

# Aandeelhoudersactivisme en ESG: van sprinkhaan naar groene ridder?

*Mr. D.J.F.F.M. Duynstee, mr. T. Drenth en  
mr. drs. A.C.W. Pijls\**

*In deze bijdrage bespreken de auteurs (1) hoe het naar huidig recht is gesteld met de rechten van de activistische aandeelhouder, (2) hoe zijn rechten zich verhouden tot de ontwikkelingen op het gebied van ESG, en (3) op welke wijze deze ontwikkelingen het aandeelhoudersactivisme een nieuwe impuls kunnen geven.*

## 1 Inleiding

In *Het grote gevecht*, het boek van Jeroen Smit over Unilever en Paul Polman, scheidt Polman het volgende sfeerbeeld: ‘Hedgefonds zijn totaal niet bezig met langetermijnwaardecreatie. Hedgefonds zouden hun grootmoeder verkopen als ze daarmee geld zouden kunnen verdienen.’<sup>1</sup>

Dat is het redelijk ingesleten – en weinig positieve – beeld over activistische aandeelhouders. Critici zien met name de focus op kortetermijnrendement als belangrijk nadeel van activistische aandeelhouders.<sup>2</sup> Dit beeld van een eenzijdige focus op korte termijn wordt hier en daar genuanceerd. Zo schreef *The Economist* begin 2023:

‘Contrary to their reputation or short term opportunism, activist investors can help boost long-term return. One study of 2,000 activist campaigns concluded that target firms on average outperformed their rivals after five years on both share-price and operating measures.’<sup>3</sup>

Voorstanders van aandeelhouderactivisme wijzen ook op de corrigerende werking op bestaande structuren en beleid. Activistische aandeelhouders houden het management van de ondernemingen scherp. Daarmee disciplineren zij de markt en

ondernemingen.<sup>4</sup> Voorstanders zijn ook van mening dat deze zeer gefocuste aandeelhouders goede ideeën kunnen genereren voor de onderneming. Ook voormalige ‘targets’ van aandeelhoudersactivisme zijn niet altijd onverdeeld negatief. De oud-CEO van AkzoNobel bevestigt dit bijvoorbeeld in een interview naar aanleiding van de interacties met Elliott:

‘Eigenlijk bleek achteraf een activistische aandeelhouder zoals Elliot[t] een hele nuttige sparringpartner. Dat klinkt waarschijnlijk verrassend, gezien onze geschiedenis. Af en toe sparren met grote, goed geïnformeerde aandeelhouders werkt heel goed, zolang je alle regels in acht neemt.’<sup>5</sup>

De zeggenschap van aandeelhouders is in Nederland beperkt.<sup>6</sup> Dit komt primair door het feit dat het bepalen van het beleid en de strategie is voorbehouden aan het bestuur van de vennootschap. Hierdoor kan het bestuur met een zekere zelfstandigheid (dus los van de aandeelhouders) beleid en strategie bepalen voor de aan de vennootschap verbonden onderneming.<sup>7</sup> Wij zullen de termen beleid en strategie in het vervolg gemakshalve als synoniemen gebruiken.

In deze bijdrage proberen wij een antwoord te geven op de vragen (1) hoe het naar huidig recht is gesteld met de rol en de rechten van de activistische aandeelhouder, (2) hoe zijn rechten zich verhouden tot de ontwikkelingen op het gebied van *Environmental, Social and Governance* (ESG), en (3) of het daarmee gepaard gaande veranderende aandeelhoudersactivisme invloed zal hebben op het bestaande negatieve beeld van activistische aandeelhouders en hun beperkte rechten. Dit alles tegen de achtergrond van de ontwikkelingen – zowel in wetgeving als in de praktijk – rondom ESG en het brede maatschappelijk draagvlak daarvoor. Anders gezegd: zal de pendule die afgelopen jaren de macht in de vennootschap bij het bestuur en de raad van commissarissen (RvC) heeft gelegd weer wat terugslaan richting de aandeelhouders? Of is zelfs – om te

\* Mr. D.J.F.F.M. Duynstee is als advocaat verbonden aan Clifford Chance LLP te Amsterdam. Mr. T. Drenth is als advocaat verbonden aan Clifford Chance LLP te Amsterdam. Mr. drs. A.C.W. Pijls is als adviseur verbonden aan Clifford LLP te Amsterdam en is tevens universitair hoofddocent aan Erasmus School of Law.

Dit artikel vormt een bewerking en tevens geactualiseerde versie van de bijdrage van deze auteurs aan de bundel F.P.C. Strijbos e.a. (red.), *Duurzaam bankieren* (Onderneming en Recht nr. 143), Deventer: Wolters Kluwer 2023.

1 J. Smit, *Het grote gevecht & het eenzame gelijk* van Paul Polman, Amsterdam: Prometheus 2021, p. 165.  
2 Ook dat is een genuanceerder debat, vgl. o.m. C.R. Rojas, *Eclipse of the Public Corporation Revisited: Concentrated Equity Ownership Theory*, Oxford Business Law Blog (22 juni 2017).  
3 Elliott and fellow activist investors take on big tech, *The Economist* 3 februari 2023.

4 L.E. Strine, *Who Bleeds When the Wolves Bite?: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, *The Yale Law Journal* 2017, afl. 126:1870, p. 1953-1954.

5 De kwartaalcyclus vernietigt waarde voor een beursgenoteerd bedrijf, EY 12 augustus 2020.

6 Zie daarover bijv. L. Timmerman, *Een groene bom op het vennootschapsrecht?*, *WPNR* 2022/7396, p. 933-934.

7 Aldus Timmerman 2022, p. 934.

spreken in de woorden van Timmerman – sprake van een ‘groene bom op het vennootschapsrecht’?<sup>8</sup>

De opbouw van deze bijdrage is als volgt. In paragraaf 2 schetsen wij eerst het huidige speelveld. Wat en wie zijn activistische aandeelhouders, wat willen zij, welke strategieën hanteren zij en welke trends zijn te ontwaren in de praktijk? In paragraaf 3 geven wij een kort overzicht van de juridische en niet-juridische ‘tools’ waarvan de activistische aandeelhouder zich bedient. In paragraaf 4 bespreken wij een aantal recente ontwikkelingen op het terrein van ESG-wetgeving en onderzoeken wij of die ontwikkelingen van invloed zijn of zouden moeten zijn op de bestaande aandeelhoudersrechten, althans op de effectieve uitoefening van die rechten in de praktijk. In paragraaf 5 bespreken wij, in het licht van de in paragraaf 4 besproken ontwikkelingen, een aantal aanvullende ‘aanvalsroutes’ die de ESG-georiënteerde activistische aandeelhouder kan bewandelen. In paragraaf 6 sluiten wij af met een korte conclusie.

## 2 Activistische aandeelhouders: doelen, strategieën en trends

Aandeelhoudersactivisme is een ongedefinieerd begrip. Het bevat onzes inziens elke aandeelhouder in een beursgenoteerde vennootschap die zijn aandeelhoudersrechten uitoefent om verandering af te dwingen met betrekking tot die vennootschap en de daaraan verbonden onderneming.<sup>9</sup> In essentie gaat het dus om ‘actieve’ aandeelhouders, die zijn te onderscheiden van hun niet-actieve medeaandeelhouders.<sup>10</sup>

De doelen van activistische aandeelhouders zijn divers en kunnen bijvoorbeeld omvatten een betere kapitaalstructuur; het verbeteren van de corporate governance; het verkopen van *non-core* onderdelen; dividenduitkeringen; aandeleninkoopprogramma’s; of, de ingrijpendste optie, de hele onderneming *in play* brengen.<sup>11</sup> Weer andere aandeelhouders proberen uit overwegend ideële motieven een koerswijziging te bewerkstelligen. Het behalen van financieel rendement als gevolg van de beoogde koerswijziging is dan vaak niet de primaire drijfveer. Dit zal veelal betrekking hebben op wijzigingen van de strategie met betrekking tot onderwerpen in de ESG-sfeer. Een tussenvorm is uiteraard ook aan de orde van de dag, namelijk dat primair sprake is van een financiële drijfveer waarin vervolgens ook (al dan niet op ideële drijfveren geënte) ESG-elementen een rol spelen.

Er is een uitgebreid debat over de vraag of activistische aandeelhouders al dan niet een nuttige functie vervullen in het stelsel van *checks-and-balances* binnen de vennootschap en of zij al dan niet een waardevolle bijdrage leveren aan langetermijnwaardecreatie door de vennootschap. Afgezien van het feit dat een algemeen en eenduidig antwoord op deze vraag volgens ons niet te geven is, zullen wij dat debat hier niet herhalen.<sup>12</sup>

De laatste jaren zien wij de trend dat maatschappelijke organisaties en institutionele beleggers zich van dezelfde tactieken bedienen die voorheen waren voorbehouden aan de klassiek activistische hedgefonds.<sup>13</sup> Bij die maatschappelijke organisaties kan bijvoorbeeld worden gedacht aan initiatieven als Follow This. Follow This is een Nederlandse vereniging die zich als aandeelhouder actief opstelt tijdens algemene vergaderingen van vennootschappen die actief zijn in de olie- en gassector. Zij doet dit met name door *resolutions* voor te stellen die zeer kort gezegd ertoe strekken dat er *Paris-aligned targets* moeten komen voor de Scope 3-emissies die gerapporteerd worden door die vennootschappen (hetgeen dus kort gezegd de emissies betreft van de klanten als gevolg van het gebruik van de verkochte energieproducten).<sup>14</sup> Ook andere organisaties, zoals Fossilvrij, Milieudefensie,<sup>15</sup> ClientEarth en Extinction Rebellion, zijn steeds vaker actief rondom algemene vergaderingen.

De trend dat ook institutionele beleggers zoals grote pensioenfondsen en vermogensbeheerders zich in algemene vergaderingen actief, althans actiever dan voorheen, opstellen – en dan met name op het terrein van ESG-onderwerpen – is al een aantal jaren zichtbaar.<sup>16</sup> In het afgelopen jaar is echter met name in de Verenigde Staten een tegengestelde dynamiek ontstaan

<sup>8</sup> Timmerman 2022, p. 934.

<sup>9</sup> Zie eerder D.J.F.F.M. Duynstee & T. Drenth, Aandeelhoudersactivisme in Nederland anno 2020: van hyena tot papieren tijger?, *Ondernemingsrecht* 2020/159, par. 2.1 en 2.2.

<sup>10</sup> Zie Duynstee & Drenth 2020, par. 2.1 en de aldaar in voetnoot 6 genoemde literatuur.

<sup>11</sup> Bekende voorbeelden van bedrijven in Nederland die met aandeelhoudersactivisme te maken kregen zijn o.a. ABN AMRO, Ahold, ASMI, Stork, VNU, CSM, Euronext, TNT Express, AkzoNobel, Intertrust, Just Eat Takeaway en AholdDelhaize.

<sup>12</sup> Zie hierover o.m. Duynstee & Drenth 2020, par. 2.3.

<sup>13</sup> Voor een uitgebreide empirische analyse vanuit internationaal perspectief verwijzen we naar de goed gedocumenteerde studie M.H.C. Bakker, Shareholder Proposals and Sustainability: An Empirically-Based Critical Reflection, *European Company and Financial Law Review* 2023, p. 276-313.

<sup>14</sup> Anders dan in het voorstel wordt gesuggereerd, is geen eenduidig antwoord te geven op de vraag hoe een zogeheten ‘Paris-aligned’ Scope 3 target er (in absolute zin of anderszins) zou moeten uitzien. Dit zal o.m. in belangrijke mate afhankelijk zijn van de energieproducten die de onderneming verkoopt, de sectoren waarin zij actief is en de landen waarin zij opereert.

