

Aandeelhoudersactivisme en ESG: van sprinkhaan naar groene ridder?

Mr. D.J.F.F.M. Duynstee, mr. T. Drenth & mr. drs. A.C.W. Pijls¹

1. Inleiding

In *Het grote gevecht*, het boek van Jeroen Smit over Unilever en Paul Polman, wordt door Polman het volgende sfeerbeeld geschetst:

"Hedgefonds zijn totaal niet bezig met langetermijnwaardecreatie. Hedgefonds zouden hun grootmoeder verkopen als ze daarmee geld zouden kunnen verdienen."²

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.³ 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."⁴

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.⁵ 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

¹ Dirk-Jan Duynstee en Tiemen Drenth zijn als advocaat verbonden aan Clifford Chance LLP. Arnoud Pijls is als adviseur verbonden aan Clifford LLP en is tevens universitair hoofddocent aan Erasmus School of Law.

² Jeroen Smit, *Het grote gevecht & het eenzame gelijk van Paul Polman*, Amsterdam: Prometheus 2021, p. 165.

³ Ook dat is een genuanceerder debat, vgl. o.m. Claudio R. Rojas, 'Eclipse of the Public Corporation Revisited: Concentrated Equity Ownership Theory', *Oxford Business Law Blog* (22 juni 2017).

⁴ 'Elliott and fellow activist investors take on big tech', *The Economist*, 3 februari 2023.

⁵ Leo 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.

toe sparren met grote, goed geïnformeerde aandeelhouders werkt heel goed, zolang je alle regels in acht neemt."⁶

De zeggenschap van aandeelhouders is in Nederland beperkt.⁷ Dit komt primair door het feit dat het bepalen van het beleid en de strategie is voorbehouden aan het bestuur van de vennootschap. Het gevolg is dat het bestuur met een zekere zelfstandigheid (dus los van de aandeelhouders) beleid en strategie voor de onderneming die met de vennootschap is verbonden mag bepalen.⁸ 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 (i) hoe het naar huidig recht is gesteld met de rol en de rechten van de activistische aandeelhouder, (ii) hoe zijn rechten zich verhouden tot de ontwikkelingen op het gebied van ESG, en (iii) 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 RvC heeft gelegd weer wat terugslaan richting de aandeelhouders? Of is zelfs – om te spreken in de woorden van Timmerman – sprake van een "groene bom op het vennootschapsrecht"?⁹

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

⁶ 'De kwartaalcyclus vernietigt waarde voor een beursgenoteerd bedrijf', *EY*, 12 augustus 2020.

⁷ Zie daarover bijvoorbeeld L. Timmerman, 'Een groene bom op het vennootschapsrecht?', *WPNR* 2022/7396, p. 933-934.

⁸ Aldus Timmerman 2022, a.w., p. 934.

⁹ Timmerman 2022, a.w., p. 934.

onderneming.¹⁰ Het gaat dus grosso modo om 'actieve' aandeelhouders, die zijn te onderscheiden van hun niet-actieve medeaandeelhouders.¹¹

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 meest ingrijpende optie, de hele onderneming *in play* brengen.¹² 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.¹³

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.¹⁴ Bij die maatschappelijke organisaties kan bijvoorbeeld worden gedacht aan initiatieven als Follow This. Follow This is een vereniging die zich als aandeelhouder actief opstelt tijdens algemene vergaderingen van (niet-Nederlandse) vennootschappen die actief zijn in de olie- en gasector. Zij doet dit met name door het voorstellen van een *resolution* die zeer kort gezegd ertoe strekt dat er *Paris-aligned targets* moeten komen voor de Scope 3-emissies die gerapporteerd worden door die vennootschappen (hetgeen dus kort gezegd de emissies betreffen van de klanten als gevolg van het gebruik van

¹⁰ Zie eerder D.J.F.F.M. Duynstee en T. Drenth, 'Aandeelhoudersactivisme in Nederland anno 2020: van hyena tot papieren tijger?', *Ondernemingsrecht* 2020/159, par. 2.1 en 2.2.

