

VEUO Position Paper

Het Nederlandse Stakeholdermodel

Fundament voor Duurzame Lange Termijn Waardecreatie

1 INTRODUCTIE EN EXECUTIVE SUMMARY

Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen vormen een onmisbare pijler onder de economie. Zij zorgen voor werkgelegenheid, stimuleren innovatie en dragen bij aan de internationale concurrentiepositie van Nederland. Hun lange termijn succes is nauw verweven met bredere maatschappelijke belangen, waaronder duurzame ontwikkeling en economische stabiliteit. In het debat over ondernemingsbestuur en maatschappelijke verantwoordelijkheid verdient de positie van de Nederlandse beursfondsen dan ook zorgvuldige aandacht.

In Oktober 2024 riep de motie Grinwis¹ het kabinet op om te verkennen hoe het zogenoemde Rijnlandse denken beter kan worden geborgd bij beursgenoteerde ondernemingen. In het Rijnlandse denken, dat in dit paper wordt aangeduid als het stakeholdermodel, staat voorop dat bestuur en raad van commissarissen handelen in het belang van de onderneming als geheel, waarbij geen van de betrokken stakeholders een overheersende positie inneemt. Dit contrasteert met het Anglo-Amerikaanse shareholdermodel, waarin het belang van aandeelhouders centraal staat en zwaarder weegt dan dat van andere belanghebbenden.

De VEUO, de vereniging van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, onderschrijft het belang van het stakeholdermodel, en benadrukt dat dit model reeds de basis vormt voor het functioneren van Nederlandse beursfondsen. In dit position paper zet de VEUO uiteen waarom het model bescherming verdient (par. 2), hoe het in de praktijk al breed wordt toegepast en stevig verankerd is in de governance van beursfondsen (par. 3), en welke waarborgen noodzakelijk zijn om het stakeholder model duurzaam en effectief te houden (par. 4).

De VEUO ziet een belangrijke rol voor beursondernemingen en hun stakeholders om samen bij te dragen aan duurzame lange termijn waardecreatie. Om ervoor te zorgen dat beursondernemingen deze belangrijke rol op de best mogelijke wijze kunnen vervullen, is het in de ogen van de VEUO in algemene zin van belang dat:

- Ondernemingen de ruimte hebben om te ondernemen en ook internationaal, zowel binnen als buiten de Europese Unie, concurrerend kunnen opereren;
- Ondernemingen weten wat er van hen wordt verwacht qua regelgeving, met heldere normen en kaders die voorspelbaar zijn en gericht op continuïteit;
- Regelgeving effectief is, de beoogde doelen bereikt, consistent en goed passend binnen het bestaande juridische systeem.

De ervaring leert dat het stakeholdermodel goed functioneert binnen het Nederlandse rechts- en bestuursklimaat. Bestuurders en commissarissen zijn gebonden aan wet- en regelgeving, maar beschikken tevens over de ruimte om in complexe afwegingen tot evenwichtige besluiten te komen. Dat is essentieel om weerstand te kunnen bieden aan kortetermijndenken en druk van activistische aandeelhouders die niet altijd oog hebben voor het bredere belang van de onderneming, alsmede om weerbaar en wendbaar te blijven in constant evoluerende economische en politieke omgeving.

¹ Gewijzigde [motie](#) van het lid Grinwis c.s. over verkennen op welke manier het Rijnlandse denken beter verankerd kan worden.

De aanbevelingen in dit paper zijn erop gericht de effectiviteit van het stakeholdermodel te versterken en te borgen. Alleen dan kunnen beursgenoteerde ondernemingen blijven bijdragen aan een stabiele, duurzame economie – in het belang van aandeelhouders, werknemers, klanten, leveranciers en de samenleving als geheel.

De belangrijkste conclusies van dit paper zijn:

- *Het stakeholdermodel biedt reeds een solide fundament voor goed bestuur.* Het stakeholdermodel is diep verankerd in de governance van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Bestuur en raad van commissarissen opereren binnen een zorgvuldig afgewogen verantwoordelijkheidsverdeling, waarin zij beleid en strategie bepalen en toezicht houden met het oog op het duurzame succes van de onderneming en de belangen van de verschillende stakeholders. Dit model biedt effectieve bescherming tegen kortetermijngericht aandeelhoudersactivisme, juist ook in de huidige tijd van geopolitieke onzekerheid. Verdere versterking van het model is mogelijk en wenselijk, mits de bestaande balans tussen betrokken belangen behouden blijft.
- *Het stakeholdermodel is in beweging en wordt actief versterkt.* Het stakeholdermodel wordt doorlopend versterkt. De afgelopen jaren zijn op verschillende fronten belangrijke stappen gezet om het stakeholdermodel te ondersteunen. De wettelijke bedenktijd vergroot de handelingsruimte van het bestuur bij vijandige overnames. De herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code in 2022 legt nadruk op duurzame waarde creatie op de lange termijn. De invoering van de Verklaring Omtrent Risicobeheersing (VOR) in 2025 plaatst Nederland in de voorhoede van transparantie en risicobeheersing. Deze ontwikkelingen tonen aan dat het stakeholdermodel niet statisch is, maar zich dynamisch aanpast aan nieuwe uitdagingen.
- *Het stakeholdermodel vraagt voortdurende aandacht en juridische zorgvuldigheid.* De effectiviteit van het model staat onder druk door verschillende trends. De juridische kwaliteit van duurzaamheidsregelgeving schiet in gevallen tekort of leidt tot onduidelijkheid. Aandeelhouders bewegen enerzijds weg van duurzaamheid, maar er wordt ook druk uitgeoefend om in te grijpen op thema's als ESG-beleid. Dit alles speelt tegen de achtergrond van een vaak beperkte lange termijn commitment van aandeelhouders. Daarnaast roept de wijze waarop aandeelhouders van hun zeggenschapsrechten gebruik maken vragen op, evenals de grote invloed van enkele Amerikaanse stemadviesbureaus. Voorstellen om aandeelhouders zeggenschap te geven over duurzaamheid en duurzaamheidsbeleid passen ook niet in het stakeholdermodel.

