

WETENSCHAP

De beursvennootschap van de toekomst

S.B. Garcia Nelen

1 Ter inleiding: inkadering en thema's

In dit artikel doe ik een poging een blik te werpen op de toekomst van de beursvennootschap.¹ De toekomst is van nature onzeker en het gevaar bestaat dan ook dat een beschouwing daarvan weinig bruikbaar zal blijken voor ondernemingsrechtjuristen. Daarom zal ik mij in dit artikel beperken tot feiten en gebeurtenissen die reeds hebben plaatsgevonden en die kunnen wijzen op ontwikkelingen die een concrete invloed zullen (kunnen) hebben op de beursvennootschap binnen een periode van (ongeveer) vijf jaar vanaf 2022.

Ik richt mij daarbij in het bijzonder op enkele thema's die op dit moment bij uitstek relevant lijken te zijn of worden binnen het genoemde tijdsbestek. Dat zijn, wat mij betreft: (1) duurzaamheid en ESG-aspecten² bij beursvennootschappen, (2) maatschappelijke belangen en de taakopdracht van bestuurders en commissarissen, (3) de invloed van stakeholders op de strategie, (4) de bredere toegang tot de kapitaalmarkt, (5) de harmonisering en digitalisering van transparantie en verantwoording, en (6) de convergentie tussen de bv en de nv. Deze thema's spelen niet uitsluitend bij beursvennootschappen, maar zijn voor hen wel in het bijzonder relevant. Er is over elk van deze thema's zeer veel te schrijven, maar gezien de insteek en omvang van deze bijdrage zullen zij slechts in vogelvlucht worden gezien.

2 ESG en de rol van beursvennootschappen

Het is duidelijk en (inmiddels) algemeen aanvaard dat het voor een duurzame toekomst noodzakelijk is om de komende jaren drastische maatregelen te treffen om klimaatverandering tegen te gaan. Als uiting van dit besef heeft de Europese Commissie (hierna: de Commissie) in 2019 haar Europese Green Deal aangekondigd.³ Onderdeel van deze plannen is de doelstelling om de EU tegen 2050 'broeikasgasneutraal' te maken.⁴ Om dit doel te bereiken moet de uitstoot van broeikasgas-

1 Onder 'beursvennootschap' begrijp ik in dit artikel een nv of bv naar Nederlands recht met een statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen of certificaten daarvan zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit als bedoeld in art. 1:1 Wft of een met een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit vergelijkbaar systeem uit een staat die geen EU-lidstaat is.

2 ESG staat voor Environmental, Social and Governance.

3 Communication from the Commission – The European Green Deal, 11 december 2019, COM(2019)640.

4 A clean planet for all – A European strategic long-term vision for a prosperous, modern, competitive and climate neutral economy, 28 november 2018, COM(2018)773.

S.B. Garcia Nelen

sen in 2030 met ten minste 55% zijn teruggebracht ten opzichte van 1990.⁵ Volgens de Commissie speelt het gedrag van ondernemingen een cruciale rol in het bereiken van deze doelstelling.⁶ Daarnaast moeten ondernemingen ook bijdragen aan het bereiken van de Duurzame Ontwikkelingsdoelstellingen van de Verenigde Naties (UN Sustainable Development Goals),⁷ onder andere op het gebied van klimaat en mensenrechten.

In het kielzog van deze doelstellingen raast een groeiende duurzaamheidswetgevingsgolf over het Europese continent. Die wetgeving richtte zich tot nog toe met name op rapportageverplichtingen. De basis daarvan vormt de Non-Financial Reporting Directive⁸ (NFRD), die de Richtlijn jaarrekening wijzigde en in Nederland geïmplementeerd is door het Besluit bekendmaking niet-financiële informatie.⁹ De Commissie beoogt het toepassingsbereik en de verplichtingen onder de NFRD uit te breiden en heeft daartoe een voorstel gedaan voor een Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).¹⁰ Hierdoor zouden (onder andere) vrijwel alle beursvennootschappen onder de werking van de niet-financiële rapportageverplichtingen gaan vallen. Diezelfde groep vennootschappen moet sinds kort ook voldoen aan bepaalde verplichtingen onder de Taxonomieverordening.¹¹ Deze verordening beoogt er door middel van rapportageverplichtingen voor te zorgen dat *greenwashing* wordt voorkomen en dat ondernemingen beleggers beter informeren over welke economische activiteiten ‘ecologisch duurzaam’ zijn. Tot slot is recent een voorstel voor een Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD) gepubliceerd.¹² De CSDDD bevat onder andere een uitgebreide *due diligence*-verplichting, die ondernemingen verplicht potentiële of daadwerkelijke negatieve gevolgen van hun bedrijfsvoering voor mensenrechten en milieu te identificeren en deze (waar mogelijk) te voorkomen en te beperken.

Het thema ‘mensenrechten’, dat mede geadresseerd wordt in de CSDDD, valt onder de sociale waarborgen die momenteel veel aandacht krijgen (de ‘S’ van ESG). Ook

5 Art. 2(1) en 4(1) van Verordening (EU) 2021/1119 van 30 juni 2021 tot vaststelling van een kader voor de verwezenlijking van klimaatneutraliteit, en tot wijziging van Verordening (EG) nr. 401/2009 en Verordening (EU) 2018/1999 (‘Europese klimaatwet’).

6 Proposal COM/2022/71 for a Regulation on Corporate Sustainability Due Diligence, p. 1.

7 Verenigde Naties Resolutie 70/1 (2015), goedgekeurd door de Algemene Vergadering op 25 september 2015.

8 Richtlijn 2014/95/EU 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.

9 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.