¹¹ Zie D.J.F.F.M. Duynstee en T. Drenth, 'Aandeelhoudersactivisme in Nederland anno 2020: van hyena tot papieren tijger?', *Ondernemingsrecht* 2020/159, par. 2.1 en de aldaar in voetnoot 6 genoemde literatuur.

¹² Bekende voorbeelden van bedrijven in Nederland die met aandeelhoudersactivisme te maken kregen zijn onder andere ABN AMRO, Ahold, ASMI, Stork, VNU, CSM, Euronext, TNT Express, AkzoNobel, Intertrust, Just Eat Takeaway en AholdDelhaize.

¹³ Zie o.a. D.J.F.F.M. Duynstee en T. Drenth, 'Aandeelhoudersactivisme in Nederland anno 2020: van hyena tot papieren tijger?', *Ondernemingsrecht* 2020/159, par. 2.3.

¹⁴ Zie o.a. J.E. Langston, 'Shareholder Activism in 2020: New Risks and Opportunities for Boards', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* 24 januari 2020.

de verkochte energieproducten).¹⁵ Ook andere organisaties zoals Fossilvrij, Milieudefensie,¹⁶ ClientEarth en Extinction Rebellion zijn steeds vaker actief rondom algemene vergaderingen.

Bij de institutionele beleggers gaat het om grote pensioenfondsen en vermogensbeheerders die zich in algemene vergaderingen actiever opstellen dan voorheen, vooral op het gebied van ESG-onderwerpen. Dit is een al langer zichtbare trend. In het afgelopen jaar is echter met name in de Verenigde Staten een tegengestelde dynamiek ontstaan waar bepaalde Republikeinse politici juist menen dat ESG in het geheel geen rol zou mogen spelen bij beleggingskeuzes van *asset managers* zoals BlackRock, Vanguard en State Street. Wellicht is mede daardoor de jaarlijkse CEO Letter van Larry Fink dit jaar aanzienlijk voorzichtiger. Niet alleen is de brief nu louter gericht tot de investeerders, ook wordt ESG in de brief niet meer als term benoemd en verder wordt 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.*").¹⁷) Niettemin is nog steeds sprake van een zeer grote en aanhoudende groei in ESG-investeringen.

Naast maatschappelijke organisaties en institutionele beleggers zijn er ook hedgefunds die zich specifiek richten op ESG-activisme. Een bekend voorbeeld van zo'n ESG-georiënteerd hedgefund is Engine No. 1. Misschien wel de meest opvallende 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, State Street en Vanguard.

Zoals zakenbank Lazard signaleert, is ESG niet langer het exclusieve domein van maatschappelijke organisaties, institutionele beleggers of ESG-georiënteerde hedgefunds.¹⁸ 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 CO₂-emissies.¹⁹ Hetzelfde speelde in de campagne van Elliott tegen de Schotse energieonderneming SSE, waarin onder andere werd

¹⁵ Anders dan het voorstel suggereert, 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 onder meer in belangrijke mate afhankelijk zal zijn van de energieproducten die de onderneming verkoopt, de sectoren waarin zij actief is, en de landen waarin zij opereert.

¹⁶ Zie in dit verband bijvoorbeeld het volgende bericht: <https://milieudefensie.nl/actueel/magazine/steeds-meer-aandeelhouders-willen-wel-verandering>.

¹⁷ Te raadplegen op: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-annual-chairmans-letter>. Vorig jaar was één van de hoofdstukken nog getiteld "*Empowering clients with choice on ESG votes*", zie <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>.

¹⁸ Lazard's 2021 Review of Shareholder Activism, p. 1.