2 HET STAKEHOLDER MODEL TOEGELICHT

2.1 Focus op duurzame lange termijn waardecreatie met oog voor belanghebbenden

Het stakeholder model heeft in Nederland een lange en rijke traditie. Het is de basis van de corporate governance van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Daarbij gaat het om duurzaam ondernemen gericht op de lange termijn met aandacht voor alle belanghebbenden. Dat komt bijvoorbeeld tot uitdrukking in onze Corporate Governance Code:

*"De Code berust op het uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken stakeholders. Stakeholders zijn groepen en individuen die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of erdoor (kunnen) worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers en andere belanghebbenden."*²

2.2 Evenwichtige besluitvorming

2.2.1 Verantwoordelijkheid voor strategie en beleid van de onderneming

In wetgeving en rechtspraak is het stakeholder model zorgvuldig verankerd. Dat komt met name tot uitdrukking in de volgende uitgangspunten:

- Het bestuur is verantwoordelijk voor het beleid en de strategie van de onderneming;³
- De raad van commissarissen houdt daarop toezicht;
- Bestuur en raad van commissarissen richten zich op het bestendige succes van de onderneming;
- Zij houden daarbij rekening met de belangen van al degenen die bij de onderneming zijn betrokken;⁴
- Geen van de stakeholders neemt een dominante positie in. Zo wegen de belangen van aandeelhouders in beginsel niet zwaarder dan die van andere stakeholders.

2.2.2 De centrale positie en verantwoordelijkheid van bestuur en raad van commissarissen

Dat bestuur en raad van commissarissen verantwoordelijk zijn voor de bepaling van beleid en strategie is belangrijk voor de *stakeholders*. Zij zijn het nauwste betrokken bij de onderneming, beschikken over de vereiste deskundigheid en alle relevante informatie die nodig is voor een evenwichtige afweging van de belangen van de verschillende stakeholders, en zij zijn in beginsel onafhankelijk van die stakeholder-belangen.

De belangen van de verschillende stakeholders lopen namelijk vaak uiteen. Ondernemingen hebben beperkte middelen en de euro die bijvoorbeeld wordt besteed aan hogere lonen of betere service aan klanten kan niet tegelijkertijd als winst worden uitgekeerd aan aandeelhouders. Er moeten voortdurend keuzes worden gemaakt en bestuurders en commissarissen zijn daartoe het best geëquipeerd en gepositioneerd.

Anders dan de verschillende stakeholders, die elk voor hun eigen belang opkomen, hebben bestuur en raad van commissarissen een verantwoordelijkheid jegens de onderneming als geheel. Zij leggen ook externe verantwoording af voor het door hen gevoerde beleid via het jaarverslag van de

² Nederlandse Corporate Governance Code, Preamble, p. 6.

³ Voor beursvennootschappen is dit sinds 2021 dwingendrechtelijk vastgelegd in artikel 2:129 lid 1 BW.

⁴ Zie art. 2:129 lid 5 BW en een lange lijn van consistente rechtspraak o.a. HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, NJ 2007/434 (ABN Amro), HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544 (ASMI) en HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/71 (Cancun).

onderneming. Met de aanstaande invoering van de Europese duurzaamheidsverslaggevingsrichtlijn CSRD in Nederland wordt in dat jaarverslag ook veel duurzaamheidsinformatie verwerkt die relevant is voor stakeholders zoals informatie over milieu en klimaat, de positie van werknemers en mensenrechten.

2.2.3 De positie van aandeelhouders, werknemers en andere stakeholders

Binnen het stakeholder model hebben aandeelhouders en werknemers hun eigen zeggenschapsrechten. Aandeelhouders oefenen deze rechten gezamenlijk uit in de algemene vergadering van aandeelhouders. Deze komt in de regel eens per jaar bijeen en aandeelhouders beslissen er bijvoorbeeld over de vaststelling van de jaarrekening (waarna hen dividend kan worden uitgekeerd) en de benoeming van bestuurders en commissarissen.

Hoofddregel van oudsher is dat aandeelhouders bij het uitoefenen van hun stemrecht hun eigen belang mogen dienen.⁵ Aldus ook de Code:

*"Aandeelhouders kunnen bij hun handelen hun eigen belangen nastreven, zolang zij zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en hun mede-aandeelhouders gedragen naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid."*⁶

De genoemde correctie van de redelijkheid en billijkheid is weliswaar belangrijk, maar tegelijkertijd voor de praktijk van beursvennootschappen beperkt van waarde: zij geeft de buitengrenzen van de bevoegdheidsuitoefening aan en raakt daarmee niet de kernvraag of verstandige of eerlijke besluiten worden genomen.

