

# EUR Research Information Portal

## Eigen belang versus vennootschappelijk belang

**Published in:**  
Eindeloos getob

**Publication status and date:**  
Published: 01/01/2022

**Document Version**  
Publisher's PDF, also known as Version of record

**Document License/Available under:**  
Article 25fa Dutch Copyright Act

**Citation for the published version (APA):**  
van Dort, H. (2022). Eigen belang versus vennootschappelijk belang. In *Eindeloos getob: Liber amicorum Kid Schwarz* (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht ed., Vol. 125, pp. 459-467). Wolters Kluwer.  
[https://new.navigators.nl/document/id84be4ab707b74714a3928adb7e3840a3?ctx=WKNL\\_CSL\\_3023](https://new.navigators.nl/document/id84be4ab707b74714a3928adb7e3840a3?ctx=WKNL_CSL_3023)  
[Link to publication on the EUR Research Information Portal](#)

### Terms and Conditions of Use

Except as permitted by the applicable copyright law, you may not reproduce or make this material available to any third party without the prior written permission from the copyright holder(s). Copyright law allows the following uses of this material without prior permission:

- you may download, save and print a copy of this material for your personal use only;
- you may share the EUR portal link to this material.

In case the material is published with an open access license (e.g. a Creative Commons (CC) license), other uses may be allowed. Please check the terms and conditions of the specific license.

### Take-down policy

If you believe that this material infringes your copyright and/or any other intellectual property rights, you may request its removal by contacting us at the following email address: [openaccess.library@eur.nl](mailto:openaccess.library@eur.nl). Please provide us with all the relevant information, including the reasons why you believe any of your rights have been infringed. In case of a legitimate complaint, we will make the material inaccessible and/or remove it from the website.

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/28

## 28 Eigen belang versus vennootschappelijk belang

prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. H.M. Vletter-van Dort
JCDI	JCDI:ADS644240:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

28.1 Inleiding  
28.2 Soorten deelbelangen en soorten onderneming  
28.3 Voor de beursvennootschap relevante deelbelangen  
28.4 Enkele praktijkvoorbeelden  
28.5 De grenzen van het vennootschappelijk belang  
28.6 Conclusie  
28.7 Tot besluit

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/28.1

### 28.1 Inleiding

prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. H.M. Vletter-van Dort
JCDI	JCDI:ADS644411:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Dear Kid, op 23 februari 2018 sprak jij jouw inaugurele rede uit in Rotterdam. Een rede die is gepubliceerd als deel 45 in de fraaie reeks 'Erasmus Law Lectures'. <sup>[1]</sup> Jij noemt jouw rede een opstel. Nu moet ik bij die term altijd aan de lagere school denken, maar dat is ten onrechte, want jouw opstel over de impact van het vennootschappelijk belang overstijgt het basisschool niveau ruimschoots. Toch heb ik Van Dale geraadpleegd. Die definieert opstel als 'een korte geschreven verhandeling', hetgeen met zich brengt dat jij jouw rede met recht een opstel noemt. Ik heb ervoor gekozen om mijn bijdrage aan jouw afscheidsbundel in de vorm van een vlugschrift te schrijven. Een vlugschrift is, aldus wederom Van Dale 'een beknopt geschrift over een actueel onderwerp'. De eerlijkheid gebiedt te zeggen dat ik voor deze vorm kies - en dan met name voor het element 'beknopt' - omdat ik mij al geruime tijd in een situatie bevind waarin ik als voorzitter van een raad van commissarissen ('RvC') van een beursgenoteerde onderneming word gedwongen mij telkenmale af te vragen wat nu precies wel of niet in het belang is van de vennootschap en of er een stakeholderbelang is dat dient te prevaleren. De omstandigheid dat ik mij op het moment van het schrijven van dit vlugschrift in deze situatie bevind,<sup>[2]</sup> betekent wel dat ook aan het element 'actueel onderwerp' wordt voldaan.

#### Voetnoten

[1] C.A. Schwarz 'De impact van het vennootschappelijk belang: machtsverhoudingen, verantwoordelijkheid

[2] December 2021.