¹⁹ Zie o.a. *Financial Times*, 'Activist fund Third Point calls for break-up of Shell', 27 oktober 2021, waarin Third Point als volgt wordt geciteerd: "*Pursuing a bold strategy like this would likely lead to an acceleration of CO₂ reduction as well as significantly increased returns for shareholders, a win for all stakeholders*".

betoogd dat als de Renewables-divisie zou worden afgesplitst, die nieuwe onderneming juist meer investeringen tegemoet zou kunnen zien van ESG-fondsen.²⁰ Een ander bekend initiatief is de *Say on Climate*-beweging (naar het voorbeeld van *Say on Pay*) van hedgefund manager 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.²¹ Inmiddels hebben meer dan twintig bedrijven het *Say on Climate*-initiatief omarmd, waaronder Unilever, Shell, Glencore en Nestlé.²²

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.²³

Wij beginnen met de belangrijkste niet-juridische tools:

²⁰ Brief van 7 december 2021, zie: <https://www.businesswire.com/news/home/20211206005885/en/Elliott-Publishes-Letter-on-SSE-Calling-for-Immediate-Action-to-Enhance-Governance-and-Value>.

²¹ <https://sayonclimate.org/supporters/>.

²² Een ander aansprekend voorbeeld om in dit verband nog te noemen is de schikking die het Belgische chemieconcern Solvay met haar 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 Tyrreense Zee. De partijen kwamen overeen dat de lozingen van kalksteenresidu versneld worden afgebouwd en definitief stoppen in 2050.

²³ Zie hierover meer uitgebreid: D.J.F.F.M. Duynstee en T. Drenth, 'Aandeelhoudersactivisme in Nederland anno 2020: van hyena tot papieren tijger?', *Ondernemingsrecht* 2020/159, met name par. 3 en 4.

(a) De *Dear Board*-brief, waarvan ook in Nederland bekende voorbeelden zijn te noemen.²⁴ Het publiek van zo'n brief bestaat met name uit de medeaandeelhouders, andere stakeholders van de vennootschap, analisten, stemadviesbureaus en de pers. Dergelijke brieven vermelden dan ook vaak de pijnpunten waarmee de onderneming worstelt onder – of als gevolg van – het huidige bestuur, en 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.²⁵ Dit is mede het gevolg van het gegeven 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",²⁶ 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 niet-goed functionerend management te disciplineren.²⁷ Deze pendulebeweging is in brede zin zichtbaar waar het aandeelhoudersrechten betreft, en heeft invloed op onder andere het oproepen van aandeelhoudersvergaderingen, het ontslagrecht, het agenderingsrecht en het recht op informatie.

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

²⁴ 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 op: <https://ftalphaville.ft.com/2007/02/21/2666/tcis-letter-to-abn-amro/>. Een recenter voorbeeld is de lezenswaardige brief van Tweedy Bowne aan Akzo: https://www.tweedy.com/resources/library_docs/general/AkzoLtrToTheBoardMay2017.pdf.

²⁵ 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.

²⁶ Zie o.a. 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 rechtspolitiek 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."

²⁷ 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 carrousel van beschermingsmaatregelen', *Ondernemingsrecht* 2018/78.

behoort.²⁸ Dit uitgangspunt is voor beursvennootschappen sinds 1 mei 2021 vastgelegd in de wet (in art. 2:129 lid 1 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. De wet zegt zelfs dat de algemene vergadering bestuurders "te allen tijde" kan ontslaan (art. 2:134 lid 1 BW),²⁹ en hetzelfde wordt aangenomen voor commissarissen (art. 2:144 lid 1 BW).³⁰

(b) *Vergadering bijeenroepen*. Elke aandeelhouder die alleen of gezamenlijk ten minste 10% van het kapitaal in een NV houdt, kan het bestuur verzoeken een algemene vergadering bijeen te roepen. In het geval 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 beurs-BV)³¹ houden, kunnen tot 60 dagen voor een algemene vergadering het bestuur verzoeken om onderwerpen op de agenda van die vergadering te plaatsen (art. 2:114a BW).