<sup>15</sup> Zie in dit verband bijv. het volgende bericht: <https://milieudefensie.nl/actueel/magazine/steeds-meer-aandeelhouders-willen-wel-verandering>.

<sup>16</sup> Uit recent onderzoek van NGO ShareAction blijkt dat als gevolg van nieuwe wet- en regelgeving de ‘voting performance’ van Europese vermogensbeheerders sterk is verbeterd. Europese vermogensbeheerders steunden in 2023 meer ‘key environmental and social’ aandeelhoudersvoorstellen dan ooit tevoren en stemden gemiddeld voor 88% van de voorstellen. Uit het onderzoek blijkt echter ook dat op mondiaal niveau de steun voor dergelijke voorstellen drastisch is afgenomen. In 2023 werd slechts 3% van de onderzochte aandeelhoudersvoorstellen aangenomen, terwijl dat percentage in 2021 nog op 21% lag. Zie het rapport *Voting Matters* 2023. Are asset managers using their proxy votes for action on environmental and social issues?, ShareAction, januari 2024, te raadplegen via: <https://cdn2.assets-servd.host/shareaction-api/production/resources/reports/Voting-Matters-2023.pdf>.

waar bepaalde Republikeinse politici juist menen dat ESG in het geheel geen rol zou mogen spelen bij beleggingskeuzes van *asset managers* zoals BlackRock, Vanguard, Fidelity Investments en State Street Global Advisors.<sup>17,18</sup> Wellicht mede daardoor was de jaarlijkse CEO Letter van Larry Fink in 2023 aanzienlijk voorzichtiger. Niet alleen was die brief louter gericht tot de investeerders, ook werd ESG in de brief niet meer als term benoemd en verder werd benoemd dat er meerdere perspectieven zijn ('There are many people with opinions about how we should manage our clients' money. But the money doesn't belong to these people. It's not ours either. It belongs to our clients, and our responsibility and our duty is to them.<sup>19</sup>). Niettemin is nog steeds sprake van een zeer grote en aanhoudende groei in ESG-investeringen.

Naast maatschappelijke organisaties en institutionele beleggers zijn er ook hedgefonds die zich specifiek richten op ESG-activisme. Een bekend voorbeeld van zo'n ESG-georiënteerd hedgefund is Engine No. 1. Misschien wel de opvallendste overwinning die zij heeft behaald, was de benoeming bij ExxonMobil van drie bestuurders met ervaring in duurzame energie en de energietransitie. Het succes van deze campagne was overigens mede te danken aan de steun van grote institutionele beleggers zoals BlackRock, Vanguard en State Street Global Advisors. Begin 2024 was ExxonMobil ook weer in het nieuws in het kader van (anti-)ESG-activisme.<sup>20</sup> ExxonMobil heeft FollowThis en de Amerikaanse vermogensbeheerder Arjuna Capital gedagvaard om door hen ingediende resoluties voor de algemene vergadering van tafel te krijgen.<sup>21</sup> Via deze

resoluties hebben FollowThis en Arjuna Capital ExxonMobil opgeroepen de uitstoot van broeikasgassen sneller te verlagen, waarbij ExxonMobil ook doelstellingen voor de door haar gerapporteerde Scope 3-emissies in haar reductieplannen zou moeten meenemen. ExxonMobil stelt in haar *complaint* dat nagenoeg gelijklopende voorstellen in eerdere jaren steeds met een zeer grote meerderheid door de aandeelhouders zijn verworpen en *resubmission* van dit voorstel daarom niet is toegestaan. Daarnaast stelt ExxonMobil dat het voorstel betrekking heeft op een onderwerp 'relating to the company's business operations'.<sup>22</sup> Om deze redenen verzoekt zij de (federale) rechter van de District Court for the Northern District of Texas om een verklaring voor recht dat zij dit voorstel niet hoeft op te nemen in de agenda voor de algemene vergadering en daarover dus ook geen stemming hoeft plaats te vinden. Hoewel naar aanleiding van deze dagvaarding FollowThis en Arjuna Capital het voorstel weer hebben ingetrokken, gaat ExxonMobil vooralsnog door met deze procedure. Dit heeft geleid tot kritiek van (onder meer) een aantal Nederlandse institutionele beleggers, die overigens een relatief beperkt belang houden in ExxonMobil.<sup>23</sup> Uiteindelijk heeft de rechter de vordering van ExxonMobil afgewezen, al was dat pas nadat Arjuna Capital onvoorwaardelijk had toegezegd dit voorstel of vergelijkbare voorstellen niet nogmaals in te dienen.<sup>24</sup>

Zoals zakenbank Lazard een aantal jaren geleden signaleerde, is ESG niet langer het exclusieve domein van maatschappelijke organisaties, institutionele beleggers of ESG-georiënteerde hedgefonds.<sup>25</sup> Een recente ontwikkeling is dat ook de traditionele activisten ESG-punten steeds meer in hun campagnes betrekken. Een voorbeeld hiervan was de (onsuccesvolle) campagne van Third Point om Shell op te breken in een olie- en gastak en een renewables- en LNG-tak. Daarbij werd expliciet vermeld dat een dergelijke splitsing – naast een verhoging van aandeelhouderswaarde – zou kunnen leiden tot lagere CO<sub>2</sub>-emissies.<sup>26</sup> Hetzelfde speelde in de campagne van Elliott tegen de Schotse energieonderneming SSE. Via deze campagne werd onder meer betoogd dat als de bestaande Renewables-divisie van SSE zou worden afgesplitst, de nieuwe onder-

17 In dit verband is opmerkelijk dat in het in de vorige voetnoot genoemde rapport van ShareAction wordt geconcludeerd dat 's werelds vier grootste vermogensbeheerders (BlackRock, Vanguard, Fidelity Investments en State Street Global Advisors, die alle vier afkomstig zijn uit de VS) 'are among the most culpable, backsliding on support for shareholder resolutions'. Gemiddeld steunden deze vier vermogensbeheerders in 2023 slechts een achtste van de voorstellen, hetgeen een significante daling is ten opzichte van 2021. Daarnaast wordt in het rapport in algemene zin geconcludeerd dat Amerikaanse vermogensbeheerders 'show particularly poor performance'. Gemiddeld steunden zij slechts een kwart van alle voorstellen.

18 Uit recent onderzoek van Morningstar blijkt dat sprake is van een groeiende kloof tussen Amerikaanse en Europese vermogensbeheerders wat de steun betreft voor zogenoemde 'Key ESG Resolutions' op algemene vergaderingen, zie Voting on ESG: Ever-Widening Differences Voting records for the largest U.S. and European managers reveal greater divergence in 2023, Morningstar Manager Research, Proxy-Voting Insights, januari 2024, te raadplegen via: [www.morningstar.com/lp/esg-proxy-voting](http://www.morningstar.com/lp/esg-proxy-voting).

19 Te raadplegen via: [www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-annual-chairmans-letter](http://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-annual-chairmans-letter). Vorig jaar was een van de hoofdstukken nog getiteld Empowering clients with choice on ESG votes, zie [www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter](http://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter).

20 Zie ExxonMobil sues to block shareholder climate petition, Financial Times 22 januari 2024 en Olieconcern Exxon slaat terug met rechtsgang tegen groene aandeelhouders, Het Financieel Dagblad 22 januari 2024.

21 De relevante rechtbankdocumenten zijn te raadplegen via de volgende links: [www.law360.com/dockets/download/65ae54a2207a4302e9154bd8?doc\\_url=https%3A%2F%2Fecf.txnd.uscourts.gov%2Fdoc1%2F177116560784&label=Case+Filing](http://www.law360.com/dockets/download/65ae54a2207a4302e9154bd8?doc_url=https%3A%2F%2Fecf.txnd.uscourts.gov%2Fdoc1%2F177116560784&label=Case+Filing); [www.law360.com/dockets/download/65ae54a2207a4302e9154bd8?doc\\_url=https%3A%2F%2Fecf.txnd.uscourts.gov%2Fdoc1%2F177116560785&label=1](http://www.law360.com/dockets/download/65ae54a2207a4302e9154bd8?doc_url=https%3A%2F%2Fecf.txnd.uscourts.gov%2Fdoc1%2F177116560785&label=1).

22 Zie in dit verband Rule 14a-8 van de Securities Exchange Act van 1934 en dan met name Rule 14a-8(i)(7) en (12).

23 Zie hierover o.m. Beleggersverzet tegen omstreden rechtszaak van ExxonMobil groeit ook in Nederland, NRC 14 mei 2024.

24 Zie de brief van Arjuna aan ExxonMobil van 27 mei 2024: "Arjuna hereby unconditionally and irrevocably covenants to refrain henceforth from submitting any proposal for consideration by Exxon shareholders relating to GHG or climate change", te raadplegen via: [https://climatecasechart.com/wp-content/uploads/case-documents/2024/20240527\\_docket-424-cv-00069\\_notice.pdf](https://climatecasechart.com/wp-content/uploads/case-documents/2024/20240527_docket-424-cv-00069_notice.pdf). Ten aanzien van FollowThis was ExxonMobil eerder al niet-ontvankelijk verklaard.

25 Lazard's Annual Review of Shareholder Activism 2021, te raadplegen via: [www.lazard.com/research-insights/annual-review-of-shareholder-activism-2021/](http://www.lazard.com/research-insights/annual-review-of-shareholder-activism-2021/).

26 Zie o.m. Activist fund Third Point calls for break-up of Shell, Financial Times 27 oktober 2021, waarin Third Point als volgt wordt geciteerd: 'Pursuing a bold strategy like this would likely lead to an acceleration of CO<sub>2</sub> reduction as well as significantly increased returns for shareholders, a win for all stakeholders'.

neming juist meer investeringen zou kunnen tegemoet zien van ESG-fondsen.<sup>27</sup> Een ander bekend initiatief is de *Say on Climate*-beweging (naar het voorbeeld van *Say on Pay*) van hedgefundmanager Chris Hohn van The Children's Investment Fund (TCI). In het kader van dit initiatief wordt actief campagne gevoerd om aandeelhouders jaarlijks een adviserende stem te laten uitbrengen over klimaatplannen van bedrijven, zoals een *net-zero* transitieplan. De campagne wordt gesteund door institutionele beleggers, activistische aandeelhoudersgroepen en stemadviesbureaus ISS en Glass Lewis.<sup>28</sup> Inmiddels hebben meer dan twintig bedrijven het *Say on Climate*-initiatief omarmd, waaronder Unilever, Shell, Glencore en Nestlé.<sup>29</sup>

De vraag die natuurlijk rijst, is wat nu precies de motieven zijn van activistische aandeelhouders om ESG-campagnes te voeren. Dit zal per activistische aandeelhouder verschillen. Sommige campagnes zijn zogeheten *trojan horse campaigns*, waarin hedgefonds een traditioneel activistische aanpak, zoals de verkoop of opsplitsing van een bedrijf, combineren met een ESG-initiatief. Institutionele beleggers daarentegen trachten de langetermijnwaarde van hun gehele portefeuille te maximaliseren. Dat betekent dat risico's of negatieve externaliteiten van de portefeuille, zoals klimaatverandering, moeten worden gemitigeerd en dat kan door van bedrijven een strenger ESG-beleid te verlangen. Voor institutionele beleggers levert dat dus een prikkel op zich activistisch(er) op te stellen. Die prikkel hangt daarnaast ook samen met de veranderende maatschappelijke opvattingen, de navenante verwachtingen van investeerders, en daarmee gepaard gaand het imago (en het daarmee samenhangende te behalen commerciële voordeel) van de desbetreffende institutionele belegger. Kortom, zoals de activisten verschillen in soorten en maten, zullen ook hun motieven steeds verschillen.