Aandeelhouders leggen ook geen verantwoording af over hun stemgedrag en zijn daarop niet door andere stakeholders aanspreekbaar. Bij de meeste beursondernemingen worden de aandelen gehouden door grote aantallen aandeelhouders die meestal in het buitenland zitten. En het aandelenbezit kan van tijdelijke aard zijn: de gemiddelde periode waarin aandeelhouders hun aandelen houden is korter dan een jaar. Dit verklaart bijvoorbeeld waarom aandeelhouders geen zeggenschap hebben over de strategie en het beleid van de onderneming, en dat waar zij die invloed wel zoeken – bijvoorbeeld door bestuurders of commissarissen te ontslaan – de onderneming zich daartegen kan beschermen bijvoorbeeld door de wettelijke bedenktijd in te roepen.⁷

Werknemers hebben tal van advies- en instemmingsrechten via de ondernemingsraad, en voor grote vennootschappen geldt dat de ondernemingsraad via de structuurregeling⁸ invloed heeft op de samenstelling van de raad van commissarissen. Deze (indirecte) medezeggenschapsrechten van werknemers zijn steeds beperkt tot het Nederlandse deel van de onderneming omdat daar de belangen van de Nederlandse werknemers tot uitdrukking komen. Nederlandse beursondernemingen opereren vaak internationaal en het zou niet functioneel zijn de Nederlandse medewerkers zeggenschap te geven over de buitenlandse onderdelen; dat is ook niet te rechtvaardigen jegens de werknemers daar, waarvoor weer eigen lokale regels gelden. De beperking tot de onderneming in Nederland zien wij zowel terug in de Wet op de Ondernemingsraden als in de structuurregeling die een vrijstelling kent voor internationale concerns die de structuurregeling toepassen op hun Nederlandse dochteronderneming.

⁵ HR 30 juni 1944, ECLI:NL:HR:1944:BG9449, NJ 1944/465 (*Wennex*).

⁶ Code, Preamble p. 6 en best practice bepaling 4.3.1.

⁷ Art. 2:114b BW, ingevoerd in 2021. Zie ook hieronder.

⁸ De structuurregeling voorziet in invloed van de ondernemingsraad op de samenstelling van de raad van commissarissen, onder andere doordat de OR voor een derde van de commissarissen een aanbevelingsrecht heeft.

2.2.4 De dialoog met stakeholders

Het bestuur wordt geacht de dialoog met de diverse stakeholders aan te gaan, zodat zij hun belangen, wensen en zorgen beter begrijpt en kan meewegen in de besluitvorming. Voor de duurzaamheidsaspecten van het ondernemen, die de positie van werknemers kunnen raken, komt dit ook tot uitdrukking in de Code:

*"Om ervoor te zorgen dat bij het bepalen van de aspecten van de strategie die betrekking hebben op duurzaamheid de belangen van de relevante stakeholders van de vennootschap worden meegenomen, stelt de vennootschap een beleid op hoofdlijnen op voor een effectieve dialoog met deze stakeholders."*⁹

Ook voor de dialoog met aandeelhouders bevat de Code een voorziening.¹⁰ Deze dialoog vindt vooral plaats buiten de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering in zogenaamde bilaterale contacten waarnaar de Code verwijst. De aandeelhoudersvergadering is daarvoor veel minder geschikt: zij komt slechts eens per jaar voor enkele uren bijeen, en veruit de meeste aandeelhouders kiezen ervoor niet de vergadering bij te wonen maar vooraf op afstand te stemmen. Grote beleggers verwachten daarentegen wel regelmatige toegang tot bestuur en soms de raad van commissarissen en daartoe dienen deze (bilaterale) contacten (via *investor calls*, *roadshows* en bijvoorbeeld zogenaamde *capital markets days*). Dit is in het buitenland overigens niet anders.

2.3 Flexibiliteit en innovatie

Een ander belangrijk onderdeel van ons governance model is de relatief grote inrichtingsvrijheid. Dat biedt de mogelijkheid voor maatwerk bij het inrichten van de governance van de onderneming zoals bijvoorbeeld de rechten van verschillende soorten aandeelhouders, en maakt dat Nederland een aantrekkelijk land is voor de vestiging van nieuwe en bestaande buitenlandse ondernemingen. Dat is belangrijk voor onze werkgelegenheid en welvaart, en daarmee voor ons welzijn.

Door deze inrichtingsvrijheid gekoppeld aan de ruimte die bestuur en commissarissen hebben bij het bepalen van het beleid van de onderneming, fungeert het stakeholdermodel tevens als 'platform' voor het ontwikkelen van *good practices* en *best practices*, toegesneden op de specifieke onderneming en haar stakeholders. In de praktijk zien wij dat ondernemingen op allerlei manieren met deze vrijheid omgaan. Genoemd werd al het werken met verschillende soorten aandelen en de daaraan verbonden rechten. Er zijn ook ondernemingen waar bijvoorbeeld de raad van commissarissen van de internationale holding periodiek met de (Nederlandse) ondernemingsraad spreekt, hoewel die ondernemingsraad uitsluitend ziet op het Nederlandse deel van de onderneming. Waar dat in veel gevallen juist niet aangewezen is (en de wet voorziet daar daarom ook niet in), kan dat in specifieke andere gevallen weer nuttig gevonden worden. Het is belangrijk deze 'platformfunctie' te handhaven door de wettelijke regeling tot hoofdpunten beperkt te houden en bestuur en commissarissen de vrijheid te laten het ondernemingsbeleid te bepalen.

Deze inrichtingsvrijheid en bestuursruimte betekent uiteraard niet dat alles zomaar kan. De wet bevat tal van structuurvoorschriften om de *checks and balances* binnen de onderneming te waarborgen. Daarnaast ligt, ook in het vennootschapsrecht, sterk de nadruk op typisch Nederlandse richtsnoeren zoals de redelijkheid en billijkheid¹¹ en andere dergelijke open normen. Zij geven de onderneming en haar betrokkenen enerzijds de vrijheid om zich, binnen de grenzen van de wet, zodanig te organiseren en te handelen dat het vennootschappelijk belang het best kan worden gediend, en anderzijds vragen

⁹ Code, best practice bepaling 1.1.5, eerste volzin.

¹⁰ Code best practice bepaling 4.2.2.

¹¹ Art. 2:8 BW.

zij erom steeds rekening te houden met alle omstandigheden van het geval en zorgvuldige afwegingen te maken.