(d) *Informatierecht*. In art. 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, zodat 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

²⁸ Uit HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434; *JOR* 2007/178 (*ABN Amro*) volgt 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. In gelijke zin: HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/544, r.o. 4.4.1; *JOR* 2010/228 (*ASMI*); HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331; *JOR* 2018/142 (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.6. Zie ook Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 17 januari 2007, *RO* 2007/26; *JOR* 2007/42 (*Stork*); Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 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.

²⁹ Dit recht kan worden uitgeoefend door degene die bevoegd is tot benoeming; hier wordt verondersteld dat dat de algemene vergadering is.

³⁰ In dit artikellid wordt niet vermeld "te allen tijde"; aangenomen wordt dat dit niettemin geldt. Zie o.a. 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.

³¹ Art. 2:187 BW.

bevoegdheid toe daarover te beslissen.³² 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 'relevant' zijn, en niet zozeer op het zwaarwichtige belang dat zich tegen beantwoording zou verzetten.³³ 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.³⁴ Door het niet verlenen van decharge aan de bestuurder(s) en/of commissarissen, uiten aandeelhouders steeds vaker 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 zal zijn. 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 zullen stuiten, is dat het bestuur zich op het standpunt zal stellen 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.

Wat is die strategie dan precies?³⁵ 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, etc.), 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.

³² Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/6.

³³ J.W. van der Staay, 'Aandeelhoudersactivisme: op zoek naar een nieuw evenwicht?', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten en D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Deventer: Kluwer 2007, p. 245.

³⁴ 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".

³⁵ 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.

Dat de "strategie" en de autonome positie van het bestuur en de RvC – ten opzichte van de aandeelhouder – bij het vormgeven 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.³⁶ 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 bedenktijd³⁷ (250 dagen) of de responstijd uit de (in 2022 herziene) Nederlandse Corporate Governance Code³⁸ (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 vergadering 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 art. 2:114a BW is voldaan. In de literatuur zijn diverse argumenten genoemd om agenderingsverzoeken te weigeren.³⁹ 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 curs. auteurs).⁴⁰ In deze zaak had Boskalis het bestuur 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

³⁶ Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 29 mei 2017, *JOR* 2017/261 (*AkzoNobel*).

³⁷ Zie art. 2:114b BW.

³⁸ Zie Best Practice Bepaling 4.1.6 en 4.1.7 van de nieuwe Code.

³⁹ Bijvoorbeeld L. Timmerman, 'De rol van vennootschappelijk belang en strategie bij het beschermen van beursvennootschappen', *TvOB* 2018/248.

⁴⁰ HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331; *JOR* 2018/142 (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.4.

te brengen of zij vóór of tegen de in het agendapunt opgenomen aanbeveling zijn." Naar aanleiding hiervan oordeelde de Hoge Raad 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.⁴¹ 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.⁴² 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.⁴³ Wel kan iedere aandeelhouder ter vergadering aan de voorzitter het woord vragen en (na het woord verkregen 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.

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 (i) de (in 2022 herziene) Nederlandse Corporate Governance Code, (ii) de Richtlijn Aandeelhoudersrechten,⁴⁴ en (iii) de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).⁴⁵ 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 langetermijnwaardecreeatie*", zie principe 1.1:

⁴¹ HR 20 april 2018, *NJ* 2018/331; *JOR* 2018/142 (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.6-3.3.8.

⁴² 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 (*Boskalis/Fugro*), m.nt. R.G.J. Nowak.

⁴³ 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.

⁴⁴ 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).

⁴⁵ 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 eerder daarover bijvoorbeeld J.B.S. Hijink en L.K. van Dijk, 'Finalisering van de Europese CSRD: een mijlpaal voor duurzaamheidsverslaggeving met grote impact op het ondernemingsrecht vanaf 2025', *Ondernemingsrecht* 2022/87.