### 3 De tools van de activistische aandeelhouder

De gereedschapskist van de activistische aandeelhouder bestaat uit meer en minder juridische middelen, die bijna altijd worden gecombineerd. Wij beperken ons hier tot enkele hoofdpunten.<sup>30</sup>

Wij beginnen met de belangrijkste niet-juridische tools:

- a. De *Dear Board*-brief, waarvan ook in Nederland bekende voorbeelden zijn te noemen.<sup>31</sup> Het publiek van zo'n brief bestaat met name uit de medeaandeelhouders, andere stakeholders van de vennootschap, analisten, stemadviesbureaus en de pers. In dergelijke brieven worden dan ook vaak de pijnpunten vermeld waarmee de onderneming worstelt onder – of als gevolg van – het huidige bestuur, en ze gaan vaak gepaard met voorstellen voor een betere toekomst.
- b. Een ander niet-juridisch instrument is het meekrijgen van stemadviesbureaus (of 'proxy advisory services'), zoals ISS en Glass Lewis. De macht van dergelijke bureaus kan bij beursvennootschappen zeer groot zijn.<sup>32</sup> Dit is mede het gevolg van het feit dat een groot aantal niet-actieve aandeelhouders deze aanbevelingen, soms op basis van interne reglementen, zonder meer overneemt, gecombineerd met het grote aantal niet-actieve aandeelhouders dat überhaupt niet komt opdagen bij (virtuele) algemene vergaderingen.
- c. De beïnvloeding van stemadviesbureaus gaat vaak gepaard met PR-campagnes, waarbij onder meer gespecialiseerde consultants de positie en plannen van de activistische aandeelhouder kunnen toelichten aan de (financiële) pers en andere potentiële medestanders.

Bij de juridische tools staan wij iets langer stil. De positie van de aandeelhouder in een Nederlandse beursvennootschap is sinds 2007 aanzienlijk minder sterk geworden. In de literatuur is eerder gewezen op deze 'pendule',<sup>33</sup> met aan de ene kant een focus op het primaat van het bestuur en de RvC, en aan de andere kant de rechten van aandeelhouders om slecht functionerend management te disciplineren.<sup>34</sup> Deze pendulebeweging is in brede zin zichtbaar waar het aandeelhoudersrechten betreft, en heeft invloed op onder andere het oproepen van aandeelhoudersvergaderingen, het ontslagrecht, het agendingsrecht en het recht op informatie.

27 Brief van 7 december 2021, zie: [www.businesswire.com/news/home/20211206005885/en/Elliott-Publishes-Letter-on-SSE-Calling-for-Immediate-Action-to-Enhance-Governance-and-Value](http://www.businesswire.com/news/home/20211206005885/en/Elliott-Publishes-Letter-on-SSE-Calling-for-Immediate-Action-to-Enhance-Governance-and-Value).

28 <https://sayonclimate.org/supporters/>.

29 Een ander aansprekend voorbeeld om in dit verband nog te noemen is de schikking die het Belgische chemieconcern Solvay met zijn activistische aandeelhouder Bluebell Capital Partners in 2022 heeft getroffen. Deze schikking kwam tot stand nadat Bluebell Capital het ontslag van de CEO had gevraagd, omdat het bedrijf bleef doorgaan met lozingen van afval in de Tyrreen Zee. De partijen kwamen overeen dat de lozingen van kalksteenresidu versneld worden afgebouwd en definitief stoppen in 2050.

30 Zie hierover uitgebreider Duynstee & Drenth 2020, met name par. 3 en 4.

31 Misschien wel de bekendste is de brief van TCI aan ABN Amro medio 2007, die zoals bekend resulteerde in het grootste overnamegevecht in de Nederlandse geschiedenis. Die brief is nog steeds te raadplegen via: <https://ftalphaville.ft.com/2007/02/21/2666/tcis-letter-to-abn-amro/>. Een recentere voorbeeld is de lezenswaardige brief van Tweedy Bowne aan Akzo: [www.tweedy.com/resources/library\\_docs/general/AkzoLtrToTheBoardMay2017.pdf](http://www.tweedy.com/resources/library_docs/general/AkzoLtrToTheBoardMay2017.pdf).

32 Zie daarover verder A. F. Verdam, *Zorgen rond de kwaliteit en invloed van stemadviseurs*; naar een andere dynamiek rond de aandeelhoudersvergadering, in: *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap* (ZIFO reeks nr. 27), Deventer: Wolters Kluwer 2019.

33 Zie o.m. P.M. Storm in zijn noot bij HR 9 juli 2010 (ASMI II) in *Ondernemingsrecht* 2010/105, onder 5: 'Men zou in de uitspraak van de Hoge Raad ook een rechtspolitek statement kunnen zien: de pendule, medio negentiger jaren in beweging gezet door de roep om meer aandeelhoudersmacht, lijkt in 2010 terug te zijn gezwaaid naar (nu iets meer gecontroleerde) functionarissenmacht. Beschermingsmaatregelen (van beperkte strekking) zijn zo slecht nog niet.'

34 C.J.C. De Brauw, *Bescherming van beursvennootschappen: tijd voor herijking op basis van de pijlers van het huidige stakeholdermodel*, *Ondernemingsrecht* 2019/94, par. 3.2. Zie tevens L. Timmerman, *De carousel van beschermingsmaatregelen*, *Ondernemingsrecht* 2018/78.

De pendule slaat nu door in het voordeel van het bestuur en de RvC. Dat heeft alles te maken met het begrip ‘de strategie van de (aan de vennootschap verbonden) onderneming’. De activistische aandeelhouder richt zich in de regel op de strategie van de onderneming. Het is sinds 2007 vaste rechtspraak dat die strategie – in beginsel – tot het domein van het bestuur behoort.<sup>35</sup> Dit uitgangspunt is voor beursvennootschappen sinds 1 mei 2021 vastgelegd in de wet (in art. 2:129 lid 1 Burgerlijk Wetboek (BW)), waarbij overigens de woorden ‘in beginsel’ niet in de wet terugkomen. De algemene vergadering kan haar opvattingen over de strategie slechts uitdrukken door uitoefening van de aan haar in de wet en statuten toegekende rechten. De belangrijkste aandeelhoudersrechten zijn:

*a. Ontslag bestuurders en commissarissen.* Het recht van de algemene vergadering om bestuurders en commissarissen te ontslaan is een kernbevoegdheid van de algemene vergadering. In de wet is zelfs vastgelegd dat de algemene vergadering bestuurders ‘te allen tijde’ kan ontslaan (art. 2:134 lid 1 BW),<sup>36</sup> en hetzelfde wordt aangenomen voor commissarissen (art. 2:144 lid 1 BW).<sup>37</sup>

*b. Vergadering bijeenroepen.* Elke aandeelhouder die alleen of gezamenlijk ten minste 10% van het kapitaal in een naamloze vennootschap (nv) houdt, kan het bestuur verzoeken een algemene vergadering bijeen te roepen. Als het bestuur dit weigert, kan deze aandeelhouder de voorzieningenrechter verzoeken hem te machtigen zelf tot bijeenroeping over te gaan (art. 2:110/2:111 BW).

*c. Agenderingsrecht.* Aandeelhouders die alleen of gezamenlijk ten minste 3% (of zoveel lager als in de statuten is bepaald) van het geplaatste kapitaal van een nv (of een beursgenoteerde besloten vennootschap (bv))<sup>38</sup> houden, kunnen tot 60 dagen voor een algemene vergadering het bestuur verzoeken onderwerpen op de agenda van die vergadering te plaatsen (art. 2:114a BW).

*d. Informatierecht.* In artikel 2:107 lid 2 BW is vastgelegd dat het bestuur en de RvC aan de algemene vergadering alle verlangde inlichtingen verschaffen, tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet. In beginsel gaat het in dit artikel om inlichtingen die ter vergadering worden gevraagd en die de financiële en operationele situatie van de vennootschap betreffen, op basis waarvan de algemene vergadering tot een voldoende gefundeerde besluitvorming kan komen. Of een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich voordoet, is ter beoordeling aan het bestuur en de RvC. De algemene vergadering komt niet de bevoegdheid toe daarover te beslissen.<sup>39</sup> De weigering tot het verschaffen van de gevraagde inlichtingen wordt niet specifiek gesanctioneerd. De beantwoording van door aandeelhouders gestelde vragen loopt daarnaast nogal eens stuk op een discussie of de gestelde vragen wel ‘relevant’ zijn, en niet zozeer op het zwaarwichtige belang dat zich tegen beantwoording zou verzetten.<sup>40</sup> Kortom, het recht is er in theorie, maar in de praktijk is het een weinig effectief middel voor de activistische aandeelhouder.

*e. Het onthouden van decharge.* Met de jaarlijkse decharge tekent de algemene vergadering namens de vennootschap af op het door het bestuur gevoerde beleid en het door de RvC gehouden toezicht over het afgelopen boekjaar van de vennootschap. De laatste jaren is te zien dat de stemming over decharge steeds vaker wordt aangegrepen om een proteststem uit te brengen.<sup>41</sup> Met niet verlenen van decharge aan de bestuurder(s) en/of commissarissen uitend aandeelhouders dan hun ongenoegen over het (vermeende dis)functioneren van het bestuur respectievelijk de RvC. Hoewel de juridische relevantie van het onthouden van decharge (de mogelijkheid van (interne) aansprakelijkheid van de bestuurder(s) en/of de commissarissen jegens de vennootschap blijft formeel bestaan) relatief beperkt is, moet de symbolische waarde ervan niet worden onderschat.

Over het wettelijke informatierecht (sub d) merkten wij al op dat het in de praktijk weinig effectief is. Hetzelfde geldt voor het recht van de algemene vergadering bestuurders en commissarissen te ontslaan (sub a), het recht een algemene vergadering bijeen te roepen (sub b) en het agenderingsrecht (sub c). De grootste hindernis waarop aandeelhouders hierbij stuiten, is dat het bestuur zich op het standpunt stelt dat het ontslag, het bijeenroepen van een algemene vergadering respectievelijk het aangedragen onderwerp voor de agenda verband houdt met de *strategie* van de vennootschap. En over de strategie gaat het bestuur, niet de aandeelhouders.

35 In zijn bekende ABN Amro-beschikking oordeelde de Hoge Raad dat het bepalen van de strategie van een vennootschap en de daaraan verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur, dat de RvC daarop toezicht houdt en dat de algemene vergadering haar opvattingen ter zake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in de wet en statuten toegekende rechten, zie HR 13 juli 2007, NJ 2007/434, JOR 2007/178 (ABN Amro), r.o. 4.3. In gelijke zin: HR 9 juli 2010, NJ 2010/544, JOR 2010/228 (ASMI), r.o. 4.4.1; HR 20 april 2018, NJ 2018/331, JOR 2018/142 (Boskalis/Fugro), r.o. 3.3.6. Zie ook Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, RO 2007/26, JOR 2007/42 (Stork); Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, RO 2017/60, JOR 2017/261 (AkzoNobel), r.o. 3.9. Zie over de strategie tevens Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/139.

36 Dit recht kan worden uitgeoefend door degene die bevoegd is tot benoeming. Hier wordt verondersteld dat dat de algemene vergadering is.