---

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/28.2

## 28.2 Soorten deelbelangen en soorten onderneming

prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. H.M. Vletter-van Dort
JCDI	JCDI:ADS644232:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

De wet bepaalt dat bestuurders zich bij de vervulling van hun taak richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.<sup>[1]</sup> Op de RvC rust dezelfde plicht.<sup>[2]</sup> Algemeen wordt aanvaard dat het vennootschappelijk belang een verzameling deelbelangen is. Jij gaat in jouw inaugurele rede in op de verschillende categorieën deelbelangen en analyseert welke actiemogelijkheden die belanghebbenden, in theorie, hebben om hun invloed bestuurlijk af te dwingen. Zulks omdat de slagkracht van belanghebbenden tot beïnvloeding van het vennootschappelijk beleid van invloed is op de weging van die deelbelangen door het bestuur.<sup>[3]</sup> Jij onderscheidt vervolgens drie kringen van belanghebbenden die bij de vennootschap zijn betrokken en drie categorieën vennootschappen. Deze laatste drie zijn, (A) het kleinbedrijf dat in meerderheid bestaat uit eenpersoonsvennootschappen, (B) het (middel)grootbedrijf dat een belangrijke rol speelt in de regio als werkgever hetgeen met zich brengt dat het bestuur, in vergelijking tot het kleinbedrijf, rekening moet houden met een grotere kring van belanghebbenden, en (C) de beursvennootschap. Ten aanzien van het kleinbedrijf, dat gemiddeld genomen in handen is van één aandeelhouder en daardoor een grote aandeelhoudersbetrokkenheid kent, constateer jij dat het aandeelhoudersbelang over het algemeen samenvalt met het vennootschappelijk belang. Bij het middelgrootbedrijf constateer jij een diffuus beeld met name ten aanzien van het aandeelhoudersbelang. Afhankelijk van de bestuurlijke betrokkenheid van aandeelhouders zal het vennootschappelijk belang in meerdere of mindere mate samenvallen met het vennootschappelijk belang. Ten aanzien van de derde categorie, de beursvennootschap, stel jij dat de benadering van het vennootschappelijk belang op een andere leest is geschoeid en dat dit samenhangt met de 'stevigere positie van het management in relatie tot de op afstand staande aandeelhouders'.<sup>[4]</sup>

Het past niet bij de aard van een vlugschrift om jouw analyse volledig te bespreken. Ik beperk mij daarom tot jouw beschouwingen over de beursvennootschap.

---

### Voetnoten

[1] Art. 2:129 lid 5 BW.

[2] Art. 2:140 lid 2 BW.

[3] Inaugurele rede, p. 25.

[4] Inaugurele rede, p. 52.