10 Voorstel voor een Richtlijn tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU, Richtlijn 2004/109/EG, Richtlijn 2006/43/EG en Richtlijn (EU) 537/2014 betreffende duurzaamheidsrapportage door ondernemingen.

11 Verordening (EU) 2020/852 van het Europees Parlement en de Raad van 18 juni 2020 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen.

12 Proposal COM/2022/71 for a Regulation on Corporate Sustainability Due Diligence.

op het gebied van diversiteit, die in dezelfde categorie valt, vinden belangrijke ontwikkelingen plaats. Per 1 januari 2022 is de Wet evenwichtiger verhouding tussen mannen en vrouwen in bestuur en raad van commissarissen in werking getreden.¹³ Volgens deze wet wordt de samenstelling van de raad van commissarissen van een beursvennootschap als evenwichtig beschouwd als deze voor ten minste een derde uit mannen en ten minste een derde uit vrouwen bestaat.¹⁴ Er bestaat (nog) geen streefcijfer voor het bestuur. Voor grote vennootschappen bevatten het nieuwe art. 2:166 van het Burgerlijk Wetboek (BW) (voor nv's) en art. 2:276 BW (voor bv's) wel een verplichting om 'passende' en 'ambitieuze' doelen in de vorm van een streefcijfer vast te stellen, om zodoende de verhouding tussen het aantal mannen en vrouwen in (in ieder geval) het bestuur en de raad van commissarissen evenwichtiger te maken. In aanvulling hierop onderkent het in februari 2022 gepubliceerde voorstel voor een nieuwe Corporate Governance Code (hierna: het Codevoorstel) terecht de bredere ontwikkelingen op het gebied van genderidentiteit en genderexpressie en doet het voorstellen voor de verbetering van diversiteit voor het bestuur, de raad van commissarissen en het *executive committee*.¹⁵ Deze initiatieven zullen de komende jaren hopelijk bijdragen aan een meer divers leiderschap van beursvennootschappen.

De focus op ESG-thema's wordt bij beursvennootschappen niet enkel gedreven door wetgeving. Ook investeerders spelen een rol bij de focus op (met name) duurzaamheid. Vanuit investeerdersperspectief zijn ESG-thema's van belang omdat zij verband houden met waardebehoud en -vermeerdering. Klimaatverandering, maar ook schendingen van mensenrechten of werknemersbelangen, kunnen materiële risico's opleveren voor de reputatie en daarmee de bedrijfsvoering van ondernemingen. Als deze risico's zich verwezenlijken, dan leidt dit potentieel tot financiële schade voor de onderneming, wat weer een negatieve invloed kan hebben op investeringen van beleggers. Dit ziet op *waardebehoud*. Daarnaast worden aan ondernemingen die actief zijn in duurzame energie en de klimaattransitie relatief hoge waarderingen toegekend. Het ligt voor de hand dat beleggers daarom graag willen dat ondernemingen een transitie maken naar een duurzame bedrijfsvoering, nu dat de waarde van hun beleggingen (drastisch) zou kunnen doen toenemen. Dit ziet op *waardevermeerdering*. Bovendien zijn ondernemingen met slechte ESG-ratings minder aantrekkelijk voor een overname, omdat zij niet voldoen aan de interne ESG-vereisten van private-equitypartijen. Uiteindelijk is het behalen van rendement voor beleggers de reden voor het doen van een investering. Waar een focus van de vennootschapsleiding op ESG-thema's (in te grote mate) botst met het behalen van rendement, is kritiek te horen vanuit beleggers en analisten op het ge-

13 Wet van 29 september 2021 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het evenwichtiger maken van de verhouding tussen het aantal mannen en vrouwen in het bestuur en de raad van commissarissen van grote naamloze en besloten vennootschappen.

14 Art. 2:142b BW. Deze regel geldt enkel voor vennootschappen met een notering aan een beurs in Nederland.

15 Consultatiedocument voorstel voor actualisatie Corporate Governance Code 2022, 21 februari 2022, te raadplegen op www.mccg.nl/publicaties/codes/2022/2/21/voorstel-voor-actualisering.

S.B. Garcia Nelen

brek aan focus op aandeelhouderswaarde (zoals bijvoorbeeld bij Danone en Unilever).¹⁶

Steeds vaker stellen beursvennootschappen concrete ESG-doelstellingen vast om te voorkomen dat zij het verwijt krijgen dat zij zich niet voldoende inzetten op dit gebied. Ambitieuze doelstellingen en andere duurzaamheidsverklaringen kunnen positief worden ontvangen door stakeholders, maar scheppen ook verplichtingen. Dergelijke verklaringen zijn in beginsel concrete toezeggingen jegens de bij de vennootschap betrokkenen, die mede inhoud geven aan algemene verplichtingen zoals neergelegd in art. 2:8 en 2:9 BW en waarop die betrokkenen zich kunnen beroepen.¹⁷ Handelen in strijd met die wettelijke plichten kan bovendien kwalificeren als een onrechtmatige daad.¹⁸ Belanghebbenden kunnen ervoor kiezen naleving van die verplichtingen af te dwingen via de rechter.¹⁹ Zowel te weinig concrete als te ambitieuze doelstellingen kunnen daarmee leiden tot risico's voor de vennootschap.

De komende decennia zullen duurzaamheid en andere ESG-thema's een grote rol blijven spelen in de wereldgemeenschap, en dat zal een langdurige invloed hebben op ondernemingen en – daarmee – het ondernemingsrecht. De golf van duurzaamheidswetgeving introduceert veel nieuwe – en soms (nog) vage – begrippen in het Nederlandse (ondernemings)recht. Dat vergt een open blik van juristen, want zij zullen deze begrippen moeten plaatsen binnen de juridische kaders en op die wijze kunnen bijdragen aan de ontwikkeling van deze nieuwe regelingen. De nieuwe regelgeving geldt overigens veelal niet alleen voor beursvennootschappen, maar ook voor andere ondernemingen van een zekere omvang, dus ook het bredere ondernemingsrecht zal hier steeds meer invloed van ondervinden.