37 In dit artikellid wordt niet vermeld ‘te allen tijde’. Aangenomen wordt dat dit niettemin geldt. Zie o.m. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/417; J.B. Huizink, in: GS Rechtspersonen, art. 2:144 BW, aant. 2.5 (2018); en W.J. Slagter & B.F. Assink, Compendium Ondernemingsrecht, Deventer: Kluwer 2013, p. 766.

38 Art. 2:187 BW.

39 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/6.

40 J.W. van der Staay, Aandeelhoudersactivisme: op zoek naar een nieuw evenwicht?, in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007, Deventer: Kluwer 2007, p. 245.

41 Zie in dit verband ook reeds R. Abma, Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2014, Ondernemingsrecht 2014/120, in par. 3 getiteld ‘Stempunt over decharge wordt vaker aangegrepen om “proteststem” uit te brengen’.

Wat is die strategie dan precies?<sup>42</sup> Dat is niet geheel duidelijk, maar men kan ervan uitgaan dat nagenoeg *alle* onderwerpen die actieve aandeelhouders aan de orde willen stellen (zoals de verkoop van bepaalde bedrijfsonderdelen, wijziging van de samenstelling van het bestuur of de RvC, wijzigingen in de governance, enz.), volgens het bestuur onder de noemer ‘strategie’ zullen vallen. Daarmee staat de aandeelhouder dus eigenlijk al met één-nul achter. Of het ESG-beleid in zijn geheel of op een bepaald deelonderwerp onder de strategie valt, hangt af van het onderwerp in kwestie, maar dit zal in de regel wel het geval zijn.

Dat de ‘strategie’ en de autonome positie van het bestuur en de RvC – ten opzichte van de aandeelhouder – bij het vormen van die strategie in de praktijk een ware hindernis zijn bij de uitoefening door de aandeelhouder van zijn rechten, blijkt bijvoorbeeld uit de bekende Akzo-zaak.<sup>43</sup> In die zaak werd het voorgestelde ontslag van de voorzitter van de RvC door de Ondernemingskamer gezien als (verkapte) bemoeienis met de strategie. Onzes inziens gaat dit vrij ver. Dit roept namelijk de vraag op in welke gevallen een aandeelhouder (bepaalde leden van) het bestuur of de RvC dan wél kan ontslaan. Bij evidente gevallen zoals fraude zal dit voor zich spreken, maar bij een voorgenomen ontslag wegens vermeend niet goed functioneren zal de grens met de te voeren strategie waarschijnlijk moeilijk te markeren zijn. Er blijven dus maar beperkte gevallen over waar – in het licht van de Akzo-beschikking – het ontslag zonder meer mogelijk is. Anders gezegd: de vennootschap zal bij elk verzoek van een aandeelhouder tot het ontslag van een bestuurder of commissaris (of van het bestuur of de RvC als geheel) kunnen schermen met het verweer dat niet het disfunctioneren de reden tot het ontslag is, maar dat de werkelijke reden gelegen is in het feit dat de aandeelhouder zich niet in de strategie kan vinden. Daaraan kan nog worden toegevoegd dat een verzoek tot agendering van het ontslag van een bestuurder of commissaris (of van het bestuur of de RvC als geheel) de wettelijke bedenktijd<sup>44</sup> (250 dagen) of de responstijd uit de (in 2022 herziene) Nederlandse Corporate Governance Code<sup>45</sup> (180 dagen) zal doen intreden. De aandeelhouder is dan minstens een half jaar verder, alvorens hij enig recht kan uitoefenen. Kortom: het uitoefenen van het wettelijk verankerde ontslagrecht van de algemene vergadering is in de praktijk nogal weerbarstig.

Het eerdergenoemde agenderingsrecht is in de praktijk eigenlijk alleen effectief als het gaat om onderwerpen die tot de bevoegdheid van de algemene vergadering behoren. Als de aandeelhouder daartoe verzoekt, dienen die onderwerpen als stempunt te worden geagendeerd, waarna de algemene verga-

dering een besluit kan nemen. Maar bij het agenderingsrecht kan het natuurlijk ook gaan om onderwerpen die niet tot de bevoegdheid van de algemene vergadering behoren. Die onderwerpen behoeven niet als *stempunt*, maar slechts als *bespreekpunt* (discussiepunt) te worden geagendeerd. Wel is het bestuur in beginsel gehouden het verzochte onderwerp op de agenda te plaatsen als aan de vereisten van artikel 2:114a BW is voldaan. In de literatuur zijn diverse argumenten genoemd om agenderingsverzoeken te weigeren.<sup>46</sup> In het arrest Boskalis/Fugro oordeelde de Hoge Raad echter dat ‘een [agenderings] verzoek op grond van art. 2:114a BW (...) slechts *in uitzonderlijke gevallen* [kan] worden geweigerd. Een grondslag voor zo’n weigering kan gelegen zijn in art. 2:8 lid 2 BW of art. 3:13 lid 1 BW’ [toevoegingen en cursivering auteurs].<sup>47</sup> In deze zaak had Boskalis het bestuur van Fugro verzocht het onderwerp afbreken van bescherming van de dochter van Fugro te agenderen als ‘onderwerp waarover het standpunt van de aandeelhouders zal worden gepeild, in die zin dat aan de aandeelhouders de gelegenheid wordt geboden om door middel van het uitbrengen van een stem tot uitdrukking te brengen of zij vóór of tegen de in het agendapunt opgenomen aanbeveling zijn.’ De Hoge Raad oordeelde naar aanleiding van dit verzoek dat de vennootschap *niet* verplicht kan worden een onderwerp dat een aangelegenheid is van het bestuur *ter stemming* op te nemen in de agenda van de algemene vergadering.<sup>48</sup> Daarbij doet, aldus de Hoge Raad, niet ter zake dat die stemming geen rechtsgevolg heeft en wordt betiteld als een informele stemming, een aanbeveling, een motie of een peiling.<sup>49</sup> Een onderwerp dat raakt aan de strategie behoort (dus) niet tot de bevoegdheid van de algemene vergadering en wordt dus niet als stempunt op de agenda geplaatst. Aandeelhouders kunnen slechts onderwerpen ter stemming doen agenderen voor zover de algemene vergadering bevoegd is daarover besluiten te nemen.<sup>50</sup> Wel kan iedere aandeelhouder ter vergadering aan de voorzitter het woord vragen en (na het woord gekregen te hebben) een standpunt innemen over een kwestie die verband houdt met een agendapunt.

Uit het voorgaande kan de (tussen)conclusie worden getrokken dat de belangrijkste rechten die de aandeelhouder heeft, in de praktijk niet altijd even effectief blijken te zijn.

42 Zie daarover verder B.F. Assink, Aandeelhouders en strategie na Boskalis/Fugro, in: De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap (ZIFO-reeks nr. 27), Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 37 e.v. Zie over strategie Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/139.

43 Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, JOR 2017/261 (AkzoNobel).

44 Zie art. 2:114b BW.

45 Zie Best Practice Bepaling 4.1.6 en 4.1.7 van de nieuwe Code.

46 Bijv. L. Timmerman, De rol van vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen, TvOB 2018, afl. 1, p. 14-18.

47 HR 20 april 2018, NJ 2018/331, JOR 2018/142 (Boskalis/Fugro), r.o. 3.3.4.

48 HR 20 april 2018, NJ 2018/331, JOR 2018/142 (Boskalis/Fugro), r.o. 3.3.6-3.3.8.

49 Zie hierover uitgebreider E.J. Breukink, Reikwijdte agenderingsrecht van kapitaalverschaffers, Ondernemingsrecht 2019/18 en de noot van Nowak bij het arrest Hof Den Haag 31 mei 2016, JOR 2016/181 m.nt. R.G.J. Nowak (Boskalis/Fugro).

50 HR 20 april 2018, NJ 2018/331, JOR 2018/142 (Boskalis/Fugro), r.o. 3.3.6-3.3.8. Zie over de in de hoofdtekst genoemde kwestie ook Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/56; J.H.M. Willems, Mogen aandeelhouders strategische onderwerpen agenderen?, Ondernemingsrecht 2017/116.

#### 4 Belangrijke recente ontwikkelingen op het terrein van ESG-wetgeving

In deze paragraaf bespreken wij een aantal recente ontwikkelingen op het terrein van ESG-wetgeving en onderzoeken wij of die ontwikkelingen van invloed zijn of zouden moeten zijn op de bestaande aandeelhoudersrechten, althans op de effectieve uitoefening van die rechten in de praktijk. Achtereenvolgens gaan wij in op (1) de (in 2022 herziene) Nederlandse Corporate Governance Code, (2) de Richtlijn Aandeelhoudersrechten,<sup>51</sup> en (3) de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).<sup>52</sup> Tot slot staan wij nog stil bij het agenderingsrecht van de aandeelhouder in relatie tot ESG-kwesties.

##### 4.1 De nieuwe Nederlandse Corporate Governance Code

De nieuwe Nederlandse Corporate Governance Code is doordeesemd van het thema duurzaamheid. Een van de centrale pijlers van de Code is ‘duurzame langetermijnwaardcreatie’, zie principe 1.1:

‘Het bestuur is verantwoordelijk voor de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en de *duurzame lange termijn waardecreatie* van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Het bestuur houdt rekening met *de effecten van het handelen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming op mens en milieu en weegt daartoe de in aanmerking komende belangen van de stakeholders*. De raad van commissarissen houdt toezicht op het bestuur ter zake.’ [cursivering auteurs]

In de toelichting wordt verduidelijkt dat ‘duurzaam’ in dit verband verwijst naar ‘de balans tussen de sociale, ecologische en economische aspecten van het ondernemen, ook wel de drie P’s: *people, planet en profit*’. In dat kader wordt ook verwezen naar de CSRD en de Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD),<sup>53</sup> die hierna nog aan de orde komen.

Voor de aandeelhouder komt deze centrale pijler tot uitdrukking in Principe 4.4 van de Code, waarin kort gezegd wordt voorgeschreven dat aandeelhouders, waaronder institutionele beleggers ‘het belang van een strategie gericht op *duurzame*

lange termijn waardecreatie’ [cursivering auteurs] onderkennen. In het verlengde van dit Principe bevat de Code een belangrijke bepaling over het zogenoemde ‘betrokkenheidsbeleid’ van institutionele beleggers: ‘Institutionele beleggers geven invulling aan principe 4.4 bij het opstellen van hun betrokkenheidsbeleid. Institutionele beleggers plaatsen hun betrokkenheidsbeleid op hun website.’<sup>54</sup>

Dat werpt bij ons de volgende vraag op: hoe kunnen aandeelhouders op adequate wijze het belang onderkennen van *duurzame* langetermijnwaardcreatie en hoe kunnen institutionele beleggers het thema *duurzaamheid* binnen hun betrokkenheidsbeleid effectief laten doorklinken, wanneer zij – als het er echt op aan komt (lees: het bestuur maakt beleidskeuzes die in hun ogen afbreuk doen aan deze *duurzame* langetermijnwaardcreatie) – niet mogen stemmen, zelfs niet adviserend, over deze beleidskeuzes van het bestuur? Naar ons idee zit er dus een zekere spanning tussen enerzijds de bestuursautonomie ten aanzien van de strategie zoals die onder het geldende recht nogal stevig is verankerd en anderzijds de verantwoordelijkheid voor duurzaamheid die in de Code ook expliciet bij de aandeelhouders – institutioneel en anderszins – wordt gelegd.<sup>55</sup>

##### 4.2 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

In de tweede plaats wijzen wij op de (in 2017 herziene) Richtlijn Aandeelhoudersrechten.<sup>56</sup> Deze richtlijn bevat een belangrijke bepaling over de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers voor ESG-beleid.<sup>57</sup> Deze bepaling is in het Nederlandse recht geïmplementeerd in artikel 5:87c Wet op het financieel toezicht (Wft). Op grond van lid 1 van dit artikel dient een institutionele belegger een ‘betrokkenheidsbeleid’ te hebben en dat op zijn website te publiceren. Op grond van artikel 5:87c lid 2 Wft moet dit betrokkenheidsbeleid onder meer een beschrijving bevatten van:

‘de wijze waarop de institutionele belegger (...) toeziet op de vennootschappen waarin is belegd ten aanzien van relevante aangelegenheden, waaronder de strategie, de financiële en *niet-financiële* prestaties en risico’s, (...) *maatschappelijke* en *ecologische effecten* en *corporate governance* (...)’.  
[cursivering toegevoegd]

De institutionele belegger krijgt dus de verplichting opgelegd om voor alle vennootschappen waarin is belegd ‘toezicht’ te houden op in ieder geval (1) de strategie, (2) de financiële en

51 Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, PbEG 2007, L 184/17.