## 28.3 Voor de beursvennootschap relevante deelbelangen

prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. H.M. Vletter-van Dort
JCDI	JCDI:ADS644233:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Volgens jou ligt het centrum van de macht bij de beursvennootschap veelal bij bestuur en RvC. Dat heeft volgens jou te maken met onder meer desinteresse in uitoefening van zeggensmacht door aandeelhouders, die geen vennootschappelijke betrokkenheid voelen, maar slechts belegger zijn. Dit leidt ertoe dat de aandeelhoudersvergadering een wispelturig orgaan is. 'Dit type aandeelhouder zal steeds op een aantrekkelijk bod ingaan.'<sup>[1]</sup> Deze houding gevoegd bij 'lage opkomstpercentages'<sup>[2]</sup> brengen het gevaar met zich dat de macht ligt bij een rekenkundige minderheid. Voeg daarbij het agenderingsrecht en het recht om belangrijke besluiten goed te keuren en dan heb je in de praktijk een 'explosief mengsel'. Jij beschrijft dat een en ander ertoe leidt dat allerhande constructies worden bedacht om de macht van de algemene vergadering te beperken. Daarnaast merk jij op dat niet uit het oog moet worden verloren dat de in de onderneming te voeren strategie uitdrukkelijk ligt bij het bestuur, onder directe betrokkenheid van de RvC.<sup>[3]</sup> Dit leidt tot de volgende conclusie: 'Bij beursvennootschappen, waarin vennootschappelijk betrokken langetermijnaandeelhouders niet de standaard vormen, loopt het vennootschappelijk belang niet parallel met het aandeelhoudersbelang. (...) Deze kortetermijnfocus staat eigenlijk haaks op het vennootschappelijk belang bestaande uit de bestendig succesvolle voortgang van de onderneming. Dit brengt met zich dat het bestuur zich hier niet richt op het aandeelhoudersbelang, nu dit slechts één van de deelbelangen - en in theorie zelfs niet het belangrijkste - binnen het spectrum van bestuurlijk af te wegen deelbelangen vormt.'<sup>[4]</sup> Jij vindt dat bij beursvennootschappen met een activistisch aandeelhoudersbestand, het bestuur met name ook de belangen van andere aandeelhouders moet meewegen en dat bij de weging van de deelbelangen een belangrijk accent ligt op de maatschappelijke verantwoordelijkheid van de vennootschap in brede zin. Jij verwijst ter onderbouwing van deze conclusie naar onder meer pagina 8 van de Corporate Governance Code<sup>[5]</sup> alsmede naar de Cancun-beschikking van de Hoge Raad.<sup>[6]</sup> Jij sluit jouw beschouwing over de benadering van het vennootschappelijk belang bij de beursvennootschap af met de opmerking het interessant te vinden dat besturen van dit type vennootschappen regelmatig wordt verweten de oren te veel te laten hangen naar de wensen van de aandeelhouders en dan met name activistische aandeelhouders die de wettelijke mogelijkheden die bedoeld waren om risicodragendkapitaalverschaffers weer grootschalig bij de vennootschap te betrekken, misbruiken.<sup>[7]</sup> Deze focus op kortetermijnrendementen geeft regelmatig aanleiding tot ontmanteling van concerns, 'zulks in strijd met de perceptie van de taak van het management'.<sup>[8]</sup> Dit leidt tot de conclusie dat het bestuur van de beursvennootschap steeds een eigenstandige taak heeft vis-à-vis alle bij de vennootschap betrokken belanghebbenden. Volgens jou heeft het management van dit soort vennootschappen, door het gespreide aandelenbezit en door het feit dat de strategiebepaling daar ligt, de mogelijkheid om een eigen koers te varen, 'ook al strookt die niet met de wensen van (het actieve deel van) de aandeelhouders'.<sup>[9]</sup> Ik vraag mij ten eerste af of de genoemde praktijkvoorbeelden niet het tegendeel bewijzen en ten tweede, of het bestuur van een beursvennootschap niet juist om op correcte wijze invulling te geven aan de taak om te handelen in het belang van de vennootschap en zich daarbij te richten op langetermijnwaardcreatie, zich rekenschap moet geven van de wensen van activistische aandeelhouders. Deze kunnen immers, zo laat de praktijk zien, in hoge mate disruptief zijn en het voortbestaan van de vennootschap in de huidige vorm bedreigen.

---

### Voetnoten

[1] Inaugurele rede, p. 53.

[2] Onderzoek van Eumedion wijst uit dat de opkomstpercentages bij AEX-fondsen de laatste jaren ruim boven 70% liggen, zie de website van Eumedion: <https://www.eumedion.nl/>. Laag kan ik dergelijke percentages niet noemen.

[3] Inaugurele rede, p. 54.

[4] Inaugurele rede, p.54.

[5] Corporate Governance Code 2016, <https://www.mccg.nl/publicaties/codes/2016/12/8/corporate-governance-code-2016>

[6] HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:804.

[7] Inaugurele rede, p. 56 en 57.

[8] Inaugurele rede, p. 57.

[9] Inaugurele rede, p. 60.

