

Hoog tijd om ook aandeelhouders te binden aan het vennootschappelijk belang

Aandeelhouders zijn, in tegenstelling tot het bestuur en de RvC, niet gehouden om te handelen in lijn met het vennootschappelijk belang. De wettelijke instrumenten die de aandeelhoudersvergadering ter beschikking staan, kunnen de RvC zelfs beperken in zijn mogelijkheden om te handelen in lijn met de maatschappelijke verantwoordelijkheid van de onderneming.

In onze vorige editie (*Goed Bestuur & Toezicht* 1-2024) schreef **Sophie Zwartkruis** over de RvC als hoeder van de maatschappelijke zorgplicht van de vennootschap. In dit vervolgartikel gaat zij in op de rol van de aandeelhouders bij het vormgeven van die maatschappelijke verantwoordelijkheid en de dynamiek tussen de RvC en de aandeelhoudersvergadering.



Sophie Zwartkruis werkte lange tijd op de Amsterdamse Zuidas als advocaat op het gebied van corporate governance en fusies & overnames. Zij is nu zelfstandig corporate governance adviseur en toezichthouder.

Korte samenvatting deel 1

De wet bepaalt dat het bestuur en de raad van commissarissen zich bij de vervulling van hun taak moeten richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. In 2014¹ overwoog de Hoge Raad dat het vennootschappelijk belang in de regel wordt bepaald door het ‘bestendige succes’ van de door de vennootschap gedreven onderneming en dat bestuurders’ zorgvuldigheid moeten betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken. Deze zorgvuldigheidsverplichting kan volgens de Hoge Raad meebrengen dat bestuurders ervoor zorgen dat die belangen niet onnodig of onevenredig worden geschaad.

Een stap verder gaat het bestaan van een maatschappelijke verantwoordelijkheid van ondernemingen waarvoor op dit moment geen expliciete wettelijke basis bestaat. De Corporate Sustainability Due Diligence Directive, die sinds februari 2022 in het Europese wetgevingsproces zit, bevatte initieel een zorgplicht voor bestuurders. Op grond hiervan moeten zij bij

het vervullen van hun plicht om te handelen in het belang van de onderneming, rekening houden met de consequenties van hun beslissingen voor duurzaamheidskwesties, waaronder de gevolgen voor mensenrechten, klimaatverandering en milieu, op de korte, middellange en lange termijn. Eind maart 2024 is deze zorgplicht echter gesneuveld en uit de ontwerpverplichting verwijderd, als gevolg van de weigering van enkele lidstaten om hiermee akkoord te gaan.

In mijn vorige bijdrage beargumenteerde ik dat de overwegingen van de Hoge Raad in het Cancun arrest handvatten bieden om ook in het huidige wettelijke kader een maatschappelijke zorgplicht van vennootschappen aan te nemen en een verantwoordelijkheid van bestuurders en commissarissen voor de naleving van die zorgplicht. De raad van commissarissen beschikt als toezichthouder, adviseur, werkgever en netwerker over een aantal instrumenten om vorm te geven aan de maatschappelijke verantwoordelijkheid van de onderneming en is bij uitstek geschikt om op te treden als hoeder daarvan.

Aandeelhouders en vennootschappelijk belang

Het bestuur en de raad van commissarissen hebben dus een wettelijke verplichting om zich te richten naar het belang van de vennootschap. In tegenstelling tot het bestuur en de raad van commissarissen heeft de aandeelhoudersvergadering echter geen wettelijke verplichting om zich daardoor te laten leiden. Aandeelhouders zijn enkel

gebonden aan de algemene norm van artikel 2:8 BW², die overigens ook geldt voor het bestuur en de raad van commissarissen, die bepaalt dat de betrokkenen bij de vennootschap zich jegens elkaar moeten gedragen ‘naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd’. Aandeelhouders mogen hun eigen belang vooropstellen, mits zij daarbij niet onredelijk en onbillijk handelen ten opzichte van de vennootschap en de overige betrokkenen. Dat is niet snel het geval.