52 Richtlijn (EU) 2022/2464 van 14 december 2022 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 537/2014, Richtlijn 2004/109/EG, Richtlijn 2006/43/EG en Richtlijn 2013/34/EU, met betrekking tot duurzaamheidsrapportering door ondernemingen. Zie over de CSRD o.m. J.B.S. Hijink & L.K. van Dijk, Finalisering van de Europese CSRD: een mijlpaal voor duurzaamheidsverslaggeving met grote impact op het ondernemingsrecht vanaf 2025, Ondernemingsrecht 2022/87.

53 Toen de nieuwe Code in 2022 werd opgesteld, was de CSDDD nog niet aangenomen. In de toelichting op de Code wordt dus nog verwezen naar het voorstel voor de CSDDD van de Europese Commissie van 23 februari 2022. Na een bewogen wetgevingsproces is op 15 maart 2024 over de CSDDD een *final compromise* bereikt tussen de Europese Raad en het Europees Parlement. De tekst van de *final compromise* is hier te raadplegen: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-6145-2024-INIT/en/pdf>.

54 Best Practice Bepaling 4.3.5 van de nieuwe Code.

55 Zie kritisch over de rol van aandeelhouders op dit gebied: H.J. de Kluiver, Onderneming en duurzaamheid, WPNR 2023/7407, par. 9 (‘Van aandeelhouders kan niet veel worden verwacht’).

56 Zie voor de herziening Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft, PbEU 2017, L 132/1.

57 J.M. de Jongh, Say on climate. Over negatieve externe effecten en verdeling van bevoegdheden, Ondernemingsrecht 2021/110, par. 4, heeft hier in een mooi artikel al een keer de aandacht op gevestigd.

*niet-financiële* prestaties en risico's, (3) de *maatschappelijke* en *ecologische* effecten van het beleid, en (4) de *corporate governance*. Dat doet wederom de volgende vraag rijzen: hoe kunnen aandeelhouders op effectieve wijze 'toezicht' houden op de strategie, waaronder het ESG-beleid, als zij – als het er echt op aan komt – niet mogen stemmen, zelfs niet adviserend, over beleidskeuzes van het bestuur? Ook hier zien wij spanning ontstaan met het 'bastion' van de bestuursautonomie.

#### 4.3 Corporate Sustainability Reporting Directive

In de derde plaats vestigen wij de aandacht op de begin 2023 in werking getreden CSRD. Deze richtlijn strekt tot wijziging van (onder meer) de EU-Richtlijn jaarrekening<sup>58</sup> en is van toepassing op 'grote' ondernemingen als bedoeld in de EU-Richtlijn jaarrekening en op (vrijwel alle) beursvennootschappen.<sup>59</sup>

Een belangrijk, zo niet het belangrijkste, onderdeel van de CSRD is dat de zojuist genoemde 'grote' ondernemingen en (vrijwel alle) beursvennootschappen jaarlijks een duurzaamheidsrapportage moeten opstellen en publiceren.<sup>60</sup> Het voert in het kader van deze bijdrage te ver om de details van deze duurzaamheidsrapportage uiteen te zetten, maar de essentie is dat vennootschappen vergaande verplichtingen krijgen opgelegd zich te verantwoorden over de doelstellingen en realisatie van ESG-beleid. Grosso modo kan bij deze rapportageplicht een onderscheid worden gemaakt tussen (1) het afleggen van verantwoording over het *gevoerde* ESG-beleid en de resultaten van dat beleid in het *afgelopen* boekjaar (het *backward looking*-gedeelte van de duurzaamheidsrapportage); en (2) het formuleren van de doelstellingen van het *toekomstige* ESG-beleid en de daarbij behorende strategie (het *forward looking*-gedeelte van de duurzaamheidsrapportage).

Medio 2024 moet de CSRD zijn geïmplementeerd. De komende tijd zal de Nederlandse wetgever dus moeten bepalen hoe hij deze nieuwe rapportageplicht precies wil vormgeven in het nationale recht. Daarbij zal moeten worden nagedacht over de vragen hoe deze rapportageplicht (1) past in het stelsel van *checks-and-balances* van het Nederlandse vennootschapsrecht, en (2) zich verhoudt tot de jaarlijkse verantwoording zoals het bestuur die nu – met name over het financiële beleid – aflegt door middel van de jaarlijkse financiële verslaggeving. Wat ons betreft biedt de implementatie van de CSRD een niet te missen kans de jaarlijkse verantwoordingsplicht van het be-

stuur, zowel ten aanzien van het financiële beleid als het niet-financiële beleid, nog eens goed te doordenken.

Dit roept meteen de vervolgvraag op wat de rol van de aandeelhouder zou moeten zijn ten aanzien van deze rapportage, zeker met het oog op de rol die de aandeelhouder op het gebied van duurzaamheid wordt toebedeeld in de nieuwe Code en de Richtlijn Aandeelhoudersrechten. Wij zouden hier het standpunt willen verdedigen dat de aandeelhouder op de jaarlijkse algemene vergadering zou moeten kunnen stemmen over in ieder geval het *backward looking*-gedeelte van de duurzaamheidsrapportage. Het minste dat wij de algemene vergadering hier kunnen geven is een *adviserende, niet-bindende*, stem, maar wij durven wel de stelling aan dat wij de algemene vergadering hier ook een *bindende* stem zouden kunnen geven.<sup>61</sup> Een deel van de argumentatie hebben wij hiervoor al ontvouwd. Op grond van de nieuwe Code moeten aandeelhouders het belang onderkennen van *duurzame* langetermijnwaardecreatie en moeten zij in hun betrokkenheidsbeleid duurzaamheid effectief laten doorklinken. Daarnaast worden aandeelhouders op grond van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten geacht 'toezicht' te houden op de *niet-financiële* prestaties en risico's van de vennootschappen waarin is belegd en op de *maatschappelijke* en *ecologische* effecten van het beleid van de vennootschappen waarin is belegd. Deze aandeelhoudersverplichtingen, en de rechten die belanghebbenden weer aan deze verplichtingen kunnen ontleen, zullen in de praktijk weinig effect sorteren, als aandeelhouders niet ten minste *adviserend* zouden mogen stemmen over het belangrijkste verantwoordingsdocument van het bestuur wat betreft het ESG-beleid. Wij hebben nog drie aanvullende argumenten om in de beschouwing te betrekken.

In de eerste plaats is in ons vennootschapsrechtelijke systeem de algemene vergadering bevoegd de jaarrekening vast te stellen. Door de vaststelling door de algemene vergadering wordt de jaarrekening een vennootschappelijk stuk. De jaarrekening heeft vooral betrekking op financiële informatie, terwijl de duurzaamheidsrapportage vooral betrekking heeft op *niet-financiële* informatie, of beter gezegd: 'duurzaamheidsinformatie'

58 Richtlijn 2013/34/EU van het Europees Parlement en van de Raad van 26 juni 2013 betreffende de jaarlijkse financiële overzichten, geconsolideerde financiële overzichten en aanverwante verslagen van bepaalde ondernemingsvormen, tot wijziging van Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad en tot intrekking van Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad, PbEU 2013, L 182/19.

59 Zie over het toepassingsbereik van de CSRD o.m. Van Dijk & Hijink 2022, par. 2.2.

60 Zie over deze duurzaamheidsrapportage recent in dit tijdschrift K. van Middelaar, ESG-litigation: duurzaamheidsverslaggeving, CSRD en de jaarrekeningprocedure bij de Ondernemingskamer, MvO 2024, afl. 1-2, p. 1-8, par. 2.

61 Als wij het goed begrijpen, pleit ook Eumedion voor een bindende stem van de algemene vergadering over de duurzaamheidsrapportage, maar dan wel over de *gebele* rapportage en niet specifiek over het *backward looking*-gedeelte ervan. Eumedion wil de duurzaamheidsrapportage namelijk net als de jaarrekening formeel laten vaststellen door de algemene vergadering. Zie Eumedion, Evaluation of the 2022 AGM Season, p. 12, te raadplegen via [www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/Evaluation-AGM-season-2022-def.pdf?v=220713081225](http://www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/Evaluation-AGM-season-2022-def.pdf?v=220713081225), en Eumedion, Policy Plan 2023. Impactful on good governance and sustainability, p. 8, te raadplegen via [www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/Beleidsplan-2023.pdf?v=221216112541](http://www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/Beleidsplan-2023.pdf?v=221216112541).

tie'.<sup>62</sup> Dat doet bij ons de retorische vraag rijzen waarom duurzaamheidsinformatie zoveel onbelangrijker zou zijn dan financiële informatie, dat financiële informatie (lees: de jaarrekening) door de algemene vergadering moet worden vastgesteld, terwijl zij over duurzaamheidsinformatie niet eens adviserend zou mogen stemmen?

Overigens speelt hier ook nog een ander punt. Een van de argumenten die Van Olffen en Breukink aanvoeren tegen het geven van een adviserende stem aan de aandeelhouder over ESG-beleid, is dat volgens hen het onderscheid tussen het 'reguliere' beleid en het ESG-beleid in de praktijk niet of nauwelijks te maken is.<sup>63</sup> Maar volgens ons is het van tweeën een. Als het onderscheid tussen het reguliere beleid en het ESG-beleid inderdaad zo moeilijk te maken is, ligt het niet erg voor de hand de aandeelhouder (via de jaarrekening) wel bindend te laten stemmen over (de uitkomsten van) het financiële beleid, terwijl hij over (de uitkomsten van) het niet-financiële beleid in het geheel niet mag stemmen.

In de tweede plaats wijzen wij erop dat indien de algemene vergadering het recht wordt onthouden een oordeel uit te spreken over (het *backward looking*-gedeelte van) de duurzaamheidsrapportage, het gevaar bestaat dat de algemene vergadering op oneigenlijke gronden zal besluiten de jaarrekening *niet* vast te stellen. Onvrede bij de algemene vergadering over de duurzaamheidsrapportage uit zich dan in onvrede bij de algemene vergadering over de jaarrekening.

