

DE BEZOLDIGING VAN BESTUURDERS
VAN
BEURSGENOTEERDE VENNOOTSCHAPPEN

De bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen

1^e druk 2018

© 2018 Emmanuel C.H.J. Lokin

© 2018 Chimaira BV
Groenesteinlaan 22
9722 BX, Groningen
Email: pia.sassen@gmail.com
Tel: +31(0)505254656

Verzorging binnenwerk: Anne-Marie Krens – Tekstbeeld – Oegstgeest

Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand en/of openbaar gemaakt in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door middel van druk, fotocopie, microfilm of op welke andere wijze dan ook, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

No part of this book may be reproduced in any form, by print, photoprint, microfilm, or any other means, without written permission from the publisher.

ISBN/EAN 978-90-76892-35-1
NUR 827
www.chimaira.nl

**De bezoldiging van bestuurders
van beursgenoteerde vennootschappen**

Executive Compensation in Listed Companies

Proefschrift

ter verkrijging van de graad van doctor
aan de Erasmus Universiteit Rotterdam
op gezag van de Rector Magnificus

prof. dr. H.A.P. Pols

en volgens besluit van het College voor Promoties.

De openbare verdediging zal plaatsvinden
op vrijdag 13 april 2018 om 09.30 uur
door

Emmanuel Charles Herman Jan Lokin
geboren te Groningen

Promotiecommissie:

Promotoren: prof. mr. M.J. Kroeze
 prof. mr. L. Timmerman

Overige leden: prof. mr. A.R. Houweling
 prof. dr. A. de Jong
 prof. mr. G. van Solinge

Verkorte inhoudsopgave

Hoofdstuk 1: Inleiding	1
Deel I: een historische invalshoek	
<i>De evolutie van de bezoldiging van bestuurders</i>	13
Hoofdstuk 2: De opkomst van het bezoldigingsvraagstuk	15
Hoofdstuk 3: Bezoldiging voor de ‘Grote Oorlog’	31
Hoofdstuk 4: Bezoldiging na de Eerste Wereldoorlog	43
Hoofdstuk 5: Bezoldiging na de Grote Depressie	51
Hoofdstuk 6: De opkomst van de beloningsconsultant	61
Hoofdstuk 7: Een nieuw theoretisch perspectief op bezoldiging	71
Hoofdstuk 8: Consequenties van de pay-for-performancebenadering	87
Deel II: een theoretische en institutionele invalshoek	
<i>De schaduwzijde van bezoldiging</i>	99
DE STRUCTUUR VAN BEZOLDIGING	101
Hoofdstuk 9: De toepassing van de pay-for-performancebenadering	103
Hoofdstuk 10: De uitwerking van de pay-for-performancebenadering in de praktijk	113
Hoofdstuk 11: De noodzaak tot het motiveren van de bestuurders	129
Hoofdstuk 12: De werking van financiële prikkels	149
Hoofdstuk 13: Conclusie over de structuur	183
DE HOOGTE VAN DE BEZOLDIGING	193
Hoofdstuk 14: Een theoretische analyse over de hoogte	197
Hoofdstuk 15: Een institutionele analyse over de hoogte	211
Hoofdstuk 16: Conclusie over de hoogte	249
Hoofdstuk 17: Afsluitende opmerkingen over de structuur en de hoogte	251
Deel III: een vennootschapsrechtelijke invalshoek	
<i>De rol van het vennootschapsrecht</i>	253
Hoofdstuk 18: Inleiding	255
Hoofdstuk 19: Wet- en regelgeving tot het millennium	259