"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." (onderstrepingen 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 het voorstel voor een Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD),⁴⁶ 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*" (onderstreping 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."⁴⁷

Dat werpt bij ons de volgende vraag op: hoe kunnen aandeelhouders op adequate wijze het belang onderkennen van *duurzame* langetermijnwaardecreatie 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* langetermijnwaardecreatie) – 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.⁴⁸

4.2. Richtlijn Aandeelhoudersrechten

⁴⁶ 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).

⁴⁷ Best Practice Bepaling 4.3.5 van de nieuwe Code.

⁴⁸ 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*").

In de tweede plaats wijzen wij op de (in 2017 herziene) Richtlijn Aandeelhoudersrechten.⁴⁹ Deze Richtlijn bevat een belangrijke bepaling over de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers voor ESG-beleid.⁵⁰ Deze bepaling is in het Nederlandse recht geïmplementeerd in art. 5:87c 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 art. 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 (i) de strategie, (ii) de financiële en *niet-financiële* prestaties en risico's, (iii) de *maatschappelijke* en *ecologische* effecten van het beleid, en (iv) 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 Jaarrekening⁵¹ en is van toepassing op "grote" ondernemingen als bedoeld in de EU-Richtlijn Jaarrekening en op (vrijwel alle) beursvennootschappen.⁵²

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. 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 (i) het afleggen van verantwoording

⁴⁹ 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).

⁵⁰ 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.

⁵¹ 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).

⁵² Zie over het toepassingsbereik van de CSRD onder meer Van Dijk & Hijink 2022, a.w., par. 2.2.

over het *gevoerde* ESG-beleid en de resultaten van dat beleid in het *afgelopen* boekjaar (het *backward looking*-gedeelte van de duurzaamheidsrapportage); en (ii) 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 (i) past in het stelsel van *checks-and-balances* van het Nederlandse vennootschapsrecht, en (ii) 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 bestuur, 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.⁵³ Een deel van de argumentatie hebben wij hiervoor al ontvouwd. Op grond van de nieuwe Code moeten aandeelhouders het belang onderkennen van *duurzame* langetermijnwaardcreatie 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

⁵³ Als wij het goed begrijpen, pleit ook Eumedion voor een bindende stem van de algemene vergadering over de duurzaamheidsrapportage, maar dan wel over de *gehele* 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 <https://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 <https://www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/Beleidsplan-2023.pdf?v=221216112541>.

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".⁵⁴ 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.⁵⁵ 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 het bestuur en/of de RvC 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*-

⁵⁴ 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."

⁵⁵ M. van Olffen & E.J. Breukink, 'Say on what's next', *Ondernemingsrecht* 2022/17.

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.⁵⁶ 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* langetermijnwaardecreatie. In de tweede plaats is de tijdgeest sinds het arrest Boskalis/Fugro enorm veranderd. Toen Boskalis/Fugro zo'n vijf jaar geleden werd gewezen, was ESG veel minder een *hot topic* dan het nu is. Vijf jaar geleden was er nog géén implementatie van de herziene Aandeelhoudersrichtlijn; géén CSRD; géén Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR);⁵⁷ géén voorstel voor een CSDDD; en – *last but not least* – géén Corporate Governance Code doordoesend van ESG met als belangrijkste pijler "*duurzame* lange termijn waardecreatie". Boskalis/Fugro is met andere woorden gewezen in een tijd waarin het concept langetermijnwaardecreatie 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. Eén 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 wordende duurzaamheidsrapportages die de meeste beursvennootschappen nu al publiceren op grond van het Besluit bekendmaking niet-financiële informatie.⁵⁸ Mede

⁵⁶ Zie R. Abma, 'De duurzaamheid van de AVA', Van der Heijden Congres 2022, onder nr. 3.2 (toegankelijk via: <https://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 van 9 februari 2023 in: M.E.F. Elias & G.T. Poolman, 'Verslag symposium 'ESG & aandeelhoudersactivisme'', *Ondernemingsrecht* 2023/60, onder 2.

⁵⁷ Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 betreffende informatievervalsing over duurzaamheid in de financiële dienstensector (*PbEU* 2019, L 317).