3 Algemene belangen en de taak van bestuurders en commissarissen: van compliance naar purpose

De genoemde opkomst van maatschappelijke thema's als klimaat en mensenrechten is – zo is mijn indruk – gepaard gegaan met een veranderende wijze waarop ondernemingen zich daartoe verhouden. Tot voor kort – zeg: ruim tien jaar geleden – werd over het algemeen naar deze thema's gekeken vanuit het perspectief van *compliance*. Daarmee bedoel ik dat ondernemingen belang hechtten aan het voldoen aan wettelijke normen, maar in algemene zin niet van mening waren dat zij een maatschappelijke verantwoordelijkheid hadden die verder reikte dan dat.

16 Zie o.a. Danone: A case study in the pitfalls of purpose, Financial Times 18 maart 2021, te raadplegen op www.ft.com/content/668d9544-28db-4ad7-9870-1f6671623ac5.

17 In dezelfde zin over de verklaringen over de toepassing van de Corporate Governance Code: Stb. 2004, 747, p. 8, Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/37 en S.B. Garcia Nelen, *De beursvennootschap, corporate governance en strategie* (diss. Rotterdam) (Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 120), Deventer: Wolters Kluwer 2020, par. 4.4.

18 Art. 6:162 BW.

19 Vgl. op andere gronden, maar tevens leidend tot onrechtmatige daad: Rb. Den Haag 26 mei 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5337, r.o. 4.4.1.

Die wettelijke normen werden over het algemeen nageleefd, want *non-compliance* kon aanzienlijke gevolgen hebben, zoals boetes, (strafrechtelijke) onderzoeken en reputatieschade. Het zich bekommeren om maatschappelijke belangen vormde echter niet de kerntaak van een onderneming. Ondernemen, zo was de gedachte, is niet gericht op dergelijke algemene belangen. In die – inmiddels grotendeels achterhaalde – visie worden nadelige invloeden van ondernemingen op algemene belangen gezien als externaliteiten: schadelijke effecten van economische activiteiten, die een maatschappelijk probleem vormen, en waarvoor de overheid oplossingen moet bieden, bijvoorbeeld door het invoeren van regulering of subsidies. In deze gedachte zijn wettelijke verplichtingen de enige of voornaamste motivatie om te voldoen aan ESG-normen.

De positie van ondernemingen is langzamerhand gewijzigd, in die zin dat zij, ook los van de wettelijke normen, bedrijfsmatige risico's en voordelen zijn gaan zien in ESG-gerelateerde thema's. Dergelijke thema's werden in de loop der tijd steeds relevanter geacht voor de bedrijfsvoering. De reden hiervoor is niet noodzakelijkerwijs dat ondernemingen hiertoe intrinsiek gedreven worden, maar dat zij worden blootgesteld aan het risico van claims van belangengroepen of ontevreden beleggers, of omdat het voor- of nadelen oplevert voor hun reputatie. Vanuit dit perspectief was er vanuit bedrijfsmatig perspectief een toegevoegde waarde om zich meer in te spannen dan het minimumvereiste dat de wettelijke verplichting vormde. In deze gedachte bestaat er een motivatie om te voldoen aan aanvullende ESG-normen, omdat dit voordelig is voor de bedrijfsvoering van de onderneming.

Een relatief nieuwe stap is dat de wens opkomt om bepaalde maatschappelijke belangen ook onderdeel te maken van de kerntaken van ondernemingen. Deze belangen worden in die zin onderdeel van de *purpose* van een onderneming. Daarmee kunnen de externaliteiten worden geïnternaliseerd, wat wil zeggen dat eventuele schadelijke effecten door ondernemingen zelf gemitigeerd worden. Die schadelijke effecten verschuiven daarmee van een maatschappelijke last naar een individuele verantwoordelijkheid van de onderneming. De onderneming krijgt daarmee tot op zekere hoogte een publieke taak.²⁰ Deze ontwikkeling wordt mede gedreven door de wens van (bepaalde) bestuurders, commissarissen en andere bij de onderneming betrokken stakeholders om een bijdrage te leveren aan maatschappelijke thema's. De onderneming kan hiertoe een *corporate purpose* formuleren, waardoor die maatschappelijke belangen onderdeel worden van haar vennootschappelijk bestaansdoel.²¹ Een dergelijk bestaansdoel kan ook worden opgenomen in de statuten, waardoor de organen van de vennootschap (waaronder de algemene vergadering) dienen te handelen in lijn met het vennootschappelijk bestaansdoel.²²

20 Vgl. B. Kemp, Naar een werkbaar en realistisch model voor *stakeholder governance* en de rol van de aandeelhouders daarin, MvO 2022, afl. 1-2, p. 31.

21 Garcia Nelen 2020, par. 5.1.1.

22 L. Timmerman, Corporate governance codes, bevoegdheden, taken, gedragsregels en *purpose*, in: Jaarboek Corporate Governance. Editie 2020-2021, Deventer: Wolters Kluwer 2020, par. 4 en S.B. Garcia Nelen, De beursvennootschap, corporate governance en strategie, Ondernemingsrecht 2021/5, par. 3.