---

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/28.4

## 28.4 Enkele praktijkvoorbeelden

prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. H.M. Vletter-van Dort
JCDI	JCDI:ADS644320:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

In noot 120<sup>[1]</sup> noem jij een tweetal voorbeelden van vennootschappen die weliswaar met succes ongeïnviteerde overnamepogingen hebben weten te weerstaan door het nemen van maatregelen, maar vraag jij je af of zij achteraf niet betreuren dat zij dat hebben gedaan. Het eerste voorbeeld is dat in 2017 na het intrekken van het bod ter waarde van €134 miljard door Kraft Heinz, Unilever een aandeleninkoopprogramma lanceerde van €5 miljard, het dividend verhoogde en de margarine-divisie verkocht. Toenmalig Unilever CEO Polman, heeft een jaar later op een bijeenkomst aangegeven te betreuren dat Unilever het aandeleninkoopprogramma heeft opgetuigd 'om anderen tevreden te stellen'. <sup>[2]</sup> Daarmee zegt hij naar mijn mening niet dat hij spijt heeft van het programma an sich, maar van de onderliggende redenen.

Het tweede voorbeeld is dat AkzoNobel na het afwenden van het bod van PPG in 2017 de chemietak in de etalage zette. Jij acht het voorstelbaar dat deze maatregel, 'ingezet ter geruststelling van aandeelhouders' inmiddels wordt betreurd omdat juist de afdeling chemicals in 2017 goed draaide.<sup>[3]</sup> Uit het bewuste artikel blijkt inderdaad dat AkzoNobel het resultaat in zijn verf- en coatingsdivisie 'licht' heeft zien dalen, terwijl de op dat moment nog niet verkochte chemietak een hoger resultaat boekte. De verkoop van de chemietak leidde ertoe dat AkzoNobel in oktober 2018 nog eens €5,5 miljard uitkeerde aan zijn aandeelhouders, bovenop het speciale dividend van €1 miljard dat het bedrijf in 2017 al uitkeerde als voorschot op de verkoop. Inmiddels is de koers van AkzoNobel gestegen van ruwweg €67 met chemiedivisie in 2017 naar €95 zonder chemiedivisie in december 2021. Het heeft er alle schijn van dat de onderneming op de lange termijn niet slechter is geworden van de verkoop van de chemietak. Of AkzoNobel de verkoop van de chemietak inderdaad betreurt, lijkt mij dan ook twijfelachtig. Voor Unilever ligt dat wellicht anders, haar aandelenkoers is de afgelopen jaren

min of meer hetzelfde gebleven.

Wat wel uit de voorbeelden blijkt is dat het bestuur van een beursvennootschap in de praktijk juist niet de mogelijkheid heeft om een volledig eigen koers te varen en al helemaal niet als deze koers niet strookt met de wensen en belangen van het actievarende deel van de aandeelhouders.

---

## Voetnoten

[1] Inaugurele rede, p. 54.

[2] 'Unilever-ceo betreurt 'compromissen' na bod Kraft Heinz', *Het Financieele Dagblad*, 28 februari 2018.

[3] 'AkzoNobel boekt zwakker jaarresultaat met verf', *Het Financieele Dagblad*, maart 2018.

---

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/28.5

## 28.5 De grenzen van het vennootschappelijk belang

prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. H.M. Vletter-van Dort
JCDI	JCDI:ADS644231:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

In de juridische literatuur wordt wel gezegd dat de aandeelhoudersvergadering de hoogste macht is in de vennootschap. De term hoogste lijkt wellicht wat verhevens met zich te brengen, maar betekent in de praktijk simpelweg 'meeste'. Sterker nog, naast de twee voorbeelden die ik hiervoor kort heb besproken, blijkt in de praktijk dat een activistische aandeelhouder niet eens de aandeelhoudersvergadering als orgaan nodig heeft om (veel) macht uit te kunnen oefenen. De dreiging van het bijeenroepen van een buitengewone vergadering van aandeelhouders met agendapunten die leiden tot bestuurlijke discontinuïteit, of zelfs al het enkel publiek bekend maken door een notoire activist dat hij een belang heeft genomen in een beursvennootschap, is vaak al voldoende om het bestuur, al dan niet onmiddellijk, te bewegen zekere stappen te nemen die tegemoetkomen aan de wensen van de activist.