2.4 Borging door de rechter

Het Nederlandse stakeholdermodel wordt niet alleen bewaakt door de wetgever en via de Code, maar ook in de rechtspraak. In dit verband is in het bijzonder van belang dat aandeelhouders, vakbonden, maar ook het bestuur en de raad van commissarissen, de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam kunnen verzoeken een onderzoek in te stellen naar het beleid en de gang van zaken in de onderneming als er gegronde redenen zijn daaraan te twijfelen. De Ondernemingskamer kan daarbij ook maatregelen opleggen. De Ondernemingskamer completeert de open normen van ons governance model, en tezamen bieden zij aan de bij de onderneming betrokkenen een hoge mate van rechtsbescherming.

De rechtspraak van de Ondernemingskamer leert bijvoorbeeld dat als aandeelhouders een bestuurder of commissaris wensen te ontslaan omdat deze zich onvoldoende zou richten op hun korte termijn financiële belangen, de rechter daarin niet meegaat.¹² In lijn daarmee bevat de Nederlandse Corporate Governance Code de zogenaamde responstijd¹³ en is in de wet de al genoemde bedenktijd opgenomen, die er eveneens op zijn gericht dat bestuur en commissarissen daadwerkelijk in de gelegenheid zijn zich te richten op duurzame lange termijn waardecreatie in het belang van alle stakeholders. Zou dat niet zo zijn, en zouden aandeelhouders op elk door hen gewenst moment iedere bestuurder of commissaris kunnen ontslaan, dan zou van het stakeholdermodel in de praktijk weinig terecht komen: bestuur en raad van commissarissen zouden dan in feite geen andere optie hebben dan te luisteren naar de wensen van aandeelhouders, ook als zij dat niet in het belang van de onderneming of de andere stakeholders achten. Om dezelfde reden zijn Nederlandse beursondernemingen vaak uitgerust met een zekere mate van bescherming.¹⁴

2.5 De rol van externe belangen; mens en milieu

Ondernemingen kunnen niet los worden gezien van de omgeving waarin zij opereren en daarmee van mens en milieu. Ondernemingen zijn een integraal onderdeel van onze samenleving, baseren hun bedrijfsmodel op hun maatschappelijke relevantie, maar hebben ook impact op hun omgeving. Hiervoor is steeds meer aandacht en dat is belangrijk, ook omdat ondernemingen naast positieve bijdragen aan werkgelegenheid, ecosysteem, technologische ontwikkeling en welvaart, negatieve effecten op hun omgeving kunnen hebben.

Dergelijke voor de onderneming externe belangen dienen door haar te worden gerespecteerd en zijn daartoe vastgelegd in wet- en regelgeving. Denk aan de uitgebreide milieuwetgeving en vergunningsvereisten en bijvoorbeeld arbo- en productnormen. Het Nederlandse en Europese recht bevatten grote hoeveelheden van dergelijke voorschriften waar ondernemingen zich aan moeten houden bij het uitoefenen van hun activiteiten. En dit geldt ook voor de landen buiten Europa.

Met die wetten en regels worden de grenzen van het ondernemen bepaald. Voor ondernemingen is van belang dat voor hen duidelijk is welke regels gelden, wat die regels inhouden, en dat zij jegens alle bedrijven worden gehandhaafd. Zo kunnen zij hun beleid daarop afstemmen. Omdat ondernemingen internationaal moeten concurreren is daarbij van belang dat regels zoveel mogelijk Europees of bij voorkeur wereldwijd gelden: het zogenaamde *level playing field*. Dat maakt de

¹² OK 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (*AkzoNobel*).

¹³ Code best practice bepalingen 4.1.6-7.

¹⁴ Al komen wij beschermingsmaatregelen ook in veel andere landen tegen, en is bijvoorbeeld de Verenigde Staten het land met de meest vergaande beschermingsconstructies waarvan de meest uitgesproken vormen in Nederland niet zijn toegestaan.

concurrentie voor Nederlandse bedrijven eerlijk, en heeft maatschappelijk als belangrijk voordeel dat de wet het meeste effect sorteert.

Daarenboven geldt niet dat alles wat niet verboden is ook moet gebeuren. Nederlandse ondernemingen hebben van oudsher getracht een positieve invloed op hun omgeving te hebben, iets dat wij bijvoorbeeld terugvinden in onze stedenbouw waar grote bedrijven vroeger woonwijken voor hun medewerkers oprichtten en verenigingen in het leven riepen om aan hun welzijn bij te dragen. En ook vandaag wordt er op verschillende manieren bijgedragen aan het creëren van werkgelegenheid, het investeren in onderwijs en innovatie, het bijdragen aan de ontwikkeling van lokale infrastructuur, gemeenschapsprojecten, etc. Er is weliswaar geen juridische verplichting "het goede te doen" – en die zou ook veel te onbepaald en daarmee niet uitvoerbaar zijn (zie hieronder) – maar er is wel een sterke wens bij veel bedrijven bij te dragen voorbij datgene waartoe de wet verplicht. Het Nederlands stakeholder model laat bestuurders en commissarissen daartoe ook de ruimte, juist omdat zij een betrekkelijke grote beoordelingsvrijheid hebben bij het bepalen van de strategie van de onderneming en het beleid dat wordt gevoerd in het nastreven daarvan.