S.B. Garcia Nelen

Aangezien de purpose in dat geval onderdeel uitmaakt van het statutaire doel, zullen rechtshandelingen die in strijd met die purpose zijn verricht, onder omstandigheden vernietigbaar zijn.²³

Een andere manier om ESG-aspecten onderdeel te maken van de kerntaak van ondernemingen is door deze te integreren in de taakopdracht van bestuurders en commissarissen. Dit was onderdeel van het voorstel van 25 hoogleraren tot het wettelijk verankeren van een norm voor verantwoord ondernemerschap.²⁴ Een ander, Europees initiatief is het eerdergenoemde CSDDD-voorstel, dat beoogt de taakopdracht van (in ieder geval) bestuurders en commissarissen uit te breiden (of, in de woorden van het voorstel, te ‘verduidelijken’). De beoogde regeling bepaalt dat bestuurders en commissarissen bij het vervullen van de verplichting om te handelen in het vennootschapsbelang rekening moeten houden met de gevolgen van hun besluiten voor duurzaamheidsaspecten, waaronder mensenrechten, klimaatverandering en milieugevolgen op de korte, middellange en lange termijn.²⁵ Daarbij dienen nationale regelingen die zien op schending van de plichten van bestuurders en commissarissen ook van toepassing te zijn op de schending van dit aspect van de taakopdracht.²⁶ Het beoogde wenselijke effect hiervan is (kennelijk) dat ondernemingen de ESG-thema’s als een intrinsieke motivatie inbakken in de bedrijfscultuur. Algemene belangen worden dan, zo is de hoop, niet (louter) meer gediend wanneer de wet dat vereist, of wanneer er bedrijfsmatige risico’s of voordelen aan verbonden zijn, maar omdat deze onderdeel uitmaken van het bestaansdoel van de onderneming.

Iedere onderneming is anders en de hiervoor beschreven perspectieven zijn niet in algemene zin bedoeld als een schets van een chronologische ontwikkeling. Veel van de recente duurzaamheidswetgeving grijpt terug naar het instrument van dwingende normen om ondernemingen via het instrument van compliance tot gedragswijzigingen te dwingen. Niettemin kunnen deze perspectieven inzicht bieden in de mogelijke drijfveren van ondernemingen. Gedragsverandering zal, ook op ESG-gebied, steeds meer worden bereikt door cultuurveranderingen, die weer beïnvloed worden door purpose.²⁷ Het is mijn verwachting dat, in het licht daarvan, de focus op purpose zal toenemen en dat de taakopdracht van bestuurders en commissarissen daarmee zal worden geconcretiseerd. Dit is wat mij betreft doelmatiger – nu het rechtstreeks raakt aan de drijfveren van mensen en bedrijven – dan het invoeren van meer knellende gedragsnormen, zoals een algemene wettelijke zorgplicht.

23 Op grond van art. 2:7 BW. Zie Asser/Maeijer & Kroeze 2-I* 2015/68 en Th. Groenewald, *Doeloverschrijding bij NV en BV* (diss. Groningen) (Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 38), Deventer: Kluwer 2001, p. 147 e.v. Zie ook Garcia Nelen 2021, par. 3.

24 Zie voor het voorstel J.W. Winter e.a., *Naar een zorgplicht voor bestuurders en commissarissen tot verantwoordelijke deelname aan het maatschappelijk verkeer*, *Ondernemingsrecht* 2020/86.

25 Art. 25(1) CSDDD-voorstel.

26 Art. 25(2) CSDDD-voorstel.

27 Cultuur heeft een steeds belangrijkere rol in corporate governance, zoals ook blijkt uit de Corporate Governance Code.

4 De invloed van stakeholders op de strategie

De aandacht voor maatschappelijke belangen en ESG-thema's heeft nog een ander (wellicht onbedoeld) effect: er lijkt een ontwikkeling gaande waarin de invloed van stakeholders op de strategie van beursvennootschappen wordt vergroot. Nu aan ondernemingen een steeds grotere maatschappelijke verantwoordelijkheid wordt toegedicht en de maatschappij steeds nadrukkelijker eisen stelt aan hun handelen, ligt het voor de hand, en blijkt ook, dat ondernemingen steeds vaker ter verantwoording worden geroepen. Dit uit zich op verschillende manieren. Ten eerste komen ondernemingen steeds vaker onder (publieke) druk te staan om hun strategie aan te passen aan de (snel veranderende) maatschappelijke verwachtingen. Daarnaast forceren belangengroepen sinds kort ook strategiewijzigingen via juridische procedures.²⁸ Het bekendste voorbeeld hiervan is de Shell-uitspraak, waarin werd geoordeeld dat er een verplichting rust op Royal Dutch Shell om haar CO₂-emissie in 2030 netto 45% te beperken ten opzichte van 2019.²⁹ Overigens lijkt het erop dat deze rechtspraak via Europese wetgeving verder bestendig zal worden. Onderdeel van zowel de CSRD als het CSDDD-voorstel is dat ondernemingen een plan moeten hebben om bij te dragen aan de transitie naar een duurzame economie en de beperking van het opwarmen van de aarde tot 1,5 graden Celsius ten opzichte van pre-industriële niveaus, in overeenstemming met het VN-klimaatakkoord van Parijs.³⁰