⁵⁸ 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.

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 over stemmen ook gewoon gebeurt in de ons omringende landen.⁵⁹ 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

Eén 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 – o.a. 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".⁶⁰

Wij zien geen reden waarom dat bij de "E" van *Environmental* anders zou zijn. De prominente plaats van de thema's duurzaamheid en duurzame langetermijnwaardecreatie 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 worden. 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.⁶¹

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

⁵⁹ In dit verband kan bijvoorbeeld worden gewezen op de jaarlijkse algemene vergadering van (de tot voor kort Nederlandse vennootschappen) Shell en Unilever.

⁶⁰ Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 21 juni 1979, *NJ* 1980, 71, m.nt. Maeijer (*Batco Nederland*).

⁶¹ Zie tevens J. van Bekkum, 'De advocaat-generaal en duurzaamheidsmisstanden in het enquêterecht', *WPNR* 2023/7407, p. 337 e.v.

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.⁶² 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 Parijs-akkoord (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.⁶³ 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.⁶⁴ Uiteraard realiseren wij ons dat het onzeker 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 paragraaf 2 besproken voorbeeld van Engine No. 1).

Een andere vraag in dit verband is of de advocaat-generaal, in lijn met de veranderende maatschappelijke opvattingen en de andere hierboven 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 belang" een enquêteverzoek in te dienen (zie art. 2:345 lid 2 BW).⁶⁵ 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.⁶⁶ Hierbij is van belang dat dit begrip ruim mag worden uitgelegd.⁶⁷

⁶² Zie o.a. D.J.F.F.M. Duynstee & T. Drenth, 'De door de Ondernemingskamer benoemde tijdelijke bestuurder en commissaris', *MvO* 2021, 7&8, paragraaf 2.2 en 2.3. Zie tevens F. Eikelboom, *De (onmiddellijke) voorzieningen van de enquêteprocedure* (IVOR nr. 105), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 263.

⁶³ Zie o.a. Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 11 december 2013, *JOR* 2014/36 (*Slotervaart*), r.o. 3.1. Zie nader F. Eikelboom, *De (onmiddellijke) voorzieningen van de enquêteprocedure* (IVOR nr. 105), Deventer: Wolters Kluwer 2017/16.3.5.

⁶⁴ HR 11 juli 2014, *NJ* 2014/389; *JOR* 2014/263 (*Novero*), r.o. 3.3.3.

⁶⁵ 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 (Ondernemingskamer) 3 november 2022, *JOR* 2022/285, m.nt. Bartman (*Centric*) en HR 18 november 2022, *NJ* 2022/368 (*SMHHC*).

⁶⁶ Zie in gelijke zin K.A.M. van Vught, 'De maatschappelijke enquête herrezen. Over een enquêtebevoegdheid voor maatschappelijke organisaties', *Ondernemingsrecht* 2021/91, paragraaf 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 (Serie VHI deel 75)*, Deventer: Kluwer 2004, p. 374.

⁶⁷ Zie o.a. K. Spruitenburg, *De enquêtegerechtigden 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.

Ten slotte: een andere route die naar de Ondernemingskamer leidt, is de jaarrekeningprocedure van art. 2:447 BW. Wij bespraken hierboven al de CSRD, die tot gevolg heeft dat het duurzaamheidsverslag onderdeel zal worden van het bestuursverslag. Dit duurzaamheidsverslag valt daarmee onder de reikwijdte van art. 2:447 lid 1 BW. Deze nieuwe 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.⁶⁸ 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,⁶⁹ of zou kunnen dienen als aanvullend onderdeel in een PR-campagne tegen de desbetreffende vennootschap. Gezien het toepassingsbereik van art. 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 (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 exploderende vraag naar onder andere *sustainability-linked loans* en *bonds*, *sustainability bonds*, *green loans* en *bonds*, etc. 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", etc. ook daadwerkelijk worden waargemaakt, is een vraag die in toenemende mate wordt gesteld, zowel door 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 (i) de regeling oneerlijke handelspraktijken (regeling OHP), (ii) de regeling misleidende en vergelijkende reclame (regeling MVR), (iii) de *Leidraad duurzaamheidsclaims* van de ACM van 13 juni 2023 (ACM Leidraad)⁷⁰, (iv) en de *Leidraad*