3 HET STAKEHOLDER MODEL IS VOORTDUREND IN BEWEGING

Het stakeholder-denken wordt, naast de ontwikkeling ervan in de al genoemde rechtspraak van Ondernemingskamer en Hoge Raad, verder versterkt door de wetgever. Wij noemen enkele recente Nederlandse en Europese (wetgevings)ontwikkelingen:

- De herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code in 2022 heeft sterk de nadruk gelegd op *duurzame* lange termijn waardecreatie van de onderneming met aandacht voor de belangen van stakeholders;
- In 2021 is, ter voorkoming van de overheersing van kortetermijnbelangen van aandeelhouders, speciaal voor beursgenoteerde ondernemingen het uitgangspunt in de wet opgenomen dat het primaat van de strategievorming bij het bestuur ligt,¹⁵ en is de bedenktijd ingevoerd;
- Op basis van de Europese duurzaamheidsrapporteringsrichtlijn CSRD zijn beursgenoteerde ondernemingen vanaf boekjaar 2024 verplicht te rapporteren over een breed scala aan duurzaamheidskwesties. Daarmee wordt verantwoording afgelegd over de impact van de onderneming op duurzaamheid en kwesties als milieu, klimaat en de positie van werknemers;
- Na uitgebreid overleg tussen de verschillende schragende partijen¹⁶, is in 2023 overeenstemming bereikt over de Verklaring Omtrent Risicobeheersing (VOR), waarna deze VOR in 2025 in de Code¹⁷ is opgenomen. De VOR vereist ondernemingen te komen met een transparante rapportage over risico's en risicobeheersingssystemen, waarmee Nederlandse ondernemingen internationaal aan kop gaan lopen wat betreft risicobeheersing en rapportage daarover.
- De Europese Corporate Sustainability Due Diligence-richtlijn (CSDDD), die in 2024 is aangenomen, legt ondernemingen zorgvuldigheidsverplichtingen op met betrekking tot mensenrechten en milieu in hun wereldwijde (aanvoer)ketens. Bovendien vereist de CSDDD dat ondernemingen een plan opstellen en uitvoeren waarbij zij hun uiterste best moeten doen hun bedrijfsmodel en strategie in overeenstemming te brengen met de klimaattransitie. Bij zowel de CSRD als de CSDDD speelt overigens wel de vraag of deze regelingen niet te complex zijn geworden, zie de aandachtspunten in par. 4.6 hieronder, waar wij tevens de recente omnibus-voorstellen van de Europese Commissie bespreken.

¹⁵ Art. 2:129 lid 1 BW.

¹⁶ Eumedion, Euronext, CNV, Vereniging van Effecten Bezitters (VEB), VNO-NCW en de VEUO. Daarnaast werkte ook de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA) aan de totstandkoming van de VOR mee.

¹⁷ Zie de in 2025 gewijzigde [Code](#) waarin de VOR is opgenomen.

4 UITGANGSPUNTEN VOOR VERDERE VERSTERKING VAN HET STAKEHOLDER MODEL

4.1 Het belang van evolutie boven revolutie

Voordat wij kijken naar mogelijkheden het stakeholder model nog verder te verankeren, is van belang te onderkennen dat dit een gebalanceerde en in tientallen jaren tot stand gebrachte regeling van de governance van Nederlandse beursondernemingen behelst. Grote wijzigingen die daarin worden aangebracht kunnen, zeker als zij onvoldoende worden doordacht of plotseling ingevoerd, het zorgvuldig bereikte evenwicht al snel verstoren. Dit is een geval waar evolutie het wint van revolutie.

4.2 Het verband met het Nederlandse vestigingsklimaat en onze welvaart en welzijn: stabiliteit en concurrentievermogen

Veel Nederlandse beursondernemingen zijn internationaal actief. Om dat succesvol te (kunnen) doen is van belang dat zij op internationale afzet- en kapitaalmarkten concurrerend kunnen opereren. Zeker binnen de Europese Unie is dit van groot belang omdat ondernemingen uit de lidstaten vrije toegang hebben tot elkaars markten en de kapitaalmarkten vergaand zijn geïntegreerd. Het is niet voor niets dat het eerder verschenen Draghi-rapport hierop grote nadruk legt.¹⁸ Door verdergaande globalisering gaat het niet alleen om de Europese Unie: vele Nederlandse beursondernemingen zijn wereldwijd actief en ondervinden grote concurrentie buiten Europa.

Goede, op duurzame lange termijn waardecreatie gerichte, stabiele en heldere wetgeving draagt bij aan het concurrentievermogen van Nederlandse ondernemingen en daarom aan de welvaart en zo aan het welzijn in Nederland. Dat vergt in de eerste plaats een stabiele overheid en voorspelbaarheid van wet- en regelgeving. Als daarvan geen sprake is, is er een onzeker investeringsklimaat. Dat remt innovatie en duurzame groei, en heeft een negatieve impact op zowel onze welvaartsontwikkelingen als ons milieu.

Met het voorgaande hangt samen het belang van economische veiligheid van Nederlandse en Europese ondernemingen. In een snel veranderende geopolitieke context bestaat het risico dat het verdienvermogen van Nederlandse bedrijven wordt ondermijnd, hetgeen kan leiden tot (ongewenste) afhankelijkheden. Ook zouden vitale processen of infrastructuur in ongewenste handen kunnen komen. De VEUO juicht toe dat de wetgever hiervoor aandacht heeft, waarbij tegelijkertijd moet worden gewaakt dat Nederlandse ondernemingen voldoende aantrekkelijk blijven voor buitenlands kapitaal.

4.3 Wees voorzichtig met meer invloed voor specifieke groepen stakeholders

Van verschillende kanten wordt gepleit voor meer invloed van specifieke groepen stakeholders, steeds erop gericht hun eigen invloed te vergroten. Eumedion vraagt bijvoorbeeld om aandeelhouders te laten stemmen over het duurzaamheidsverslag, een stemming die in de kern gaat over het duurzaamheidsbeleid. Dat is evenwel een taak en verantwoordelijkheid van bestuur en commissarissen. Als aandeelhouders daarover zeggenschap krijgen, gaat dat ten koste van de belangen van de andere stakeholders: de aandeelhouder is gericht op financieel rendement, maar wat aan de aandeelhouder wordt uitgekeerd kan niet tegelijkertijd aan andere stakeholders ten goede komen. Het duurzaamheidsbeleid dient dan ook niet in de handen van de aandeelhouder te worden gelegd.