Onder stakeholders vallen uiteraard ook aandeelhouders. Ook zij proberen invloed uit te oefenen op de strategie van ondernemingen met gebruikmaking van argumenten die gebaseerd zijn op ESG-thema's. Een wereldwijde trend op dit gebied is het indienen van 'say on climate'-punten, ter bespreking of adviserende stemming in algemene vergaderingen, om zo de (klimaat)strategie van beursvennootschappen te beïnvloeden.³¹ Het fenomeen is vergelijkbaar met de in de Verenigde Staten bekende 'say on pay', waarbij aandeelhouders periodiek een niet-bindende stem kunnen uitbrengen over de beloning van bestuurders.³² In Europa heeft de Spaanse luchthavenbeheerder AENA in 2020 onder druk van hedge fund TCI een adviserende stem over zijn klimaatplannen geagendeerd op de algemene vergadering. Tevens is in die vergadering een besluit tot statutenwijziging aangenomen dat ertoe strekt dat het bestuur een klimaatplan opstelt en periodiek herziet en rapporten over de voortgang van dit plan publiceert, waarbij zowel over het plan als over de voortgangsrapporten een adviserende stem dient te worden uitgebracht door de geme-

28 Een verdere stap in het benutten van juridische procedures zou kunnen worden gezet door het recht van enquête tevens toe te kennen aan belanghebbenden, zoals recent is bepleit in: Kemp 2022, p. 53.

29 Rb. Den Haag 26 mei 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5337, r.o. 4.4.1.

30 Art. 1(3) en (7) CSRD.

31 Zie hierover uitgebreid M. van Olffen & E.J. Breukink, 'Say on what's next?', Ondernemingsrecht 2022/17.

32 Garcia Nelen 2020, par. 4.3.3.

S.B. Garcia Nelen

ne vergadering.³³ In Nederland heeft het (aan de New York Stock Exchange genoteerde) LyondellBasell N.V. in 2021 de bespreking van de klimaatstrategie als agendapunt geagendeerd op verzoek van enkele aandeelhouders.³⁴ Eumedion heeft Nederlandse beursvennootschappen ook verzocht (1) een klimaatstrategie en actieplan openbaar te maken en hierover met aandeelhouders in discussie te treden, en (2) in overweging te nemen om de uitvoering van de klimaatstrategie en het actieplan jaarlijks ter adviserende stemming aan de algemene vergadering voor te leggen.³⁵ In algemene zin kunnen aandeelhouders in beursvennootschappen naar Nederlands recht ter agendering in de algemene vergadering slechts een bespreking van de klimaatstrategie afdwingen, maar geen (adviserende) stemming.³⁶ Hetzelfde geldt voor gevallen waarin aandeelhouders voorstellen voor een alternatieve klimaatstrategie willen agenderen. Het agenderen van een alternatieve klimaatstrategie komt voor bij belangengroepen die ideële doelstellingen proberen te bereiken door gebruikmaking van aandeelhoudersbevoegdheden. Zo heeft Follow This klimaatvoorstellen op de agenda van de algemene vergadering van Shell weten te plaatsen.³⁷ Deze voorstellen zijn vooralsnog niet aangenomen, maar krijgen wel ieder jaar meer steun.

Tot slot is er een (vooralsnog vrij theoretische) beweging die zoekt naar manieren om belangen van stakeholders te waarborgen via de corporate governance van vennootschappen.³⁸ Het gaat dan (bijvoorbeeld) om het geven van inspraak aan stakeholders, ter consultatie of met meeromvattende bevoegdheden. De bepalingen over stakeholderconsultaties in het CSDDD-voorstel en het Codevoorstel zijn wat mij betreft te plaatsen in het licht van deze zoektocht.³⁹ Deze bepalingen zien (vooralsnog) veelal op het faciliteren van een dialoog omtrent ESG-thema's, maar via die route zouden stakeholders ook bredere inspraak kunnen verlangen.

5 Bredere toegang tot de kapitaalmarkt: Listing Act en SPACs

De kapitaalmarkten in Europese lidstaten zijn bescheiden in omvang vergeleken met markten in Noord-Amerika, het Verenigd Koninkrijk en Azië. Dit leidt, zo meent de Commissie, tot een beperking op de economische groei en de macro-economische veerkracht.⁴⁰ Deze problemen spelen al langer en hebben in 2015 geleid

33 Zie de besluiten van de algemene vergadering van AENA van 29 oktober 2020, te raadplegen op www.aena.es/en/shareholders-and-investors/corporate-governance/general-shareholders-meeting.html?anio=2020.

34 Van Olffen & Breukink 2022, par. 1.

35 Van Olffen & Breukink 2022, par. 2. Zie ook www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/Focus-Letter-2022.pdf?v=211206145435.

36 In dezelfde zin: Van Olffen & Breukink 2022.

37 30% van Shell-aandeelhouders wil ambitieuzer vergroeningsplan, *Het Financieele Dagblad* 18 mei 2021.

38 Zie hierover Garcia Nelen 2020, hoofdstuk 7, M. van Olffen, Bescherming van het vennootschappelijk belang, in: C.D.J. Bulten e.a., *Corporate governance en de rol van het vennootschappelijk belang* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 166), Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 151-152 en Kemp 2022.

39 Art. 26(1) CSDDD-voorstel en best practice bepaling 1.1.6 Codevoorstel.

40 Europese Commissie, Public Consultation Document: Listing Act, 19 november 2021.

tot een eerste actieplan voor een kapitaalmarktunie.⁴¹ Dit plan bevatte een veelheid aan regelingen die de nationale kapitaalmarkten zouden moeten integreren, zodat er één geïntegreerde kapitaalmarkt binnen de EU zou ontstaan. Dat doel is nog niet bereikt en daarom heeft de Commissie in 2020 een nieuw actieplan gepresenteerd, dat moet leiden tot verdere integratie van de Europese kapitaalmarkten.⁴² De drie belangrijkste doelstellingen van dit plan zijn:

- 1 het toegankelijker maken van financiering voor Europese ondernemingen (waaronder het midden- en kleinbedrijf);
- 2 het verbeteren van bescherming voor spaarders en investeerders; en
- 3 het integreren van nationale kapitaalmarkten tot één kapitaalmarkt.