Als aandeelhouders niet gebonden zijn aan het vennootschappelijk belang en hun eigen belang kunnen nastreven, is de vraag welk belang dit dan is. Bij veel ondernemingen is het belang van de aandeelhouders vooral gelegen in de waarde van hun investering, de aandelen die zij houden. De waarde van die aandelen wordt voor een deel bepaald door de toekomstperspectieven van de onderneming (en daarmee de langetermijnwaardecreatie), maar niet alleen daardoor. De marktkapitalisatie is niet altijd een reflectie van de daadwerkelijke waarde van de onderneming, maar wordt sterk beïnvloed door het handelen van beleggers, van wie de belangen kunnen liggen op de korte termijn (bijvoorbeeld in het geval van zogenaamde day traders) en niet zozeer op de lange termijn. Een kortetermijnbelang van aandeelhouders zal ertoe leiden dat deze aandeelhouders streven naar het maximaliseren van de waarde van hun aandelen op de kortst mogelijke termijn. De invloed die zij via de aandeelhoudersvergadering kunnen uitoefenen, zal in dat geval gericht zijn op het maximaliseren van die waarde en op de financiële prestaties van de onderneming zoals die, in het geval van een beursgenoteerde vennootschap, ieder kwartaal aan de aandeelhouders worden gepresenteerd. Deze dynamiek is voor een belangrijk deel afhankelijk van de context van de vennootschap en de relatie tussen de aandeelhouders

en die vennootschap. In het geval van een beursgenoteerde vennootschap staan de aandeelhouders op grote afstand van de onderneming, haar activiteiten en de belanghebbenden. Deze afstand zal in veel gevallen de neiging van aandeelhouders doen prevaleren om hun zeggenschap binnen de onderneming in te zetten voor het maximaliseren van de waarde van hun aandelen. In een familieonderneming zal deze dynamiek veelal anders zijn, omdat de aandeelhouders nauwer verbonden zijn met de vennootschap en gericht zijn op het doorgeven van de onderneming aan toekomstige generaties, en daarmee op duurzame langetermijnwaardecreatie.

Aansprakelijkheid van aandeelhouders

Als voor aandeelhouders geen wettelijke verplichting geldt om te handelen in lijn met het vennootschappelijk belang, lijkt het evenmin mogelijk om hen aansprakelijk te stellen voor schade die wordt veroorzaakt door het vooropstellen van hun eigen (financiële) belangen. Het Burgerlijk Wetboek bevat regelingen op grond waarvan bestuurders en commissarissen aansprakelijk kunnen worden gesteld wanneer zij hun taken niet correct vervullen. Een dergelijke regeling bestaat niet voor aandeelhouders.

'Als voor aandeelhouders geen wettelijke verplichting geldt om te handelen in lijn met het vennootschappelijk belang, lijkt het evenmin mogelijk om hen aansprakelijk te stellen voor schade die wordt veroorzaakt door het vooropstellen van hun eigen (financiële) belangen'

Sterker nog, artikel 2:64/175 lid 1 BW bepaalt dat aandeelhouders enkel de verplichting hebben om hun aandelen vol te storten. In uitzonderlijke gevallen kan een aandeelhouder aansprakelijk worden gesteld op grond van onrechtmatige daad (artikel 6:162 BW). De casuïstiek en de door rechters aangevoerde argumenten om een dergelijke aansprakelijkheid aan te nemen zijn zeer uiteenlopend en afhankelijk van de omstandigheden van het geval, waardoor geen algemene normen kunnen worden geformuleerd. Wel draait het in de bestaande jurisprudentie steeds om concernverhoudingen waarbij een concernvennootschap op grond van onrechtmatige daad aansprakelijk wordt gehouden – niet om vennootschappen waarvan de aandelen worden gehouden door een groep aandeelhouders buiten een concernverband. In deze jurisprudentie gaat het bovendien om een bijzonder type situaties, namelijk situaties waarin de moedervennootschap (actief of passief) de schijn van kredietwaardigheid van de dochter had gewekt, of waarin de moedervennootschap vermogen had onttrokken aan de dochtervennootschap, bijvoorbeeld middels een dividenduitkering. Aansprakelijkheid van de moedervennootschap werd in deze gevallen aangenomen op grond van verschillende bijkomende omstandigheden, zoals nauwe betrokkenheid bij de gang van zaken van de dochter. De bestaande jurisprudentie over het aansprakelijk stellen van aandeelhouders op grond van onrechtmatige daad biedt daarom geen handvatten om aandeelhouders aansprakelijk te stellen wanneer zij in strijd handelen met het vennootschappelijk belang, en daarmee de maatschappelijke verantwoordelijkheid, van de onderneming. Internationaal lijkt echter een ontwikkeling gaande op het gebied van aandeelhouders-