In de derde plaatsen denken wij dat als de algemene vergadering het recht wordt onthouden een oordeel uit te spreken over (het *backward looking*-gedeelte van) de duurzaamheidsrapportage, het gevaar bestaat dat de algemene vergadering op oneigenlijke gronden zal besluiten aan de bestuurders en/of commissarissen geen decharge te verlenen. De algemene vergadering die via een stemming het ESG-beleid wil afkeuren, maar geen oordeel mag geven over de duurzaamheidsrapportage, uit dan haar onvrede door het niet verlenen van decharge. De verhouding tussen enerzijds het bestuur respectievelijk de RvC en anderzijds de algemene vergadering dreigt daarmee onnodig antagonistisch te worden.

Tot besluit van dit uitstapje naar de CSRD hebben wij nog een opmerking over het *forward looking*-gedeelte van de duurzaamheidsrapportage. Op grond van dezelfde argumenten als

die wij hiervoor hebben gegeven voor het *backward looking*-gedeelte, zou het voor de hand liggen om de algemene vergadering ook *adviserend* te laten stemmen over het *forward looking*-gedeelte. Wij voegen hier meteen aan toe dat het wat dit *forward looking*-gedeelte betreft wel bij een *adviserende* stem zou moeten blijven. Een *bindende* stem over dit gedeelte achten wij een brug te ver en zou ook niet goed passen bij de bestuursautonomie ten aanzien van de strategie.

#### 4.4 Het agenderingsrecht in relatie tot ESG-kwesties

Dan rijst tot slot nog de vraag hoe het nu zit met het agenderingsrecht van aandeelhouders in relatie tot ESG-kwesties. Is het bestuur verplicht een agenderingsverzoek van een aandeelhouder te honoreren, indien dat verzoek inhoudt de algemene vergadering *adviserend* te laten stemmen over zijn voorstel het ESG-beleid van de vennootschap (op onderdelen) te wijzigen? Abma heeft zich eerder al over deze vraag uitgelaten.<sup>64</sup> Evenals Abma zijn wij van mening dat dit agenderingsverzoek niet hoeft af te stuiten op Boskalis/Fugro. In de eerste plaats – ook Abma wijst hier op – ging het agenderingsverzoek in Boskalis/Fugro over een heel ander onderwerp dan ESG-beleid, namelijk over het afbreken van een beschermingsconstructie op dochterniveau. Het ging in principe dus niet om een verzoek waarmee werd beoogd bij te dragen aan *duurzame* langetermijnwaardecreeatie. In de tweede plaats is de tijdgeest sinds het arrest Boskalis/Fugro enorm veranderd. Toen Boskalis/Fugro zo'n zes jaar geleden werd gewezen, was ESG veel minder een *hot topic* dan het nu is. Zes jaar geleden was er nog géén implementatie van de herziene Aandeelhoudersrichtlijn; géén CSRD; géén Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR);<sup>65</sup> géén CSDDD; en – *last but not least* – géén Corporate Governance Code doordeesemd van ESG met als belangrijkste pijler '*duurzame* langetermijnwaardecreeatie'. Boskalis/Fugro is met andere woorden gewezen in een tijd waarin het concept langetermijnwaardecreeatie een andere lading c.q. klankkleur had en waarin anders kon worden gedacht over de rol en verantwoordelijkheid van de aandeelhouder ten aanzien daarvan.

Wanneer de aandeelhouder heden ten dage een (agenderings) verzoek doet *adviserend* te mogen stemmen over een ESG-voorstel, hoeft dat verzoek dus niet per se af te stuiten op Boskalis/Fugro. Een van de kritiekpunten op het hier verdedigde standpunt is dat niet duidelijk zou zijn waarover dan gestemd zou moeten worden. Die kritiek is in ieder geval ten dele achterhaald door de mate van detail van de duurzaamheidsrapportage van de CSRD en door de steeds uitgebreider wor-

62 Wij verwijzen in dit verband naar considerans 8 van de CSRD: 'Veel belanghebbenden zijn van mening dat de term 'niet-financieel' niet accuraat is, met name omdat hij impliceert dat de betrokken informatie financieel niet relevant is. Dergelijke informatie heeft echter steeds meer financiële relevantie. Veel organisaties, initiatieven en beoefenaren op het gebied van duurzaamheidsrapportering hebben het over "duurzaamheidsinformatie". Het geniet dan ook de voorkeur de term "duurzaamheidsinformatie" te gebruiken in plaats van "niet-financiële informatie". Richtlijn 2013/34/EU moet daarom worden aangepast zodat rekening wordt gehouden met die gewijzigde terminologie.'

63 M. van Olffen & E.J. Breukink, Say on what's next, Ondernemingsrecht 2022/17.

64 Zie R. Abma, De duurzaamheid van de AVA, Van der Heijden Congres 2022, onder nr. 3.2 (toegankelijk via: [www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/Speech-Nijmeegs-Congres-8-4-22.pdf](http://www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/Speech-Nijmeegs-Congres-8-4-22.pdf)). Zie over deze discussie ook het verslag van het symposium ESG & Aandeelhoudersactivisme georganiseerd op 9 februari 2023 door Clifford Chance Amsterdam: M.E.F. Elias & G.T. Poolman, Verslag symposium 'ESG & aandeelhoudersactivisme', Ondernemingsrecht 2023/60, onder 2.

65 Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 betreffende informatieversterving over duurzaamheid in de financiële dienstensector, PbEU 2019, L 317.

dende duurzaamheidsrapportages die de meeste beursvennootschappen nu al publiceren op grond van het Besluit bekendmaking niet-financiële informatie.<sup>66</sup> Mede vanwege die mate van detail is het volgens ons heel goed mogelijk afgebakende voorstellen te doen, net zoals dat altijd al mogelijk was voor niet ESG-gerelateerde onderwerpen.

Daar komt bij dat het agenderen van aandeelhoudersresoluties, daar een debat over voeren en vervolgens erover stemmen ook gewoon gebeurt in de ons omringende landen.<sup>67</sup> Dat leidt geregeld tot nuttige vragen die plenair worden besproken en levendige discussies, hetgeen soms resulteert in aanpassing van de strategie. De strategie wordt daar doorgaans beter van en ook ontstaat daardoor meer draagvlak voor die strategie, zowel onder aandeelhouders als onder andere stakeholders. Waarom een dialoog over een dermate belangrijk onderwerp bij voorbaat en koste wat kost voorkomen zou moeten worden, blijft voor ons de grote vraag.

## 5 Andere ESG-tools voor de activistische aandeelhouder

### 5.1 De Ondernemingskamer

Een van de instrumenten waarvan de activistische aandeelhouder zich traditioneel bedient, is het enquêterecht. Het spreekt voor zich dat een aandeelhouder met betrekking tot 'G'-geschillen bij de Ondernemingskamer aan het juiste adres is. Maar hoe zit dat met 'S'- en 'E'-vraagstukken? Kan een aandeelhouder daarmee ook naar de Ondernemingskamer?

Al in 1979 kwalificeerde de Ondernemingskamer het handelen van *Batco* op het gebied van sociaal beleid – waaronder het staken van overleg met de bonden – als wanbeleid (de 'S'). In het kader van de vaststelling dat sprake was van handelen in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap werd specifiek overwogen dat niet zonder betekenis was dat *Batco's* moedervenootschap 'de OECD-Guidelines als richtlijn voor haar beleid [had] aanvaard'.<sup>68</sup>

Wij zien geen reden waarom dat bij de 'E' van *environmental* anders zou zijn. De prominente plaats van de thema's duurzaamheid en duurzame langetermijnwaardcreatie in de nieuwe Code is al genoemd. Veel grote ondernemingen erkennen expliciet en proactief dat 'E' een zaak is die een essentieel onderdeel uitmaakt van de strategie. Met de hiervoor besproken ontwikkelingen zal het 'E'-beleid alleen maar belangrijker wor-

den. Handelen in strijd met nationale of internationale normen die de vennootschap al dan niet vrijwillig onderschrijft, zal het belang van de vennootschap steeds meer kunnen raken. Het is wat dat betreft wachten op de eerste ESG-enquête waarmee een duurzaamheidsthema aan de orde wordt gesteld.<sup>69</sup>

Naast het indienen van een enquêteverzoek kunnen aandeelhouders de Ondernemingskamer vragen onmiddellijke voorzieningen te treffen. Aan welke onmiddellijke voorzieningen kan een ESG-activistische aandeelhouder denken? Bijvoorbeeld de benoeming van een tijdelijk bestuurder (of commissaris). Wat de 'E' betreft kan het dan bijvoorbeeld gaan om het doorlichten van bepaalde aspecten van het duurzaamheidsbeleid en/of de informatievoorziening rondom dat beleid aan aandeelhouders. Ook kan de tijdelijk bestuurder worden aangesteld om een impasse in de ESG-besluitvorming te doorbreken. Zoals bekend kan de Ondernemingskamer de tijdelijk bestuurder ('OK-bestuurder') een algemene opdracht meegeven, maar zij mag hem of haar geen specifieke instructies geven.<sup>70</sup> Onzekerder is het antwoord op de vraag of de Ondernemingskamer bijvoorbeeld kan bepalen dat de OK-bestuurder de klimaatstrategie van de vennootschap in lijn moet brengen met de doelstellingen van het Akkoord van Parijs (nog even daargelaten of kan worden vastgesteld wat dat voor een specifieke onderneming precies zou betekenen). De OK-bestuurder opereert zelfstandig en is geen 'verlengstuk' van de Ondernemingskamer.<sup>71</sup> Het is aan de OK-bestuurder zelf om binnen de grenzen van zijn of haar taken en bevoegdheden te beoordelen of bepaalde maatregelen door de vennootschap moeten worden getroffen.<sup>72</sup> Uiteraard realiseren wij ons dat het nog maar de vraag is of de Ondernemingskamer ooit zo ver wil gaan een OK-ESG-bestuurder te benoemen. Noemenswaardig in dit verband is in ieder geval wel dat het in andere jurisdicties al is gelukt bestuurders met *ESG-credentials* benoemd te krijgen zonder daarvoor juridische procedures te hoeven voeren (zie het in par. 2 besproken voorbeeld van Engine No. 1).

Een andere relevante vraag in dit verband is of de advocaat-generaal, in lijn met de veranderende maatschappelijke opvattingen en de andere hiervoor omschreven ontwikkelingen, geneigd zal zijn een enquêteverzoek in te dienen ten aanzien van een ESG-gerelateerd onderwerp. De advocaat-generaal heeft immers de bevoegdheid om wegens redenen van 'openbaar be-

66 Besluit van 14 maart 2017, houdende regels ter uitvoering van richtlijn 2014/95/EU van het Europees Parlement en van de Raad van 22 oktober 2014 tot wijziging van richtlijn 2013/34/EU met betrekking tot de bekendmaking van niet-financiële informatie en informatie inzake diversiteit door bepaalde grote ondernemingen en groepen, PbEU 2014, L 330 (Besluit bekendmaking niet-financiële informatie), Stb. 2017, 100.

67 In dit verband kan bijv. worden gewezen op de jaarlijkse algemene vergadering van (de tot voor kort Nederlandse vennootschappen) Shell en Unilever.

68 Hof Amsterdam (OK) 21 juni 1979, NJ 1980/71 m.nt. Maeijer (*Batco Nederland*).

69 Zie hierover ook J. van Bekkum, De advocaat-generaal en duurzaamheidsmisstanden in het enquêterecht, WPNR 2023/7407, p. 337 e.v.; J.G. van de Waerd, ESG-commitments zijn niet (langer) vrijblijvend. De invoering van een 'maatschappelijke enquête' als stok achter de deur?, MvO 2024, afl. 1-2, p. 9-16.