Waarom kan een aandeelhouder zoveel macht uitoefenen, ook als deze slechts over een zeer beperkt percentage aandelen beschikt, denk bijvoorbeeld aan TCI dat met een belang van slechts 2% in ABNAMRO de opsplitsing van deze bank in gang wist te zetten? De belangrijkste reden daarvoor is dat aandeelhouders, anders dan het bestuur en de RvC van een vennootschap, in beginsel hun eigen belang mogen nastreven. Als aandeelhouders ontevreden zijn met de gang van zaken, lees vrijwel altijd: een lage beurskoers, dan bestaat de reële kans dat zij op enig moment uiting zullen geven aan hun ongenoegen. Bij de beursvennootschap gaat dit vaak door een combinatie van voor het publiek zichtbare en onzichtbare druk op het bestuur en de RvC. Als een activist zich op deze manier roert is het voor het bestuur vrijwel onmogelijk om zich op iets anders te richten dan het managen van deze activist. Dat dit op den duur ten koste gaat van de taak om leiding te geven aan de dagelijkse gang van zaken van de onderneming, behoeft geen betoog. De slagkracht en impact van een activist valt niet te onderschatten.

Een en ander leidt ertoe dat ik meen dat het bestuur juist niet eigenstandig kan opereren, zoals jij betoogt, integendeel. Het bestuur van een beursvennootschap dient steeds te proberen op een juiste wijze in te schatten waar precies het (eigen)belang van haar aandeelhouders ligt. Volgt het bestuur een strategie die bijvoorbeeld leidt tot lagere aandeelhouderswaarde dan kan het lang of kort duren, maar zal zich op enig

moment een activistische aandeelhouder aandienen die zal proberen om het bestuur ertoe te bewegen om stappen te ondernemen die leiden tot een hogere beurskoers. Dat dit goedschiks maar ook kwaadschiks kan, is inmiddels al vele malen aangetoond.

Vervolgens rijst de interessante vraag of de stappen die door het bestuur worden gezet om tegemoet te komen aan activistische aandeelhouders nu al of niet in het belang van de vennootschap zijn. Ik denk dat die vraag genuanceerd beantwoord moet worden, zoals de voorbeelden van Unilever en AKzoNobel illustreren. Het is immers zeer wel mogelijk dat het bestuur een zetje nodig heeft om bijvoorbeeld een onderdeel af te stoten, een forse kostenbesparing door te voeren om de marges te verbeteren of een aandeleninkoopprogramma op te tuigen waarvan niet alleen aandeelhouders maar ook andere stakeholders profiteren. Kostenbesparingen kunnen immers op de korte termijn leiden tot het saneren van bepaalde afdelingen, maar kunnen uiteindelijk een bijdrage leveren aan de gezondheid van de onderneming op de langere termijn.

---

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/28.6

## 28.6 Conclusie

prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. H.M. Vletter-van Dort
JCDI	JCDI:ADS644409:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Zou het zo kunnen zijn dat de wetgever met opzet geen leidraad heeft gegeven voor de wijze waarop aandeelhouders zich dienen te gedragen? Wordt de plicht die op het bestuur en de RvC rust om zich te richten naar het belang van de vennootschap niet juist in balans gehouden door de omstandigheid dat de aandeelhouders zich in beginsel mogen richten op hun eigenbelang? Met andere woorden, is de plicht te handelen in het belang van de vennootschap niet een leidraad voor handelen waarop de hoogste macht, lees de aandeelhouders met de meeste macht, het bestuur en de RvC afrekenen? Als dat zo is, dan is de mogelijkheid van het bestuur van een beursvennootschap om een eigen koers te varen uiteindelijk net zo beperkt als bij vennootschappen die in handen zijn van één aandeelhouder. Het moment van bijsturing komt alleen wellicht in een andere vorm en/of later.

---

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/28.7

## 28.7 Tot besluit

prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	prof. mr. H.M. Vletter-van Dort
JCDI	JCDI:ADS644410:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Kid, het was mij een buitengewoon genoegen om een paar jaar met je samen te mogen werken in Rotterdam.

Ik hoop van harte dat je nog vele jaren betrokken wilt blijven bij onze sectie om de jou zo typerende bijdragen aan zowel het onderwijs als de menselijke interactie te leveren.