aansprakelijkheid. De Jongh beschrijft de internationale ontwikkelingen over het aansprakelijk stellen van aandeelhouders voor milieuschade in concernverband en over het aannemen van een zorgplicht voor dergelijke aandeelhouders om toekomstige schade te voorkomen⁴. Hij concludeert dat in het Verenigd Koninkrijk een tendens zichtbaar is om de moedervennootschap aansprakelijk te stellen voor milieuschade veroorzaakt door een dochtervennootschap, zelfs als het handelen van die dochter in de desbetreffende jurisdictie niet onrechtmatig wordt geacht. Deze ontwikkelingen staan echter nog in de kinderschoenen. Bovendien zijn ze op dit moment, net als aandeelhoudersaansprakelijkheid in de Nederlandse context, beperkt tot concernverhoudingen.

Andere normen voor aandeelhouders

De Corporate Governance Code (die op *comply or explain* basis moet worden toegepast door beursgenoteerde ondernemingen en voor andere ondernemingen als richtlijn voor ‘good governance’ wordt gezien) bevat een hoofdstuk over de relatie tussen de vennootschap en haar aandeelhouders⁵. Principe 4.4 bepaalt dat aandeelhouders, waaronder institutionele beleggers, het belang dienen te onderkennen van een strategie die gericht is op duurzame langetermijnwaardecreatie van de vennootschap. De Corporate Governance Code gaat niet nader in op de praktische uitwerking van dit principe, noch bevat de Code anderszins een verantwoordelijkheid voor aandeelhouders om rekening te houden met de maatschappelijke verantwoordelijkheid van de onderneming. Ook relevant in dit verband is de Nederlandse Stewardship Code, waarin handvatten zijn

opgenomen voor institutionele beleggers om te voldoen aan hun verantwoordelijkheden rond betrokken en verantwoord aandeelhouderschap, op een manier die bijdraagt aan de langetermijnwaardecreatie door Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd⁶. De Stewardship Code heeft geen dwingend karakter, maar biedt een richtsnoer voor aandeelhouders. Ook de Stewardship Code bevat geen regeling op grond waarvan aandeelhouders zich rekenschap moeten geven van de maatschappelijke verantwoordelijkheid van de onderneming⁷.

Dynamiek tussen RvC en aandeelhoudersvergadering

Ik constateerde dat aandeelhouders zich niet hoeven te richten naar het vennootschappelijk belang, en daarmee evenmin naar de maatschappelijke verantwoordelijkheid van de vennootschap, wanneer zij hun rechten via de aandeelhoudersvergadering uitoefenen. Dit heeft rechtstreeks gevolg voor de taakuitoefening door de raad van commissarissen. Ten eerste is dat het geval omdat de aandeelhoudersvergadering de bevoegdheid heeft om de commissarissen individueel (bij niet-structuurvennootschappen, artikel 2:144/254⁸ BW) en collectief (bij structuurvennootschappen, artikel 2:161a/271a BW) te ontslaan. Voor collectief ontslag bij een structuurvennootschap geldt overigens een verhoogde drempel: de aandeelhoudersvergadering moet het vertrouwen in de raad van commissarissen opzeggen en dat besluit met redenen omkleeden.