VERKORTE INHOUDSOPGAVE

TRANSPARANTIE	297
Hoofdstuk 20: De matigende werking van transparantie	301
Hoofdstuk 21: Openbaarmakingsverplichtingen in de onderzochte landen	311
Hoofdstuk 22: Openbaarmakingsverplichtingen in Nederland	331
Hoofdstuk 23: De positie van Nederland in rechtsvergelijkend perspectief	345
Hoofdstuk 24: Naar een Nederlandse pay ratio?	357
Hoofdstuk 25: Concluderend	373
HET VASTSTELLEN VAN DE BEZOLDIGING	375
Hoofdstuk 26: De bevoegdheidsverdeling in de onderzochte landen	377
Hoofdstuk 27: De bevoegdheidsverdeling in Nederland	415
Hoofdstuk 28: De positie van Nederland	529
HET ACHTERAF AANPASSEN EN TERUGVORDEREN	547
Hoofdstuk 29: Aanpassen en terugvorderen in de onderzochte landen	549
Hoofdstuk 30: Aanpassen en terugvorderen in Nederland	563
BEZOLDIGING EN DE ROL VAN DE RECHTER	599
Hoofdstuk 31: Een historisch beperkte rol van de rechter	601
Hoofdstuk 32: Walt Disney en de Mannesmann-affaire	631
Hoofdstuk 33: Bezoldiging en de ondernemingskamer	643
Samenvatting en eindconclusies	665
Deel I: Een historische invalshoek	665
Deel II: Een theoretische en institutionele invalshoek	667
Deel III: Een vennootschapsrechtelijke invalshoek	672
Summary and final conclusions	695
Part I: A historical perspective	695
Part II: A theoretical and institutional approach	697
Part III A company law approach	702
Literatuurlijst	723
Curriculum vitae	753
Portfolio	755
Dankwoord	757

Inhoudsopgave

Hoofdstuk 1: Inleiding	1
<i>1.1 Aanleiding tot het onderzoek</i>	1
1. De toegenomen aandacht voor bezoldiging	1
2. Een functieverbreiding	2
3. De kritiek	2
4. Nieuwe regelgeving	3
<i>1.2 Doelstelling van het onderzoek</i>	4
5. Doelstelling	4
6. Onderzoeksvragen	5
<i>1.3 Afbakening en verantwoording van het onderzoek</i>	5
7. De beursgenoteerde naamloze vennootschap	5
8. Het begrip ‘bezoldiging’	6
<i>1.4 Methode en opbouw van het onderzoek</i>	8
9. Diverse invalshoeken	8
10. Een Amerikaans, Engels, Duits, Nederlands en Europees perspectief	9
11. Deel I: een historische analyse	9
12. Deel II: een theoretische en institutionele analyse	10
13. Deel III: een juridische analyse	10
14. Conclusie en samenvatting	11
 Deel I: een historische invalshoek	
<i>De evolutie van de bezoldiging van bestuurders</i>	13
 Hoofdstuk 2: De opkomst van het bezoldigingsvraagstuk	15
<i>2.1 De scheiding van eigendom en zeggenschap</i>	15
15. Inleiding	15
16. Gefragmenteerd aandeelhouderschap	16
17. De opkomst van de professionele bezoldigde bestuurder	16
18. De scheiding van eigendom en zeggenschap in Nederland	19
19. De oligarchische erfenis van de bezoldigde bestuurders	20
<i>2.2 Herijking van de winstgerechtigden</i>	20
20. De gevolgen van de scheiding van eigendom en zeggenschap	20
21. Het eigen belang van Adam Smith	22