Daarbij zien wij, zoals Eumedion ook zelf stelt:

"Gemiddeld genomen is het overgrote deel van het aandeelhoudersbestand van Nederlandse beursvennootschappen afkomstig uit een jurisdictie waar de maximalisatie van

¹⁸ Zie het [Draghi-rapport](#).

*aandeelhouderswaarde centraal staat (in plaats van zoals in Nederland waar het stakeholdersdenken en duurzame langetermijnwaardecreatie centraal staan)."*¹⁹

Van de zijde van werknemers gaan soms stemmen op hun invloed op de strategievorming van bestuur en raad van commissarissen te vergroten, bijvoorbeeld door uitbreiding van de structuurregeling of door meer medezeggenschapsregels of andere stakeholder- en consultatieverplichtingen op te nemen in de Code. Buiten twijfel is dat werknemers belangrijke stakeholders zijn. Daarom kennen wij ook uitgebreide medezeggenschap in de reeds genoemde Wet op de Ondernemingsraden en structuurregeling. Maar strategie en beleid behoren echt tot de autonome bevoegdheidssfeer van bestuur en raad van commissarissen, terwijl bij internationale concerns vakbonden en ondernemingsraad uitsluitend de Nederlandse werknemers vertegenwoordigen waardoor het niet past hen invloed te geven op de samenstelling van de raad van commissarissen van de internationale topholding (terwijl die invloed reeds voldoende is verankerd bij de Nederlandse dochtermaatschappij). Hierdoor zou ook ons vestigingsklimaat in het gedrang komen.²⁰

4.4 Ankerpunten van het stakeholder model

Om het stakeholder model verder te versterken is in de eerste plaats van belang zijn kernelementen te handhaven:

- Strategiebepaling is de taak van het bestuur onder toezicht van de raad van commissarissen;
- De onderneming dient de bestaande zorgvuldigheid te betrachten jegens alle stakeholders;
- Ondernemingen wordt binnen de hiervoor benoemde kaders zoveel als mogelijk de vrijheid geboden hun eigen inrichting en organisatie te bepalen; en
- Er wordt zoveel mogelijk ingezet op het bereiken van een *level playing field* op in ieder geval Europees niveau en zo mogelijk wereldwijd.

4.5 Versterking van het stakeholder model

Enkele concrete en momenteel aanhangige voorstellen ter verdere versterking van het stakeholder model zijn:

- Het primaat op duurzaamheidsbeleid dat, ook volgens het wetsvoorstel ter implementatie van de CSRD,²¹ bij het bestuur en de raad van commissarissen blijft liggen;
- Het wetsvoorstel dat een digitale algemene vergadering mogelijk maakt en zodat deelnemers niet meer naar een fysieke vergaderplaats hoeven te reizen, waarmee de inrichtingsvrijheid wordt vergroot en de mogelijkheid tot dialoog met en van aandeelhouders wordt versterkt bijvoorbeeld omdat buitenlandse aandeelhouders beter kunnen deelnemen;²²
- De Verklaring Omtrent Risicobeheersing (VOR), die de schragende partijen bij de Corporate Governance Code zijn overeengekomen en die in 2025 in de Code is opgenomen, waardoor Nederlandse ondernemingen internationaal aan kop gaan lopen wat betreft risicobeheersing en rapportering daarover en zo de gerichtheid op het bestendige succes van de onderneming verder wordt onderstreept.

¹⁹ Eumedion Green Paper Herijking van het stakeholdersmodel en de rol van Nederlandse institutionele beleggers, 2024, p. 11 (hierna: Eumedion Green paper)

²⁰ In het Duitse medezeggenschapsmodel is dat bijvoorbeeld anders, en het land worstelt daarom al jaren met het probleem dat zij een onaantrekkelijk land is voor de vestiging van internationale concerns, een groot nadeel voor de Duitse economie en welvaart.

²¹ [Wetsvoorstel implementatie richtlijn duurzaamheidsrapportering | Kamerstuk | Rijksoverheid.nl](#)

²² Kamerstukken II 2023/24, 36 489, nr. 2.

4.6 Aandachtspunten

Er zijn evenwel ook punten waar de VEUO aandacht voor vraagt, met als rode draad dat het gaat om ontwikkelingen die ons stakeholder model zullen verzwakken. Wij noemen op deze plaats:

Taakopvatting aandeelhouders

- *Empty voting door aandeelhouders.* Een punt van toenemende zorg bij beursgenoteerde ondernemingen is de grote invloed van stemadviseurs. Aandeelhouders hebben hun stemrecht gekregen om hun financiële belangen in de onderneming te behartigen. Maar zij moeten dat stemrecht zelf en naar eigen inzicht uitoefenen, aldus ook de Code.²³ De VEUO ziet in toenemende mate dat aandeelhouders niet meer zelf stemmen maar dat feitelijk geheel overlaten aan stemadviseurs, waarvan er in de praktijk maar twee zijn en die uiterst smal zijn bezet. In de praktijk resulteert dat er vaak ook in dat ze zich laten informeren door Eumedion. Die stemadviseurs gaan daarbij steeds meer een eigen beleid voeren, los van het Code-proces in Nederland, en staan lang niet altijd open voor dialoog over hun concept-stemadviezen. Dit roept de vraag op wie er feitelijk stemt, en holt zo de governance van de onderneming uit. Stemmen wordt thans teveel gezien als een *low cost activity*. Ook Eumedion is hier kritisch op.²⁴ Het is voor beursondernemingen uiterst lastig hieraan iets te doen. Als gezegd, veel – en vaak: veruit de meeste – beleggers zitten buiten Nederland en blijken in de praktijk niet goed aanspreekbaar op hun stemgedrag, bijvoorbeeld omdat de *fund manager* waarmee de onderneming contact heeft bij een institutionele belegger zelf ook geen invloed op het stemgedrag van de institutionele belegger heeft.