Ten tweede kan de aandeelhoudersvergadering de taakuitoefening van de raad van commissarissen beïnvloeden middels haar bevoegdheid om de statuten van de vennootschap vast te stellen en te wijzigen (artikel

2:121/231 BW). De raad van commissarissen heeft een aantal bevoegdheden die voortvloeien uit de wet, zoals het recht op informatie en het benoemen en ontslaan van bestuurders in het geval van een structuurvennootschap. Daarnaast biedt de wet de mogelijkheid om in de statuten bevoegdheden aan de raad van commissarissen toe te kennen. Voorbeelden daarvan zijn het recht om bepaalde bestuursbesluiten goed te keuren en het recht om het bestuur instructies te geven. Omdat deze facultatieve rechten van de raad van commissarissen worden vastgelegd in de statuten, is het feitelijk de aandeelhoudersvergadering die bepaalt of de raad van commissarissen deze rechten heeft en hoeveel macht de raad daarmee kan uitoefenen. Een raad van commissarissen die een (maatschappelijke) koers vaart tegen de zin van de aandeelhoudersvergadering in, loopt het risico dat hij wordt ontslagen of dat zijn bevoegdheden worden ingeperkt.

Conclusie

Aandeelhouders hoeven zich bij het uitoefenen van hun rechten niet te richten naar het vennootschappelijk belang, noch naar de maatschappelijke verantwoordelijkheid van de onderneming. De raad van commissarissen is daartoe wel gehouden, ook op grond van de huidige wetgeving en jurisprudentie. Het staat aandeelhouders daarom vrij om

'In uitzonderlijke gevallen kan een aandeelhouder aansprakelijk worden gesteld op grond van onrechtmatige daad'

zich te laten leiden door hun eigen belang, dat in veel gevallen wordt ingekleurd door de waardeontwikkeling van hun aandelen op de korte termijn. Een dergelijk handelen zal niet eenvoudig kunnen worden aangemerkt als onredelijk en onbillijk of als onrechtmatig. Het handelen van aandeelhouders heeft rechtstreeks invloed op de taakuitoefening van de raad van commissarissen: de aandeelhoudersvergadering kan de raad van commissarissen ontslaan of zijn bevoegdheden beperken. Ik vraag mij af of deze vrijheid voor aandeelhouders nog passend is. Wellicht is het moment aangebroken om ook aandeelhouders te binden aan het vennootschappelijk belang en daarmee aan de maatschappelijke verantwoordelijkheid van de onderneming.



Noten

1. HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286, r.o. 4.2.1 en 4.2.2 (Cancun).
2. Dit geldt evenzeer voor commissarissen die evenals bestuurders zijn gebonden aan het vennootschappelijk belang en de zorgvuldigheidsnorm van artikel 2:8 BW.
3. Voor aandeelhouders geldt ook de wettelijke regeling omtrent misbruik van bevoegdheid. Hierop ga ik in deze bijdrage niet nader in.
4. Prof.mr. J.M. de Jongh, Beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders: een beschouwing naar aanleiding van art. 2:64 lid 1 BW, *Rechtsgeleerd Magazijn THEMIS*, 2022-6.
5. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Corporate Governance Code 2022 (<https://www.mccg.nl/publicaties/codes/2022/12/20/corporate-governance-code-2022>).
6. Eumedion, Stewardship Code 2018 (<https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/2018-07-nederlandse-stewardship-code-nl-versie.pdf>). De wettelijke basis voor het betrokkenheidsbeleid waaraan wordt gerefereerd in deze code is artikel 5:87c Wft.
7. Overigens wil ik hier, om niet tekort te doen aan de inspanningen van Eumedion op het gebied van duurzaamheid, refereren aan bijvoorbeeld de Speerpuntenbrief 2023 waarin Eumedion bestuurders en commissarissen oproept om in 2023 actie te ondernemen op het gebied van biodiversiteitsverlies en mensenrechten.
8. Dit artikel legt deze bevoegdheid niet uitsluitend bij de aandeelhoudersvergadering neer, maar in de praktijk is het veelal de aandeelhoudersvergadering die de bevoegdheid op grond van dit artikel uitoefent.