Door uitvoering van dit actieplan wenst de Commissie drempels voor grensoverschrijdende investeringen weg te nemen, door harmonisatie en vereenvoudiging van regelgeving op het gebied van toezicht, handhaving, belastingen, insolventie en ondernemingsrecht. In vervolg hierop heeft de Commissie in februari 2022 een consultatie afgerond in het kader van een onderzoek naar een mogelijke Europese *Listing Act*. Dit is een wetgevingsinitiatief dat er met name op gericht is de kapitaalmarkten in de EU aantrekkelijker te maken voor Europese ondernemingen (waaronder het midden- en kleinbedrijf).⁴³ *Hoe* precies, dat is (nog) de vraag. De consultatie voor de *Listing Act* is zeer breed en bevat vooral vragen, waardoor het lastig is hier niet-voorbarige conclusies uit te trekken.

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft in reactie op de consultatie laten weten dat het in algemene zin te vroeg lijkt om het prospectusregime te verlichten, en dat de kernregels van de Verordening Marktmissbruik onaangepast dienen te blijven.⁴⁴ Wel meent zij dat de uitzondering op de prospectusplicht voor het toelaten tot de handel van genoteerde effecten tot 20% van het kapitaal zou kunnen worden uitgebreid tot (wellicht) 40%. Dat zou goed nieuws zijn voor bestaande beursvennootschappen, aangezien het de mogelijkheden tot het ophalen van kapitaal zonder prospectus aanzienlijk verruimt. Tevens is de AFM van mening dat de regels omtrent marktpeilingen vereenvoudigd zouden kunnen worden.

De AFM gaat in haar reactie ook in op een ander fenomeen dat leidt tot een bredere toegang tot de kapitaalmarkten: *special purpose acquisition companies* (SPACs).⁴⁵ Dit zijn beursvennootschappen die bij de beursgang geld hebben opgehaald met

41 Communication from the Commission, Action plan on building a Capital Markets Union, COM/2015/0468.

42 Communication from the Commission, A Capital Markets Union for people and businesses – New action plan, COM/2020/590.

43 Zie https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13238-Listing-Act-making-public-capital-markets-more-attractive-for-EU-companies-and-facilitating-access-to-capital-for-SMEs/public-consultation_en.

44 AFM's response to the European Commission targeted consultation on the Listing Act, 2 maart 2022, te raadplegen op www.afm.nl/en/nieuws/2022/maart/consultatiereactie-eu-listing-act#:~:text=The%20AFM%20has%20responded%20to,access%20to%20capital%20for%20SMEs.

45 AFM's response to the European Commission targeted consultation on the Listing Act, 2 maart 2022, te raadplegen op www.afm.nl/en/nieuws/2022/maart/consultatiereactie-eu-listing-act#:~:text=The%20AFM%20has%20responded%20to,access%20to%20capital%20for%20SMEs.

S.B. Garcia Nelen

het doel om binnen een bepaalde periode een overname te doen. In algemene zin is de AFM positief over SPACs en erkent zij dat SPACs ondernemingen, in vergelijking met een traditionele beursgang, een snellere, gemakkelijker en minder onzekere route naar de beurs bieden. Wel meent zij dat SPACs enkel geschikt zijn voor een beperkte groep niet-professionele beleggers. Het is mijns inziens te verwachten dat SPACs in de toekomst in periodes met een positief beursklimaat een blijvende toegevoegde waarde zullen vervullen. Hun rol is met name zichtbaar waar het gaat om ondernemingen met innovatieve of complexe bedrijfsmodellen, die lastig te waarderen zijn. In het licht van de ambitie van de EU om de kapitaalmarkten toegankelijker te maken voor verschillende soorten ondernemingen, dienen ook zij kansen te krijgen om de kapitaalmarkt aan te spreken. De SPAC lijkt daar een geschikt instrument voor. Uiteraard kan op nationaal en Europees niveau worden gekeken in welke mate de bestaande structuren aanpassing behoeven in het kader van beleggersbescherming en het adresseren van belangenconflicten.

Het vergemakkelijken van de toegang tot de beurs zou mogelijk de afname van het absolute aantal beursvennootschappen kunnen keren. Deze afname is zowel in Nederland als (bijvoorbeeld) in de Verenigde Staten waarneembaar en lijkt onder andere gedreven te worden door concurrentie door niet-publiek kapitaal, zoals investeringen door private-equityfondsen. Dit betekent overigens niet per definitie dat de aandelenmarkt aan belang verliest. De afname van het aantal beursvennootschappen gaat in belangrijke markten gepaard met een sterke toename van de marktkapitalisatie van die vennootschappen.⁴⁶

6 Harmonisering en digitalisering van transparantie en verantwoording

Het is de verwachting dat de regelgeving die relevant is voor beursvennootschappen steeds meer wordt bepaald op Europees niveau in de vorm van verordeningen en richtlijnen. Deze ontwikkeling marginaliseert tot op zekere hoogte de rol van nationale wetgeving voor beursvennootschappen, met name op het gebied van het effectenrecht. De afgelopen jaren is deze trend al ingezet. De Verordening Markt-misbruik⁴⁷ is sinds 3 juli 2016 van toepassing op uitgevende instellingen, als gevolg waarvan art. 5:25i en 5:53-67 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) (oud) zijn vervallen.⁴⁸ Als gevolg van de inwerkingtreding van de Prospectusverordening per 21 juli 2019 zijn de nationale bepalingen ter implementatie van de (oude) prospectusrichtlijn, zoals opgenomen in hoofdstuk 5.1 Wft, vervallen en is er een nieuw

46 Garcia Nelen 2020, par. 3.4.5 (in het bijzonder noot 375).

47 Verordening (EU) 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende markt-misbruik en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie. Een 'uitgevende instelling' is een privaats- of publiekrechtelijke juridische entiteit die financiële instrumenten emitteert of voorstelt te emitteren, waarbij de uitgevende instelling, in het geval van certificaten van aandelen die financiële instrumenten vertegenwoordigen, de uitgevende instelling van het vertegenwoordigde financiële instrument is, zie art. 3.21 Verordening Markt-misbruik.