22. Een herijking van de functie van winst	23
23. De uiteenlopende belangen van eigendom en zeggenschap	25
24. Botsing tussen de juridische en economische visie	26
25. De traditionele opvatting over eigendomsrechten	27
26. De traditionele opvatting over winst	28
27. De discussie over de bezoldiging van bestuurders komt langzaam op gang	29
Hoofdstuk 3: Bezoldiging voor de ‘Grote Oorlog’	31
28. De bezoldiging van bestuurders voor de Eerste Wereldoorlog	31
29. Europa	31
30. Verenigde Staten	34
31. De Amerikaanse visie op het verschil in bezoldigen	36
32. Leiderschap boven bezoldiging	36
33. De Amerikaanse bestuurder acht winstdeling niet nodig	37
34. Pleidooi voor verder onderzoek	38
35. De functie van bezoldiging voor de Eerste Wereldoorlog	39
Hoofdstuk 4: Bezoldiging na de Eerste Wereldoorlog	43
<i>4.1 De functie van bezoldiging na de Eerste Wereldoorlog</i>	43
36. De opkomst van winstdelingen in de Verenigde Staten	43
37. Bonussen ter bevordering van de samenwerking en saamhorigheid	43
38. Bonussen om bestuurders aan te trekken en te behouden	45
39. Bonussen bovenop het reguliere vaste salaris	46
40. De toenemende macht van de bestuurders	47
41. Een nieuwe buitengewone status voor bestuurders	48
42. Winstdelingen worden gemeengoed in de Verenigde Staten	49
43. De Grote Depressie	49
Hoofdstuk 5: Bezoldiging na de Grote Depressie	51
<i>5.1 De ontwikkeling van het bezoldigingsniveau in de VS</i>	51
44. Het bezoldigingsniveau in de Verenigde Staten	51
45. De Grote Compressie	52
<i>5.2 De ontwikkeling van de bezoldigingsstructuur in de VS</i>	54
46. Opkomst van het gebruik van opties	54
47. Opties: inkomsten uit arbeid of inkomsten uit kapitaal	55
48. Sterke toename in aandelenoptieplannen	56
49. Repricing in de jaren '60	57
50. Het einde van de restricted en qualified options	58
Hoofdstuk 6: De opkomst van de beloningsconsultant	61
51. De voorlopers van de beloningsconsultant	61
52. De evolutie tot de beloningsconsultant	62
53. Arch Patton	63
54. Milton L. Rock	65

INHOUDSOPGAVE

55. De introductie van nieuwe prestatie maatstaven	67
56. Afsluitende opmerkingen	69
Hoofdstuk 7: Een nieuw theoretisch perspectief op bezoldiging	71
7.1 <i>De agency theorie</i>	71
57. Inleiding	71
58. Theory of the ownership structure of the firm	71
59. Nexus of contracts	72
60. Agency theory	72
61. Residual claimants en aandeelhouderswaarde	73
62. Belangenconflicten	75
63. Agency costs	78
64. Monitoren van de bestuurder	79
65. Rationele apathie en het free riding probleem	79
66. Externe controlemechanismen	80
67. Interne controlemechanismen	81
7.2 <i>De pay-for-performance benadering</i>	82
68. 'Pay for performance' als oplossing voor het agency probleem	82
69. Optimaal contract	83
70. De selectiefunctie van een juiste bezoldiging	84
71. Prestatie	85
72. Geld alleen maakt niet gelukkig	86
Hoofdstuk 8: Consequenties van de pay-for-performance benadering	87
8.1 <i>Een toename van de variabele bezoldiging</i>	87
73. Hosanna	87
74. Toename van de variabele beloning in de VS	87
75. Toename van de variabele beloning in Nederland	88
76. Toename van de variabele beloning in Duitsland	89
77. Toename van de variabele beloning in het Verenigd Koninkrijk	90
8.2 <i>De functieverbreding van bezoldiging</i>	92
78. De functies van bezoldiging in een ander daglicht	92
79. Een functieverbreding	93
80. Bezoldiging als prikkel in plaats van beloning	94
81. Afsluitende opmerkingen	96
Deel II: een theoretische en institutionele invalshoek	
<i>De schaduwzijde van bezoldiging</i>	99
DE STRUCTUUR VAN BEZOLDIGING	101
82. Inleiding	101

