uitlokken van een enquête.* Het bestuur van Stork kan bij overeenkomst het recht tot het verzoeken om een enquête aan de ondernemingsraad of een onafhankelijke stichting toekennen (art. 2:346 onder c BW).<sup>31</sup> Betoogd kan worden dat de hedgefonds met hun aandeelhoudersactivisme het functioneren van de organen binnen Stork onmogelijk maken. Dit zou gegronde redenen kunnen opleveren om aan een juist beleid te twifelen (art. 2:350 BW).
- *het uitgeven van preferente aandelen teneinde de zeggenschap van de hedgefonds te beperken.* De statuten van Stork bieden de mogelijkheid om deze beschermingswal op te werpen. De Hoge Raad heeft geoordeeld dat beschermingsconstructies die tijdelijk van aard zijn, in beginsel geoorloofd zijn.<sup>32</sup>

Hoewel beide kampen dus over voldoende wapens beschikken om tegen elkaar ten strijde te trekken, zou ik willen benadrukken dat het voornaamste geschilpunt tussen de hedgefonds en Stork alleen de termijn betreft waarop splitsing zal plaatsvinden. Het lijkt op dit moment in ieders belang om vorengenoemde acties achterwege te laten en tot een compromis te komen.

*Mr. M.H.C. Sinninghe Damsté  
Loyens & Loeff*

30. Ook interessant is dat het bestuur van Stork op 4 oktober 2006 de rechtbank te Amsterdam heeft verzocht om een voorlopig getuigenverhoor. Het verzoekschrift staat op [www.stork.nl](http://www.stork.nl). Met het getuigenverhoor wil Stork onderzoeken of Centaurus en Paulson de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996 hebben overtreden door zich niet tijdig gezamenlijk aan te melden.

31. Zie ook Hof Amsterdam (OK) 5 oktober 2005 JOR, 2005, 296 (Smit Transformatoren) en Hof Amsterdam (OK) 1 maart 2005, JOR 2005, 87 m.nt. (M.W.) Josephus Jitta (SKON).

32. Zie HR 18 april 2003, NJ 2003, 386 m.nt. Ma (Rodamco North America N.V.).