48 Kamerstukken II 2015/16, 34455, nr. 3, p. 6 (MvT).

(maar inhoudelijk zeer beperkt) hoofdstuk 5.1 Wft vastgesteld.⁴⁹ Het is de verwachting dat deze trend zal doorzetten en dat Nederland, als gevolg van ambitieuze Europese plannen, in de komende jaren geconfronteerd zal worden met een grotere harmoniseringsdrang. Dat zal leiden tot beïnvloeding of vervanging van nationale wetgeving door Europese regelingen. Gezien de grensoverschrijdende dimensie waarin beursvennootschappen opereren, is dit in mijn ogen een goede zaak.

Het gevaar bestaat wel dat een overvloed aan Europese transparantie- en rapportageverplichtingen het overzicht verstoort in plaats van inzicht verschaft. In een poging dit gevaar te ondervangen heeft de Commissie een voorstel gedaan voor (nog) een verordening. Deze verordening is erop gericht een centraal digitaal toegangspunt op te zetten, waarin de informatie die nu verspreid is over allerlei vindplaatsen in de lidstaten ingevoerd en geraadpleegd kan worden.⁵⁰ In dit *European Single Access Point* zou zowel financiële als niet-financiële informatie moeten worden ingevoerd. Het gaat om alle informatie, documenten en verslagen die krachtens EU-recht door (onder andere) beursvennootschappen openbaar moeten worden gemaakt. Deze informatie moet op een bepaalde vastgestelde wijze worden aangeleverd, zodat deze makkelijk in het systeem kan worden ingevoerd. Indien een goed werkend systeem kan worden opgezet, dan is de hoop dat dit daadwerkelijk kan bijdragen aan het vergemakkelijken van het voldoen aan transparantie- en rapportageverplichtingen en aan betere vergelijkbaarheid van financiële en niet-financiële informatie.

Een andere ontwikkeling op het gebied van digitalisering van verantwoording door de vennootschapsleiding is de virtuele algemene vergadering.⁵¹ In ieder geval tot 1 juni 2022 is een tijdelijke wet van kracht in verband met de COVID-19-crisis.⁵² Deze wet voorziet erin dat een algemene vergadering kan worden gehouden die uitsluitend toegankelijk is langs elektronische weg. Na het vervallen van deze noodwet wordt teruggevallen op de algemene bepalingen van Boek 2 BW. Onder deze regels is een volledig virtuele algemene vergadering (zonder dat tevens een fysieke vergadering plaatsvindt) nog niet mogelijk. Wel is op grond van art. 2:117a BW een hybride algemene vergadering mogelijk, waarbij de vergadering zowel fysiek als virtueel kan worden bijgewoond. De eerste hybride algemene vergadering is in 2019 gehouden door Koninklijke KPN N.V.⁵³ In de literatuur gaan (terecht) stemmen op om ook een geheel virtuele algemene vergadering mogelijk te ma-

49 Kamerstukken II 2018/19, 35108, nr. 3, p. 4 (MvT).

50 Voorstel van 25 november 2021 voor een Verordening tot oprichting van een Europees centraal toegangspunt dat gecentraliseerde toegang biedt tot voor financiële diensten, kapitaalmarkten en duurzaamheid relevante publiek beschikbare informatie, COM(2021)725.

51 A. van der Krans, De toekomst van de AVA: fysiek, hybride of virtueel: leg de keuze bij de vennootschap, *Ondernemingsrecht* 2019/4; G.J.C. Rensen & R.A. Hagens, Hybride AV heeft de toekomst, *Ondernemingsrecht* 2019/88; Garcia Nelen 2020, par. 7.4.4.

52 Kamerstukken II 2019/20, 35434 (Stb. 2020, 124) en Stb. 2022, 121.

53 Rensen & Hagens 2019, par. 1.

ken.⁵⁴ Dit zou de vennootschap de mogelijkheid geven om zelf te bepalen wat de beste wijze is waarop een algemene vergadering kan worden gehouden.

7 Convergentie tussen bv en nv

De in 2012 in werking getreden Wet flex-bv heeft gezorgd voor een grondige modernisering en flexibilisering van het bv-recht. Deze wetswijziging is in algemene zin positief door de rechtspraktijk ontvangen. Regelmatig komt de vraag op of niet ook het nv-recht toe is aan een herziening.⁵⁵ De modernisering van het nv-recht staat sinds enkele jaren ook op de politieke agenda. Een van de pijlers van dit moderniseringsplan is de vereenvoudiging en flexibilisering van het nv-recht, waaronder heroriëntatie inzake de verhoudingen tussen aandeelhouders, bestuurders en commissarissen.⁵⁶ Er zijn nog geen concrete beleidsvoornemens aangekondigd die invulling moeten geven aan deze pijler. Zaken die mogelijke aandacht krijgen in dit kader zijn onder andere: het schrappen van het verplichte maatschappelijk kapitaal en van de euro als verplichte valuta, het vereenvoudigen van de besluitvorming buiten vergadering, het mogen vergaderen buiten Nederland, de uitgifte van stem- en winstrechtloze aandelen, de verkorting van de oproepingstermijn voor de algemene vergadering, aandelen zonder nominale waarde, het stimuleren van loyaliteitsaandelen en (de hiervoor beschreven) digitale aandeelhoudersvergaderingen.⁵⁷