⁶⁸ Deze "nieuwe rechtsingang" wordt overigens ook expliciet genoemd door de voorzitter van de Ondernemingskamer in een interview in 'Dit kan alleen maar in Nederland', *De Financiële Telegraaf*, T35, 19 augustus 2023.

⁶⁹ Zie daarover nader J.B.S. Hijink, 'Misleidende duurzaamheidsverslaggeving', in: Van Bekkum e.a. (red.), *Vereniging Corporate Litigation 2022-2023 (VDHI nr. 181)*, p. 510 e.v.

⁷⁰ *Leidraad duurzaamheidsclaims* van de Autoriteit Consument & Markt van 13 juni 2023, ter vervanging van de eerdere Leidraad van 28 januari 2021.

duurzaamheidsclaims van de AFM van 4 oktober 2023 (AFM Leidraad)⁷¹, en (v) 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)⁷² of de regeling MVR (afdeling 6.3.4 BW).⁷³ 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).⁷⁴ De regeling MVR is de relevante aansprakelijkheidsgrondslag, als het gaat om de aansprakelijkheid van de vennootschap jegens de *professionele* belegger (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 art. 6:193j BW respectievelijk art. 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. Ten slotte noemen wij nog dat op 22 maart 2023 het voorstel voor een 'Richtlijn groene claims' is aangenomen,⁷⁵ dat een aanvulling vormt op de voorgestelde wijzigingen voor de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken en de Richtlijn consumentenrechten.⁷⁶ Het doel van de Richtlijn groene claims is kort gezegd om onjuiste milieuclaims 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.

⁷¹ *Leidraad duurzaamheidsclaims* van de Autoriteit Financiële Markten. Handvatten voor het maken van duurzaamheidsclaims door financiële ondernemingen en Pensioenuitvoerders, AFM 4 oktober 2023, p. 9.

⁷² Zie over deze regeling de handboeken Asser/Sieburgh 6-IV 2019/305-313; D.W.F. Verkade, *Onerlijke handelspraktijken jegens consumenten* (Mon. BW nr. B49a), Deventer: Wolters Kluwer 2016.

⁷³ Zie over deze regeling 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.

⁷⁴ De regeling OHP vormt de implementatie van de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken (Richtlijn 2005/29/EG). Hoewel de Richtlijn OHP geen specifieke regels bevat voor duurzaamheidsclaims, is in de Unfair Commercial Practice Directive Guidance van 17 december 2021 bevestigd dat de Richtlijn wel op deze claims van toepassing is. In deze Guidance wordt onder een "milieuclaim" of een "groene claim" (in commerciële boodschappen, marketing of reclame) verstaan een claim die suggereert of op een andere manier de indruk wekt dat een product of een dienst een positieve of geen invloed heeft op het milieu of het milieu minder schade toebrengt dan concurrerende goederen of diensten, zie par. 4.1.1.

⁷⁵ Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de staving en het communiceren van uitdrukkelijke milieuclaims (Richtlijn groene claims), 22 maart 2023, COM(2023) 166 final, 2023/0085(COD).

⁷⁶ Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad 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 bescherming tegen oneerlijke praktijken, COM(2022) 143 final, 2022/0092(COD).