Duurzaamheid

- *Invloed van aandeelhouders op het duurzaamheidsbeleid.* Voorstellen voor meer aandeelhoudersrechten, zoals de adviserende of zelfs bindende stem van aandeelhouders over het duurzaamheidsverslag, zijn voorbeelden van ongewenst shareholder-denken en passen niet in het stakeholdermodel voor beursgenoteerde ondernemingen. Uiteindelijk leiden deze voorstellen tot korte termijn-druk op lange termijn duurzame waardecreatie.²⁵
- *Vermindering draagvlak voor duurzaamheid onder aandeelhouders.* Deze zorg wordt verder gevoed door een sterke tegenbeweging die op gang is gekomen waarbij met name buitenlandse beleggers steeds kritischer worden over duurzaamheid en milieu-en klimaatbeleid van ondernemingen, ook om politieke redenen.
- Ter zake van duurzaamheid merkt de VEUO ten slotte op dat dit grote prioriteit heeft, maar ook en juist daarom vraagt om prioritering. Deze kanttekening betreft ook de CSRD en de CSDDD. De VEUO is voorstander van hetgeen beide regelingen trachten te bewerkstelligen, maar heeft nog steeds zorgen over de enorme veelheid en grote detaillering van deze regelingen die daarmee nog voor hun invoering aan hun doel voorbij dreigen te schieten. Dit moet en kan anders: eenvoudiger en effectiever. De VEUO verwelkomt daarom het voorstel

²³ Code best practice bepaling 4.3.1.

²⁴ Zie bijvoorbeeld het reeds genoemde Eumedion green paper: "Uit de Global Stewardship Resourcing Survey volgt dat de respondenten ongeveer 7% van de interne front- en mid-office kosten (exclusief externe managementfees) alloceren aan stewardship en dat de inschatting is dat het industriegemiddelde rond of lager dan 5% ligt. Uit dit onderzoek komt tevens naar voren dat de huidige middelen die voor stewardship worden ingezet als niet toereikend worden gezien." (p. 12) en "In de praktijk hebben Nederlandse institutionele beleggers – onder meer via indexfondsen – soms duizenden verschillende beursvennootschappen in portefeuille om de kosten van de beleggingsportefeuille te minimaliseren. Dit kan er volgens sommige partijen toe leiden dat institutionele beleggers niet actief/te weinig betrokken zijn bij het reilen en zeilen van de vennootschappen die onderdeel uitmaken van die beleggingsportefeuille. In een studie over waarom institutionele beleggers niet actief betrokken zijn, worden verder de volgende redenen genoemd: de opbrengsten van actieve betrokkenheid zijn niet groot genoeg (collective action problem c.q. free rider gedrag), het aandeel in ondernemingen is onvoldoende groot en/of er is onvoldoende personeel om: actieve betrokkenheid te betonen." (p. 11-12)

²⁵ Wij verwijzen naar ons uitgebreide [position paper](#)

van de Europese Commissie om tot een stroomlijning van deze regelgeving te komen via een Omnibus-regeling:

- De VEUO juicht de prioriteringsgedachte die ten grondslag ligt aan de Omnibus toe. Zij stelt ondernemingen in staat op betekenisvolle wijze invulling te geven aan hun duurzaamheidsambities
- Met het oog op de concurrentiekracht van Europese ondernemingen is het uitermate belangrijk dat meer balans wordt aangebracht in duurzaamheidsregelgeving. Terecht vraagt de Commissie aandacht voor de regeldruk op Europese ondernemingen, voor de complexiteit daarvan en voor de zeer hoge compliance-kosten.
- Voor beursondernemingen is in de ogen van de VEUO op onderdelen een verdere vereenvoudiging mogelijk en wenselijk, bijvoorbeeld op het gebied van de taxonomieverordening, de rapportagevereisten en de rol van de accountant onder de CSRD, en de toepassing van de CSDDD.
- Het is voor beursondernemingen wel van belang dat op korte termijn duidelijk wordt wat van hen op duurzaamheidsvlak verlangd wordt. De CSRD is nog steeds niet in de Nederlandse wet verankerd en er zijn veel vragen over de voortgang van het Omnibus proces.

Juridisering

- *Verwatering en juridisering van de Code.* De Nederlandse Corporate Governance Code is een belangrijk instrument van zelfregulering van de governance van beursondernemingen. De VEUO heeft er bij de herziening in 2022 op gewezen dat dublures dreigen als in de Code wordt geregeld wat reeds op Europees niveau in voorbereiding was met de CSRD en de CSDDD. Hiermee verband houdt dat wij van mening zijn dat de Code zich dient te richten op corporate governance van de onderneming en niet op het ondernemen zelf. De Code geldt immers niet voor buitenlandse ondernemingen en het niet-beursbedrijf. Regels die het ondernemen betreffen, waaronder ook regels die gaan over de negatieve effecten van het ondernemen, horen thuis in de wet. Zie hetgeen daarover hierboven is uiteengezet. Tegelijkertijd wordt de Code in de rechtspraak soms als juridisch instrument gezien,²⁶ iets dat niet past bij het karakter van zelfregulering en *best practices*.
- Te open normen bieden geen houvast. Waar de VEUO een voorstander is van open normen heeft zij zorgen over kort gezegd te vage regels die enerzijds te weinig richting geven maar anderzijds wel achteraf door de rechter op specifieke gevallen moeten worden toegepast. Als een norm zo open is dat niemand weet wat ermee wordt bedoeld, en dus waartoe zij verplicht, dan is in feite geen sprake meer van normering en zal zo'n regel geen ander effect kunnen sorteren dan risicomijdend gedrag, juist ook waar het gaat om bijvoorbeeld milieu- en klimaatbeleid.²⁷
- Het is aan de wetgever om aan te geven wat wel en niet is toegestaan, en de daarvoor noodzakelijke beleidsafwegingen te maken. Zo kan ervoor worden gezorgd dat bedrijven van