Kijkend naar de ontwikkelingen sinds de Wet flex-bv en de potentiële wetgevingsinitiatieven op het gebied van het nv-recht, lijkt het mij dat de bv en de nv steeds verder naar elkaar toe groeien. Waar traditioneel de bv werd gebruikt voor besloten en de nv voor open verhoudingen, zijn nu beide vennootschapsvormen zowel open als besloten vorm te geven. Daarbij zien we dat de nv weinig populair is; zij wordt net iets meer gebruikt dan het kerkgenootschap en veel minder gebruikt dan de bv, de maatschap en de stichting.⁵⁸ De bv was in 2021 in Nederland zelfs populairder dan de nv als rechtsvorm voor een beursgang (al kwam dit volledig door het grote aantal SPACs dat werd genoteerd).⁵⁹ De nv heeft onderscheidende kenmerken verloren nu zij niet langer toonderbewijzen of certificaten aan toonder uit kan geven, instrumenten die in het verleden bijdroegen aan het karakter van de nv als open (beurs)vennootschap.⁶⁰ Opmerkelijk is nog dat slechts een klein deel van alle nv's

54 Van der Krans 2019.

55 Zie bijv. G. van Solinge, Een facelift voor de oude dame?, *Ondernemingsrecht* 2014/11, G.T.M.J. Raaijmakers & M.J.G.C. Raaijmakers, *De NV in 2020*, *Ondernemingsrecht* 2014/12, R.A. Wolf, *Het stemrechtloze aandeel in de N.V.? Een pleidooi en verkenning*, *TvOB* 2014, afl. 2, p. 42-50 en Garcia Nelen 2020, par. 7.2.

56 Nota Voortgang modernisering ondernemingsrecht (Kamerstukken II 2016/17, 29752, nr. 9, p. 2).

57 Kamerstukken II 2016/17, 29752, nr. 9, p. 20, Kamerstukken II 2018/19, 29752, nr. 12, p. 14 en Kamerstukken II 2020/21, 29752, nr. 14.

58 Garcia Nelen 2020, par. 7.3.

59 Er vonden 25 beursgangen plaats, waarvan 16 SPACs. Van de 25 vennootschappen die naar de beurs gingen, waren er 9 een bv, 6 een nv en 10 een buitenlandse rechtsvorm.

60 Zie de Wet omzetting aandelen aan toonder (Stb. 2019, 107). Toonderaandelen kunnen enkel nog uitstaan in de vorm van een verzamelbewijs dat in bewaring wordt gegeven aan het centraal instituut of een intermediair als bedoeld in art. 1 Wge.

beursgenoteerd is en dat veruit de meeste niet-beursgenoteerde nv's geen open nv's zijn.⁶¹

Ik voorzie dan ook dat in de toekomst de betekenis van de nv als rechtsvorm verder zal afnemen ten gunste van de bv. Het is thans mogelijk om alle soorten aandeelhoudersverbanden te faciliteren met één flexibele rechtsvorm, de bv. Het nut van het onderscheid tussen bv en nv in de praktijk is daarmee inmiddels moeilijk uit te leggen. Ik heb al eerder de mogelijkheid geopperd van een eenvoudig vennootschapsrecht, waarin het onderscheid tussen de twee aparte kapitaalvennootschapsvormen grotendeels wordt losgelaten.⁶² Er zou dan, naar Zweeds model, één kapitaalvennootschapsvorm bestaan, waarbij statutair kan worden aangegeven of het om een publieke of een private vennootschap gaat. Een dergelijke opzet biedt twee belangrijke voordelen ten opzichte van het huidige systeem:

- 1 Het recht voor de kapitaalvennootschappen wordt overzichtelijker, aangezien er slechts één regeling nodig is, die maar enkele beperkte afwijkingen kent voor de publieke vennootschap.
- 2 Het recht dat van toepassing is op de publieke vennootschap wordt minder dwingend, omdat in grote mate wordt aangesloten bij het flexibele bv-recht.

Ik heb niet de illusie dat wij in de voorzienbare toekomst afscheid zullen nemen van de rechtsvorm nv. Wel heb ik de hoop dat de nv op niet al te lange termijn gemoderniseerd en vereenvoudigd zal worden, naar het model van de bv. Indien dat te lang duurt, bestaat de kans dat de bv de rol van de nv als typische rechtsvorm voor de beursvennootschap overneemt. Dat zou de 'oude dame' deels nutteloos maken.⁶³

8 Tot slot

In de toekomst kijken brengt een grote marge van onzekerheid met zich mee. Niettemin is vooruitkijken noodzakelijk in het ondernemingsrecht om te voorkomen dat dit rechtsgebied op belangrijke punten de aansluiting verliest met de bedrijfs-wereld die zij poogt te faciliteren. In dit artikel heb ik geprobeerd daaraan een bijdrage te leveren door enkele ontwikkelingen aan te stippen die licht werpen op de (waarschijnlijke) nabije toekomst van beursvennootschappen. De hoop is dat deze ontwikkelingen zelf ook weer bijdragen aan een rechtssysteem dat het duurzame succes van ondernemingen faciliteert, waardoor zij op hun beurt een bijdrage leveren aan oplossingen voor maatschappelijke uitdagingen

61 Zie Garcia Nelen 2020, par. 7.3 met verdere verwijzingen.

62 Garcia Nelen 2020, par. 7.3.

63 De term 'oude dame' werd gebruikt in Van Solinge 2014.