TILBURG UNIVERSITY

Duurzaamheidsverplichtingen voor institutionele beleggers

Authors	Lafarre,Anne
Published in	Ondernemingsrecht
Publication Date	2025-07-01
Document Version	publishersversion
Link	https://research.tilburguniversity.edu/en/publications/017a7c9f-7f75-48f6-96b3-6a782d0a05ad
Citation	Lafarre, A 2025, 'Duurzaamheidsverplichtingen voor institutionele beleggers', Ondernemingsrecht, vol. 2025, no. 10, 61, pp. 481-482.
Download Date	2026-02-18 13:15:09
Rights	General rights Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights. - Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research. - You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain - You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal" Take down policy If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Anne Lafarre[1]

Duurzaamheidsverplichtingen voor institutionele beleggers

Ondernemingsrecht 2025/61

Column

Duurzaamheid heeft de afgelopen jaren steeds meer aandacht gekregen in wet- en regelgeving. Bedrijven worden gestimuleerd om in te zetten op duurzame langetermijnwaardecreatie, inclusief mensenrechten, milieu en klimaat. Institutionele beleggers spelen hierin een sleutelrol omdat zij het grootste deel van de aandelen bezitten. Zij hebben in dit kader echter nauwelijks verplichtingen.

Een belangrijke vraag is of aandeelhouders gebonden zijn aan het belang van de vennootschap. Volgens het Wennex-arrest (1944) is stemrecht een individueel recht.[2] Maar aandeelhouders mogen niet geheel onbeperkt hun eigen belang nastreven. Zij moeten zich redelijk en billijk gedragen, ook richting de vennootschap. Dit wordt ook bevestigd in de Nederlandse Corporate Governance Code: aandeelhouders mogen hun eigen belang volgen, zolang zij openstaan voor dialoog en rekening houden met de vennootschap en andere stakeholders. Hoe groter hun belang, hoe groter hun verantwoordelijkheid. Institutionele beleggers moeten bovendien transparant en zorgvuldig omgaan met hun aandeelhoudersrechten. Sinds 2022 stelt de Code dat aandeelhouders, inclusief institutionele beleggers, het belang van duurzame langetermijnwaardecreatie onderkennen (principe 4.4). Volgens principe 4.3.5 geven zij hier zelf invulling aan in hun betrokkenheidsbeleid. De Code verwacht ook bereidheid tot een constructieve dialoog (principe 4.2.2), maar legt geen concrete verplichtingen op. Hoe beleggers duurzame langetermijnwaarde moeten ondersteunen, blijft dus onduidelijk.

Misschien bieden stewardshipcodes meer aanknopingspunten. De Nederlandse stewardshipcode is sinds 2022 grotendeels opgenomen in de Code en heeft nu een “slapende”[3] status. In het Verenigd Koninkrijk daarentegen staat de stewardshipcode (UKSC) volop in de schijnwerpers. De FRC (de Britse toezichthouder) presenteerde begin dit jaar een herziene versie die per 1 januari 2026 van kracht wordt. Vooral de nieuwe definitie van ‘stewardship’ leidde tot veel discussie. Die is door de jaren heen flink verschoven. In de UKSC 2012 lag de focus op langetermijnsucces van bedrijven ten bate van de begunstigden van investeerders (zoals pensioendeelnemers, polishouders of cliënten van vermogensbeheerders), met weinig aandacht voor duurzaamheid. Zoals Paul Davies stelt: “It contained a fleeting reference to ESG factors, but most people would probably have missed it.”[4]

De UKSC 2020 legt daarentegen sterk de nadruk op duurzaamheid. Volgens principe 7 moeten investeerders ESG-aspecten, inclusief klimaatverandering, systematisch meenemen in alle fasen van het beleggingsproces, o.a. van aankoop tot desinvestering. In de toelichting bij principe 4 wordt klimaatverandering expliciet genoemd als een systemisch risico dat beleggers moeten aanpakken. De UKSC 2020 definieert stewardship als “the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society”. Vooral deze onderstreepte woorden waren onderwerp van discussie. Critici vreesden dat duurzaamheid het primaire doel van stewardship werd, ten koste van financiële doelstellingen. Uit een zorgvuldige lezing blijkt echter dat de UKSC 2020 duurzame voordelen koppelt aan het creëren van langetermijnwaarde voor beleggers. Investeerders hoeven ESG-beleid alleen te steunen als dit aansluit bij de belan-

1 Prof. dr. A.J.F. (Anne) Lafarre is hoogleraar Ondernemingsrecht en Financiering aan Tilburg University en redacteur van dit tijdschrift.

2 HR 30 juni 1944, *NJ* 1944/465 (*Wennex*). De HR overweegt “dat toch den aandeelhouder eener N.V. in het hem verleende stemrecht niet een recht in het belang van anderen is toevertrouwd, doch een eigen recht is gegeven om zijn belang in de vennootschap te dienen”.

3 Zie https://www.eumedion.nl/themas/Stewardship.html (geraadpleegd op 9 juni 2025).

4 P. Davies, ‘The UK Stewardship Code 2010-2020. From Saving the Company to Saving the Planet?’, in: Katelouzou & Puchniak, *Global Shareholder Stewardship*, Cambridge University Press (2022), p. 47-48.

gen van hun begunstigden. De UKSC 2020 schrijft geen uniforme aanpak voor; elke investeerder bepaalt zijn eigen beleggingsdoelen en invulling van stewardship.