²⁶ HR 13 juli 2007, NJ 2007/434 (ABN AMRO). Zie ook bijv. G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, Mr. C. Assers *Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIa. NV en BV. Oprichting, vermogen en aandelen*, Deventer: Kluwer 2013/39, met verwijzingen. Zie tevens T. Saleminck & M.P. Nieuwe Weme, 'Bestuurlijk handelen bij tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht* 2022/83, p. 593: "De Code behelst voor een deel ook beginselen die kunnen worden aangemerkt als bron van een rechtsregel, waarvan in beginsel niet kan worden afgeweken." Zie verder hierover bijvoorbeeld G.T.M.J. Raaijmakers en O.M. Buma, 'Terugblik en vooruitblik op de invloed van de Code Corporate Governance', *TvOB* 2019, p. 65 e.v.

²⁷ Een voorbeeld is het idee aan de wet toe te voegen (onderstreepte gedeelte): "Bij de vervulling van hun taak richten de bestuurders zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Daarbij zorgen zij dat de vennootschap deelneemt aan het maatschappelijk verkeer als een verantwoordelijke vennootschap." Niemand weet immers wat een "verantwoordelijke vennootschap" is, doet of juist nalaat – de meningen daarover lopen juist sterk uiteen.

tevorens weten waartoe zij gehouden zijn en dat alle ondernemingen aan dezelfde normen zijn gebonden.

5 AFSLUITENDE OVERWEGINGEN

Het stakeholdermodel – of Rijnlandse model – vormt het fundament onder de governance van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Deze governance is stevig verankerd en heeft zich in de praktijk bewezen als een bestendig en evenwichtig stelsel. Het stakeholderdenken sluit aan bij de eisen van een moderne economie die is gericht op duurzame lange termijn waardecreatie, innovatie en maatschappelijke verantwoordelijkheid. Ondernemingen nemen daarin verantwoordelijkheid voor alle betrokken belangen, zonder dat één belanghebbende overheerst.

De kracht van dit model schuilt in de onderlinge samenhang van zijn kernprincipes: het bestuur bepaalt het beleid en de strategie van de onderneming, de raad van commissarissen houdt toezicht, en beiden wegen de belangen van stakeholders zorgvuldig af. Dit samenspel creëert balans binnen en rondom de onderneming, en biedt ruimte voor maatwerk en professionele afweging.

In de afgelopen jaren zijn gerichte stappen gezet om dit stelsel verder te versterken – denk aan de wettelijke bedenktijd, de herijking van de Corporate Governance Code en de invoering van de Verklaring Omtrent Risicobeheersing (VOR). Verdere versterking moet echter niet worden gezocht in vernieuwing om de vernieuwing, maar in het bewaken van de kern: het behouden van evenwicht, rechtszekerheid en bestuurlijke ruimte. Veranderingen die deze balans verstoren, hoe goed bedoeld ook, kunnen het model verzwakken in plaats van versterken. Goede governance vraagt om evolutie, geen revolutie.

Goede governance voor alle belanghebbenden vergt een duurzame visie op ondernemen en ondernemerschap, innovatie en waardecreatie, werkgelegenheid en welvaarscreatie, en het vergroten van het welzijn. Het stakeholder model zelf laat al ruimte voor het ontwikkelen van goed en best practices binnen ondernemingen, zonder op deelonderdelen weer nieuwe (dwingende) regels voor te schrijven. Te veel dwingend recht belemmert de ondernemingsvrijheid in een wereld waarin de internationale concurrentie steeds sterker wordt.

Tegelijkertijd zijn er aspecten die aandacht verdienen. Een concreet aandachtspunt binnen het stakeholdermodel is voor de VEUO de taakopvatting van (institutionele) aandeelhouders, in het bijzonder in relatie tot het fenomeen van empty voting. De VEUO maakt zich zorgen over de toenemende invloed van een zeer beperkt aantal, veelal buitenlandse, stemadviesbureaus met beperkte resources voor de Nederlandse markt in de praktijk een belangrijke en soms doorslaggevende rol spelen bij besluitvorming binnen beursgenoteerde ondernemingen. Ook voorstellen om aandeelhouders directe invloed te geven op duurzaamheidsbeleid zijn in strijd met de kern van het stakeholdermodel. Duurzaamheid maakt deel uit van de strategie, en strategie is en blijft een taak van bestuur onder toezicht van de raad van commissarissen, niet van aandeelhouders die zich daarbij mogen richten op hun (financiële) belangen.

Ten slotte geldt voor de wet- en regelgever dat voorspelbaarheid, duidelijkheid en internationale afstemming cruciaal zijn. Ondernemingen hebben behoefte aan werkbare regels die helder maken vormen wat wél – en juist ook wat níét – van hen wordt verwacht. Alleen zo blijft het stakeholdermodel houdbaar en effectief in een steeds competitiever internationaal speelveld. De VEUO blijft zich actief inzetten voor een sterke, evenwichtige en toekomstbestendige governance van Nederlandse beursfondsen.

De kracht van het stakeholdermodel ligt in de balans – het is zaak die te behouden, ook in tijden van verandering.