70 Zie o.m. D.J.F.F.M. Duynstee & T. Drenth, De door de Ondernemingskamer benoemde tijdelijke bestuurder en commissaris, MvO 2021, afl. 7-8, par. 2.2 en 2.3. Zie tevens F. Eikelboom, De (onmiddellijke) voorzieningen van de enquêteprocedure (IVOR nr. 105), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 263.

71 Zie o.m. Hof Amsterdam (OK) 11 december 2013, JOR 2014/36 (Slotervaart), r.o. 3.1. Zie nader Eikelboom 2017/16.3.5.

72 HR 11 juli 2014, NJ 2014/389, JOR 2014/263 (Novero), r.o. 3.3.3.

lang' een enquêteverzoek in te dienen (zie art. 2:345 lid 2 BW).<sup>73</sup> Wij denken dat veel ESG-onderwerpen – zoals de schadelijke effecten van ondernemingsbeleid op milieu, klimaat en/of mensenrechten – onder de noemer van het openbaar belang zullen vallen.<sup>74</sup> Hierbij is van belang dat dit begrip ruim mag worden uitgelegd.<sup>75</sup>

Ten slotte: een andere route die naar de Ondernemingskamer leidt, is de jaarrekeningprocedure van artikel 2:447 BW. Wij bespraken hiervoor al de CSRD, die tot gevolg heeft dat het duurzaamheidsverslag onderdeel zal worden van het bestuursverslag. Dit duurzaamheidsverslag valt daarmee onder de reikwijdte van artikel 2:447 lid 1 BW. Deze route zou kunnen worden bewandeld om de Ondernemingskamer te verzoeken de vennootschap te bevelen haar duurzaamheidsverslag aan te passen overeenkomstig de door de Ondernemingskamer gegeven aanwijzingen.<sup>76</sup> Een dergelijk bevel tot herinrichting van het duurzaamheidsverslag kan vervolgens een opstapje vormen tot een aansprakelijkheidsprocedure tegen de bestuurders en/of commissarissen (zie art. 2:139 BW respectievelijk art. 2:150 BW) of tegen de accountant,<sup>77</sup> of zou kunnen dienen als aanvullend onderdeel in een PR-campagne tegen de desbetreffende vennootschap. Gezien het toepassingsbereik van artikel 2:447 BW (jo. art. 2:360 lid 1 BW) zal dit met name een risico vormen voor Nederlandse vennootschappen (en minder voor buitenlandse vennootschappen die actief zijn in Nederland).

### 5.2 Greenwashing-claims

Een ander instrument dat de ESG-activistische aandeelhouder zou kunnen inzetten, is de vennootschap (en/of haar bestuurders) het verwijt maken zich te bezondigen aan 'greenwashing'.

De sterk groeiende vraag naar 'groene' financiële producten en diensten biedt veel kansen voor financiële instellingen. De explosierende vraag naar onder andere *sustainability-linked loans* en *bonds*, *sustainability bonds*, *green loans* en *bonds*, enz. is daar een goed voorbeeld van. Daarnaast spelen financiële instellingen in op de maatschappelijke veranderingen door ook in publieke uitingen veel aandacht te vragen voor hun 'groene' investeringen en leningen. Of claims als 'groen', 'klimaatvriendelijk', 'duurzaam', enz. ook daadwerkelijk worden waargemaakt, is een vraag die in toenemende mate wordt gesteld, zowel door non-gouvernementele organisaties (ngo's), consumenten, als toezichthouders. Bij dergelijke claims bestaat dus een significant risico op klachten, gerechtelijke procedures of ingrijpen door toezichthouders. Ook aandeelhouders kunnen deze route bewandelen, waarbij deze route niet zelden de eerste stap zal zijn in een langere en uitgebreidere 'aanvalscampagne'.

Een uitputtende behandeling van dit onderwerp voert voor deze bijdrage te ver. Naar Nederlands recht zijn op duurzaamheidsclaims verschillende normen c.q. standaarden van toepassing. Dit zijn onder andere (1) de regeling oneerlijke handelspraktijken (regeling OHP), (2) de regeling misleidende en vergelijkende reclame (regeling MVR), (3) de *Leidraad duurzaamheidsclaims* van de ACM van 13 juni 2023 (ACM Leidraad),<sup>78</sup> (4) en de *Leidraad duurzaamheidsclaims* van de AFM van 4 oktober 2023 (AFM Leidraad)<sup>79</sup> en (5) de Code voor Duurzaamheidsreclame (CDR) van de Stichting Reclame Code.

Het BW kent geen specifieke bepalingen voor duurzaamheidsclaims. Eisende partijen zullen hun vordering in de regel baseren op de regeling OHP (afdeling 6.3.3A BW)<sup>80</sup> of de regeling MVR (afdeling 6.3.4 BW).<sup>81</sup> Beide regelingen betreffen een species van de reguliere onrechtmatige daad (art. 6:162 BW) en beide regelingen bevatten (anti)misleidingsnormen. De regeling OHP is de relevante aansprakelijkheidsgrondslag als het gaat om de aansprakelijkheid van de vennootschap jegens de *particuliere* belegger (de consument). De regeling MVR is de relevante aansprakelijkheidsgrondslag als het gaat om de aansprakelijkheid van de vennootschap jegens de *professionele* be-

73 Interessant in dit verband is dat de advocaat-generaal recent in twee verschillende zaken een enquêteverzoek heeft ingediend, al waren dit geen ESG-enquêtes, zie Hof Amsterdam (OK) 3 november 2022, JOR 2022/285 m.nt. Bartman (Centric) en HR 18 november 2022, NJ 2022/368 (SMHHC).

74 Zie in gelijke zin K.A.M. van Vught, De maatschappelijke enquête herkennen. Over een enquêtebevoegdheid voor maatschappelijke organisaties, *Ondernemingsrecht* 2021/91, par. 2.1; J. van Bekkum, De advocaat-generaal en duurzaamheidsmisstanden in het enquêterecht, *WPNR* 2023/7407, p. 337 e.v.; E. Schmieman, De bevoegdheden van de advocaat-generaal bij het gerechtshof Amsterdam in het enquêterecht (art. 2:345 lid 2 en 2:355 lid 1 BW), in: G. van Solinge & M. Holtzer (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* (VDHI deel 75), Deventer: Kluwer 2004, p. 374.

75 Zie hierover o.m. K. Spruitenburg, *De enquêtgerechtigden bij de NV en de BV*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. 10.5.2.3 en de verwijzingen naar de parlementaire geschiedenis in par. 10.5.

76 Zie hierover recent in dit tijdschrift K. van Middelaar, ESG-litigation: duurzaamheidsverslaggeving, CSRD en de jaarrekeningprocedure bij de Ondernemingskamer, *MvO* 2024, afl. 1-2, p. 1-8. Deze 'nieuwe rechtsingang' werd ook expliciet genoemd door de voorzitter van de Ondernemingskamer in een interview, Dit kan alleen maar in Nederland, *De Financiële Telegraaf*, T35, 19 augustus 2023.

77 Zie daarover nader J.B.S. Hijink, *Misleidende duurzaamheidsverslaggeving*, in: J. van Bekkum e.a. (red.), *Vereniging Corporate Litigation 2022-2023* (VDHI nr. 181), p. 510 e.v.

78 Leidraad duurzaamheidsclaims van de Autoriteit Consument & Markt van 13 juni 2023, ter vervanging van de eerdere Leidraad van 28 januari 2021.

79 Leidraad duurzaamheidsclaims van de Autoriteit Financiële Markten. Handvatten voor het maken van duurzaamheidsclaims door financiële ondernemingen en Pensioenuitvoerders, AFM 4 oktober 2023, p. 9.

80 Zie over de regeling OHP de handboeken Asser/Sieburgh 6-IV 2019/305-313; D.W.F. Verkade, *Oneerlijke handelspraktijken jegens consumenten* (Mon. BW nr. B49a), Deventer: Wolters Kluwer 2016. De regeling OHP vormt de implementatie van de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken (Richtlijn 2005/29/EG), PbEU 2005, L 149/22.

81 Zie over de regeling MVR de handboeken Asser/Sieburgh 6-IV 2019/305-309 en 314-332; D.W.F. Verkade, *Misleidende (B2B) reclame en vergelijkende reclame* (Mon. BW nr. B49b), Deventer: Wolters Kluwer 2019. De regeling MVR vormt de implementatie van de Richtlijn inzake misleidende reclame en vergelijkende reclame (Richtlijn 2006/114/EG), PbEU 2006, L 376/21.

legger (de persoon of rechtspersoon die handelt in de uitoefening van zijn of haar beroep of bedrijf). De toegevoegde waarde van beide regelingen is gelegen in de bewijslastomkering van artikel 6:193j BW respectievelijk artikel 6:195 BW, zowel op het punt van de juistheid en volledigheid van de verstrekte informatie als de toerekening van de onrechtmatige daad. Naast de regeling OHP en de regeling MVR is er natuurlijk ook nog de reguliere onrechtmatige daad (art. 6:162 BW), waarop eisende partijen hun vordering kunnen baseren, maar dan zonder het voordeel van de dubbele bewijslastomkering. Recent oordeelde de rechtbank Amsterdam naar aanleiding van een aantal vorderingen die FossielVrij had ingesteld tegen KLM op grond van de regeling OHP dat een aantal reclame-uitingen die KLM in het verleden voerde, misleidend en daarmee onrechtmatig waren.<sup>82</sup> In het vonnis wordt verwezen naar de Nederlandse Reclame Code en de Milieu Reclame Code. De rechtbank overweegt in dat verband dat de uitspraken van de Reclame Code Commissie en het College van Beroep het wettelijke civielrechtelijke normenkader nader inkleuren.<sup>83</sup> Ten slotte noemen wij nog dat op 22 maart 2023 het voorstel voor een ‘Richtlijn groene claims’ is aangenomen,<sup>84</sup> dat een aanvulling vormt op de wijzigingen die recent zijn doorgevoerd in de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken<sup>85</sup> en de Richtlijn consumentenrechten<sup>86</sup> om de positie van de consument in de ‘groene transitie’ te versterken door middel van betere informatie en door middel van bescherming tegen oneerlijke handelspraktijken.<sup>87</sup> Het doel van de Richtlijn groene claims is kort gezegd om onjuiste milieucclaims aan te pakken door te waarborgen dat consumenten betrouwbare, vergelijkbare en verifieerbare informatie krijgen, zodat zij duurzamere keuzes kunnen maken en het risico op *greenwashing* wordt verkleind.

De Autoriteit Consument & Markt (ACM) heeft de bevoegdheid boetes op te leggen voor misleidende reclame (waaronder

*greenwashing*).<sup>88</sup> Twee Nederlandse energiebedrijven hebben bijvoorbeeld reclame-uitingen op hun website gewijzigd of daarvan verwijderd en significante betalingen gedaan aan duurzame doelen ter ‘compensatie van onduidelijke en onvoldoende onderbouwde duurzaamheidsclaims’. Dat deden zij naar aanleiding van een onderzoek van de ACM, waarin de ACM concludeerde dat die reclame-uitingen in strijd waren met de (eerdere versie van de) ACM Leidraad.<sup>89</sup> Weliswaar heeft de ACM in deze zaak geen boetes opgelegd, maar zij heeft te kennen gegeven dat in toekomstige gevallen waarschijnlijk wel te gaan doen.