De ACM heeft de bevoegdheid boetes op te leggen voor misleidende reclame (waaronder *greenwashing*).⁷⁷ 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.⁷⁸ In deze zaak heeft de ACM weliswaar geen boetes opgelegd, maar zij heeft wel 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-misleitend" 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 (i) juist, representatief en actueel, (ii) concreet en goed onderbouwd, en (iii) begrijpelijk, passend en vindbaar, te zijn.⁷⁹

Met de Code voor Duurzaamheidsreclame (CDR)⁸⁰ 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 de CDR niet bedoeld om 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 ondubbelzinnige 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 absolueter zijn geformuleerd (bijvoorbeeld "CO₂-neutraal"), worden zwaardere eisen gesteld aan de bewijslast. Aangezien het indienen van een klacht bij de Reclame Code Commissie (RCC) zeer laagdrempelig is, is dit een aantrekkelijke aanvalsroute voor NGO's en individuele klagers om *greenwashing* aan de kaak te stellen.

⁷⁷ 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.

⁷⁸ Zie <https://www.acm.nl/nl/publicaties/toezegging-vattenfall-duurzaamheidsclaims-energie> en <https://www.acm.nl/nl/publicaties/toezegging-greenchoice-duurzaamheidsclaims-energie>.

⁷⁹ Zie AFM Leidraad, p. 9.

⁸⁰ Met deze Code wordt de Milieu Reclame Code, die gold tot 1 februari 2023, vervangen.

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 de ACM 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 bijdragen 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.⁸¹ Die vordering van ClientEarth is inmiddels – in vrij stevige bewoordingen – afgewezen door de Engelse rechter.⁸² Ook in Nederland dreigen NGO's wel met de persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders, al kennen wij in Nederland natuurlijk geen afgeleide actie.⁸³

In een eerder voorstel voor de CSDDD waren specifieke verplichtingen opgenomen voor bestuurders.⁸⁴ 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.⁸⁵ In het vervolg van het wetgevingsproces zijn de desbetreffende Richtlijn-artikelen daarna geschrapt. Nederland heeft dit schrappen destijds ondersteund, juist vanwege het grotere aansprakelijkheidsrisico voor bestuurders.⁸⁶ In het door het Europees Parlement in de plenaire stemming van 1 juni 2023

⁸¹ Zie Part 11 van de UK Companies Act 2006, zie art. 260 e.v.

⁸² Vonnis van 24 juli 2023, [2023] EWHC 1897 (Ch), te raadplegen op: <https://www.judiciary.uk/judgments/clientearth-v-shell/>. Zie o.a.: "(...) 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 (...)", par. 93.

⁸³ Zie bijvoorbeeld NRC 25 april 2022, 'Milieudefensie waarschuwt Shell-bestuurders: mogelijk persoonlijk aansprakelijk'.

⁸⁴ 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).

⁸⁵ 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.

⁸⁶ Brief van Minister voor Buitenlandse Handel en Ontwikkelingssamenwerking van 22 november 2022, 'Versnelling Raadsonderhandelingen Europese IMVO-wetgeving', p. 2: "Voorts heeft Nederland zich verzet

aangenomen voorstel voor de CSDDD is art. 25 – dat zeer kort gezegd inhoudt dat bestuurders bij het vervullen van hun plicht om te handelen in het belang van de onderneming rekening dienen te houden met de gevolgen van hun beslissingen voor mensenrechten, klimaatverandering en het milieu – echter toch behouden, terwijl het schrappen van art. 26 in stand is gebleven.⁸⁷ Op het moment van schrijven zijn de zogenoemde "trilogues" inmiddels begonnen, maar nog niet afgerond. Onzes inziens geldt ook bij schending van normen die zijn terug te voeren op de CSDDD onverkort 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.

tegen persoonlijke civielrechtelijke aansprakelijkheid voor bestuurders, gesteund door een meerderheid van de lidstaten".

⁸⁷ Zie European Parliament 2019-2024, Texts Adopted, P9_TA(2023)0209, Corporate Sustainability Due Diligence, Amendments adopted by the European Parliament on 1 June 2023 on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937 (COM(2022)0071 – C9-0050/2022 – 2022/0051(COD)), te raadplegen via de volgende link: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2023-0209_EN.pdf.