Er is veel minder aandacht voor duurzaamheid in de UKSC 2026. Deze nieuwe definitie van stewardship wordt gebruikt: "the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term sustainable value for clients and beneficiaries". Brede maatschappelijke baten (voor economie, milieu en samenleving) worden slechts in de toelichting genoemd, niet meer in de definitie zelf. Ook klimaatverandering krijgt veel minder aandacht. Deze wijzigingen zijn op zich begrijpelijk: stewardshipcodes richten zich primair op waardecreatie voor cliënten en begunstigden van institutionele beleggers. Academische studies laten verschillende resultaten zien over de relatie tussen financiële prestaties en duurzaamheid, al wijzen de metastudies wel op een positief of op zijn minst een neutraal verband.[5]

Volgens Yan e.a. hangt de manier waarop de relatie tussen financiële logica (gericht op winstmaximalisatie) en duurzaamheidsdoelen wordt geïnterpreteerd – als concurrerend of complementair – mede af van de dominante waarden in de samenleving.[6] Het thuisland van institutionele beleggers vormt daarbij een belangrijke factor: of zij duurzaamheid omarmen, hangt o.a. af van hun institutionele en maatschappelijke context, hun verwachtingen, beleggingsportefeuille, en de voorkeuren en beleggingshorizon van hun achterban. Amerikaanse investeerders zijn bijvoorbeeld over het algemeen minder overtuigd van de financiële voordelen van duurzaamheid.[7] Nederlandse pensioenfondsen en vermogensbeheerders daarentegen lopen juist voorop met duurzaamheid en impactbeleggen. Maar de aandelen van Nederlandse beursvennootschappen zijn grotendeels in buitenlandse, inclusief Amerikaanse, handen. En de internationale politieke wind is duidelijk anti-ESG, met onder andere tegenreacties op duurzaamheidsbewuste beleggers. Zelfs duurzaamheidskoplopers zoals Unilever temperden al hun duurzaamheidsambities omwille van hun aandeelhouders.

Wat betreft de UKSC valt te betogen dat de meest recente versie vooral expliciteert wat in eerdere versies al impliciet gold: stewardship is in de kern gericht op het belang van cliënten en begunstigden, en daarmee primair op financiële waardecreatie. Juist daarin schuilt de uitdaging. De baten van CO_2-reductie worden pas op lange termijn zichtbaar, terwijl een te hoge disconteringsvoet die waarde vandaag bovendien kleiner doet lijken.[8] Tegelijkertijd bieden olie- en gasbedrijven vaak aantrekkelijke rendementen op de kortere termijn. Het is dan buitengewoon lastig om de (veel) langere termijn voor ogen te blijven houden. Deze spanning onderstreept het belang van duidelijke normen: zolang duurzaamheid vrijblijvend blijft, verdwijnt het vrijwel automatisch naar de achtergrond zodra het botst met financiële belangen.

Dit is dan ook het moment voor Nederland om het voortouw te nemen en dit spanningsveld te adresseren. Een vernieuwde Nederlandse stewardshipcode (bij voorkeur opnieuw geïntegreerd in de Code) zou institutionele beleggers moeten aanmoedigen hun aandeelhoudersrechten in te zetten om bestuurders te steunen in de duurzaamheidstransitie, ook als dit in strijd is met financiële belangen voor de korte termijn.[9] Ze moeten bestuurders bovendien actief uitdagen om ambitieuze duurzaamheidsplannen te maken, juist in dit veranderde politieke klimaat met veel buitenlandse beleggers die er waarschijnlijk anders over denken.[10]

5 T. Whelan e.a. (2021), 'ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000+ studies published between 2015–2020', NYU Stern Center for Sustainable Business & Rockefeller Asset Management; G. Friede, T. Busch & A. Bassen, 'ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2,000 empirical studies', *Journal of Sustainable Finance & Investment* (2015) 5(4), p. 210-233.

6 S. Yan, F. Ferraro & J. Almandoz, 'The Rise of Socially Responsible Investment Funds: The Paradoxical Role of the Financial Logic', *Administrative Science Quarterly* (2019) 64(2), p. 466-501.

7 E. Duuren, A. Plantinga & B. Scholtens, 'ESG integration and the investment management process: Fundamental investing reinvented', *Journal of Business Ethics* (2016) 138(3), p. 525-533.

8 Er is ook een lagere, ethische verdisconteringsvoet (hoofdstuk 7 van het IPCC, zie https://archive.ipcc.ch/ipccreports/tar/wg3/index.htm, geraadpleegd op 9 juni 2025).

9 Bijvoorbeeld CEO Emmanuel Faber bij Danone kon deze steun goed gebruiken. Zie: 'Gevallen Danone-ceo: 'Ik wilde het systeem van binnenuit veranderen'', *FD* 9 juli 2021.

10 De Kluiver stelde al eerder voor om institutionele beleggers in de Code aan te sporen om bedrijven uit te dagen, aan te moedigen en te ondersteunen bij het beperken van hun milieu-impact en het terugdringen van broeikasgasemissies. H.J. de Kluiver, 'An unresolved issue: the role and responsibility of institutional investors', in: Abma, Gruijters & Van Kleef, *De beursvennootschap en de institutionele belegger (VDHI nr. 185)* 2023/2, p. 53.