Met de AFM Leidraad wordt eveneens beoogd richting te geven aan het gebruik van duurzaamheidsclaims. De AFM Leidraad heeft niet de status van wet- of regelgeving, maar biedt handvatten aan marktpartijen voor een juiste invulling van de voor *financiële ondernemingen* (in de zin van de Wft) geldende norm voor informatieverstrekking, die luidt dat de informatie ‘correct, duidelijk en niet-misleidend’ moet zijn (zie art. 4:19 lid 2 Wft), en de voor *pensioenuitvoerders* (in de zin van de Pensioenwet) geldende norm voor informatieverstrekking, die luidt dat de informatie ‘correct, duidelijk en evenwichtig’ moet zijn (zie art. 48 Pensioenwet). Op grond van de AFM Leidraad dienen duurzaamheidsclaims (1) juist, representatief en actueel, (2) concreet en goed onderbouwd en (3) begrijpelijk, passend en vindbaar te zijn.<sup>90</sup>

Met de Code voor Duurzaamheidsreclame (CDR)<sup>91</sup> wordt beoogd te stimuleren dat op verantwoorde wijze duurzaamheidsreclame wordt gemaakt. Duurzaamheidsreclame is volgens de CDR reclame waarin een of meer duurzaamheidsclaims worden gedaan. De CDR doet niet af aan wet- en regelgeving of specifieke duurzaamheidsbepalingen in andere reclamecodes. Ook is het niet de bedoeling met de CDR af te wijken van beleidsuitgangspunten van de overheid, zoals verwoord in de ACM Leidraad. Duurzaamheidsclaims moeten op grond van de CDR op duidelijke, specifieke, juiste en on dubbelzinnige wijze worden gepresenteerd (art. 3.1) en daarnaast moeten alle duurzaamheidsclaims aantoonbaar juist zijn (art. 4). De bewijslast daaromtrent rust op de adverteerder. Naarmate de duurzaamheidsclaims absoluut zijn geformuleerd (bijvoorbeeld ‘CO<sub>2</sub>-neutraal’), worden zwaardere eisen gesteld aan de bewijslast. Aangezien het indienen van een klacht bij de Reclame Code Commissie (RCC) zeer laagdrempel

82 Rb. Amsterdam 20 maart 2024, ECLI:NL:RBAMS:2024:1512 (FossielVrij/KLM).

83 Rb. Amsterdam 20 maart 2024, ECLI:NL:RBAMS:2024:1512 (FossielVrij/KLM), r.o. 4.19. Overigens kan de vraag worden gesteld wat precies de toegevoegde waarde is geweest van deze procedure. Toen het vonnis werd gewezen, werden de daarin beoordeelde reclames al niet meer gevoerd. Anders dan een verklaring voor recht dat de (oude) reclame-uitingen misleidend en onrechtmatig waren, is – anders dan werd gevorderd – geen verbod tot het voeren van de desbetreffende reclame-uitingen of bevel tot verwijdering of rectificatie toegewezen, zie r.o. 4.56-4.61.

84 Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de staving en het communiceren van uitdrukkelijke milieucclaims (Richtlijn groene claims), 22 maart 2023, COM(2023)166 final, 2023/0085(COD).

85 Richtlijn 2005/29/EG, PbEU 2005, L 149/22.

86 Richtlijn 2011/83/EU, PbEU 2011, L 304/64.

87 Richtlijn (EU) 2024/825 van het Europees Parlement en de Raad van 28 februari 2024 tot wijziging van de Richtlijnen 2005/29/EG en 2011/83/EU wat betreft het versterken van de positie van de consument voor de groene transitie door middel van betere informatie en door middel van bescherming tegen oneerlijke praktijken, PbEU 2024, L 6.3.2024.

88 De ACM Leidraad kent vijf vuistregels voor duurzaamheidsreclame: (1) Gebruik juiste, duidelijke, specifieke en volledige duurzaamheidsclaims, (2) Onderbouw uw duurzaamheidsclaims met feiten en houd ze actueel, (3) Maak eerlijke vergelijkingen met andere producten of concurrenten, (4) Beschrijf toekomstige duurzaamheidsambities concreet en meetbaar, (5) Zorg dat visuele claims en keurmerken behulpzaam zijn voor consumenten en niet verwarrend.

89 Zie [www.acm.nl/nl/publicaties/toezegging-vattenfall-duurzaamheidsclaims-energie](http://www.acm.nl/nl/publicaties/toezegging-vattenfall-duurzaamheidsclaims-energie) en [www.acm.nl/nl/publicaties/toezegging-greenchoice-duurzaamheidsclaims-energie](http://www.acm.nl/nl/publicaties/toezegging-greenchoice-duurzaamheidsclaims-energie).

90 Zie AFM Leidraad, p. 9.

91 Met deze Code wordt de Milieu Reclame Code, die gold tot 1 februari 2023, vervangen.

pelig is, is dit een aantrekkelijke aanvalsrouten voor ngo's en individuele klagers om *greenwashing* aan de kaak te stellen.

Bij *greenwashing*-claims gaat het vaak om een verzocht bevel of een boete, maar het kan natuurlijk ook gaan om een vordering tot schadevergoeding. Voor de aangesproken partij(en) speelt een significant reputatierisico. Mede daarom moet er rekening mee worden gehouden dat een activistische aandeelhouder een klacht bij de RCC of een boete van de ACM of Autoriteit Financiële Markten (AFM) als 'opstapje' gebruikt voor het uitoefenen van zijn aandeelhoudersrechten en/of het starten van een enquêteprocedure.

### 5.3 Bestuurdersaansprakelijkheid

Een laatste mogelijke optie is het dreigen met bestuurdersaansprakelijkheid, indien bestuurders niet het gewenste beleid voeren op het terrein van (bepaalde aspecten van) ESG. Hierbij merken wij op dat het instellen van een vordering uit hoofde van bestuurdersaansprakelijkheid uiteraard niet specifiek is voorbehouden aan aandeelhouders. Ook andere partijen kunnen dit instrument gebruiken. Een uitgebreide bespreking hiervan valt dus buiten het bestek van deze bijdrage en daarom beperken wij ons tot de volgende twee punten.

Een recent buitenlands voorbeeld van een poging bestuurders aansprakelijk te houden is de zaak voor de Engelse High Court waarin ClientEarth de bestuurders van Shell heeft aangesproken op de klimaatstrategie. Die zaak is een zogeheten *derivative claim*, waarbij ClientEarth als (zeer kleine) aandeelhouder 'de jas van de vennootschap aantrekt' om namens de vennootschap een vordering in te stellen tegen de bestuurders.<sup>92</sup> Die vordering van ClientEarth is – in vrij stevige bewoordingen – afgewezen door de Engelse rechter.<sup>93</sup> De Court of Appeal heeft geen verlof verleend om hoger beroep te mogen instellen, onder andere omdat 'the appeal would have no real prospect of success'.<sup>94</sup> Ook in Nederland dreigen ngo's wel met de persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders, al kennen wij in Nederland natuurlijk geen afgeleide actie.<sup>95</sup>

In een eerder voorstel voor de CSDDD waren specifieke verplichtingen opgenomen voor bestuurders.<sup>96</sup> Sommigen waren van mening dat deze verplichtingen een grondslag zouden

kunnen bieden voor persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders, hoewel de verplichtingen niet als een aansprakelijkheidsnorm waren geformuleerd.<sup>97</sup> In het vervolg van het wetgevingsproces zijn de desbetreffende richtlijnartikelen geschrapt. Nederland heeft dit schrappen destijds ondersteund, juist vanwege het grotere aansprakelijkheidsrisico voor bestuurders.<sup>98</sup> Aangezien de definitieve versie van de CSDDD<sup>99</sup> geen specifieke bepalingen bevat voor bestuurdersaansprakelijkheid, geldt onzes inziens ook bij schending (door de vennootschap) van normen die zijn terug te voeren op de CSDDD dat bestuurders daarvoor alleen aansprakelijk zijn, als voldaan is aan de bekende maatstaf van het persoonlijk ernstig verwijt. Daarvan zal slechts in uitzonderlijke gevallen sprake zijn.

## 6 Afsluiting

De in dit artikel genoemde ontwikkelingen op het terrein van ESG bieden kansen zowel voor activistische aandeelhouders als andere aandeelhouders die zich de strategie van de vennootschap aantrekken. Op ESG-gebied komt er een lawine aan van nieuwe (Europese en Nederlandse) wet- en regelgeving. Deze wet- en regelgeving zal er volgens ons toe bijdragen dat aandeelhouders hun rechten vaker en beter gaan benutten. Het ESG-aandeelhoudersactivisme zal daarmee een nieuwe impuls krijgen. Zoals wij al opmerkten, is het beeld van de klassiek activistische aandeelhouder doorgaans nogal negatief ('de sprinkhaan'). Maar wat zal nu het beeld worden als die klassieke sprinkhaan zich gaat storten op ESG-gerelateerde doelen (*the good cause*)? Blijft het beeld van de activistische aandeelhouder dan net zo negatief als voorheen, of zal de 'sprinkhaan' dan opeens een 'groene ridder' worden? In werkelijkheid ligt het natuurlijk allemaal een stuk genuanceerder dan deze twee karikaturale extremen. Activistische aandeelhouders zijn er in vele soorten en maten en de meesten bevinden zich ergens in het spectrum tussen de twee zojuist genoemde extremen. Voor ons staat in ieder geval vast dat het ESG-aandeelhoudersactivisme geen tijdelijke trend is die op korte termijn weer zal overwaaien. Naar onze waarneming gaat het hier om een structureel fenomeen dat ons vennootschapsrechtelijke landschap blijvend zal veranderen. Over de wijze waarop en de mate waarin het zal veranderen, kunnen wij nu slechts speculeren.

<sup>92</sup> Zie Part 11 van de UK Companies Act 2006, zie art. 260 e.v.

<sup>93</sup> Vonnis van 24 juli 2023, [2023] EWHC 1897 (Ch), te raadplegen via: [www.judiciary.uk/judgments/clientearth-v-shell/](http://www.judiciary.uk/judgments/clientearth-v-shell/). Zie bijv. par. 43: '(...) ClientEarth has adopted a single-minded focus on the imposition of its views and those of its supporters as to the right strategy for dealing with climate change risk. This points strongly towards a conclusion that its motivation in bringing the claim is ulterior to the purpose for which a claim could properly be continued (...)'

<sup>94</sup> Order van 14 november 2023 van de Court of Appeal, Civil Division, CA-2023-001866.

<sup>95</sup> Zie bijv. Milieudefensie waarschuwt Shell-bestuurders: mogelijk persoonlijk aansprakelijk, NRC 25 april 2022.

<sup>96</sup> Zie art. 25 en art. 26 van het Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake passende zorgvuldigheid in het bedrijfsleven op het gebied van duurzaamheid en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2019/1937, 23 februari 2022, COM(2022)71 final, 2022/0051 (COD).

<sup>97</sup> Zie daarover H.J. de Kluiver, Ondernemingsrecht, mensenrechten en klimaat. Doen we de goede dingen en doen we ze goed? Over moeizame regulering en gebrek aan focus, NJB 2022, p. 1181 e.v.

<sup>98</sup> Brief van de Minister voor Buitenlandse Handel en Ontwikkelingssamenwerking van 22 november 2022, Versnelling Raadsonderhandelingen Europese IMVO-wetgeving, p. 2: 'Voorts heeft Nederland zich verzet tegen persoonlijke civielrechtelijke aansprakelijkheid voor bestuurders, gesteund door een meerderheid van de lidstaten'.

<sup>99</sup> Op 15 maart 2024 is over de CSDDD een *final compromise* bereikt tussen de Europese Raad en het Europees Parlement. De tekst van de *final compromise* is hier te raadplegen: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-6145-2024-INIT/en/pdf>.