Hoofdstuk 9: De toepassing van de pay-for-performancebenadering	103
83. De schoonheid van de theorie en haar innerlijke tegenstrijdigheid	103
84. In the mind of the executive	103
85. Self-serving bias	104
86. Blijven motiveren	105
87. De keerzijde van ons aanpassingsvermogen: The Hedonic Treadmill	107
88. Van prestatie naar prestatiemaatstaf	108
89. Belonen voor absolute aandeelhouderswaarde	109
90. De informatieve waarde van de absolute aandeelhouderswaarde	109
 Hoofdstuk 10: De uitwerking van de pay-for-performancebenadering in de praktijk	113
91. De perfecte prestatiemaatstaf	113
92. 'Prestatie' in de praktijk	115
93. Belonen voor relatieve aandeelhouderswaarde	118
94. Belonen op basis van andere afgeleide prestatiemaatstaven	121
95. 'Good numbers turning bad'	123
96. De prestatie van de bestuurder	124
97. Afsluitende opmerkingen	127
 Hoofdstuk 11: De noodzaak tot het motiveren van de bestuurders	129
98. De principaal-agenttheorie en haar mensbeeld	129
99. De Homo economicus	130
100. Kritiek op het mensbeeld	131
101. De Homo economicus en de pay-for-performance benadering	133
102. Stewardshiptheorie: het andere uiterste van het menselijk spectrum	136
103. Kritiek op de stewardshiptheorie	137
104. Agent vs steward: twee uitersten van het spectrum	138
105. Zelfzuchtig én pro-organisatorisch	139
106. Sociale context	141
107. Economische context	142
108. Afsluitende opmerkingen	143
 Hoofdstuk 12: De werking van financiële prikkels	149
12.1 <i>Financiële prikkels in perspectief</i>	149
109. Financiële prikkels leiden tot verbeterde prestaties	149
110. Een deel van een deel van een deel van een deel	150
111. De financiële economie en motivatie	150
112. Intrinsieke motivatie vs. extrinsieke motivatie	152
113. Crowding out effect	153
114. Het controlerend aspect van prikkels	156
115. Van motivatie naar prestatie	158
116. Beperking van het cognitieve vermogen	160
117. Het antwoord van Ariely op de tegenstrijdigheid tussen Deci en Lazear	162

INHOUDSOPGAVE

<i>12.2 Van sociale normen naar onetisch gedrag</i>	164
118. De verandering in perceptie	164
119. Het belang van pro-organisatorisch handelen	165
120. Killing conscience	167
121. Selffulfilling prophecy	168
122. Bonusblindheid	169
123. Gaming en cheating	170
124. Gaming en cheating is universeel	172
125. Rationaliseren op een psychologische afstand	176
126. Cognitieve dissonantie	177
127. De nadelige selectiefunctie van prestatiebeloning	178
128. Aanzetten tot het nemen van risico's	179
129. De bonus als potentieel verlies	181
Hoofdstuk 13: Conclusie over de structuur	183
130. Pay-for-performance is een illusie	183
131. De bestuurder en het belang van de vennootschap	184
132. Pay-for-responsibility	185
133. Geen bezoldiging voor de korte termijn	187
134. De functies van de lange termijn bezoldiging	187
135. De uitdagingen voor de raad van commissarissen	190
136. Afsluitende opmerkingen	192
DE HOOGTE VAN DE BEZOLDIGING	193
137. Worden bestuurders 'overbetaald'?	193
Hoofdstuk 14: Een theoretische analyse over de hoogte	197
138. De continue stijging van de bezoldiging van bestuurders	197
139. De optimaal contracttheorie	198
140. De managerial powertheorie	199
141. Redenen om niet op het scherpst van de snede te onderhandelen	200
142. Waarom wel?	202
143. Weinig tijd en informatie	203
144. De beloningsconsultant en Human Resources (HR)	204
145. Empirisch bewijs ter ondersteuning van de managerial powertheorie	206
146. Camouflage	206
147. Managerial power in Nederland	207
148. Kritiek op de managerial powertheorie	208
Hoofdstuk 15: Een institutionele analyse over de hoogte	211
<i>15.1 Het vaststellingsproces</i>	211
149. Een schets van het vaststellingsproces in de praktijk	211
150. Selectie van een potentiële bestuurder	212
151. Het vaststellen van het bezoldigingspakket	213
152. Een lastige taak met een eenvoudige oplossing	213

153. Een concurrerend bezoldigingspakket	214
154. In de greep van de markt?	216
<i>15.2 Rechtvaardiging van het benchmarkproces</i>	217
155. Benchmarks	217
156. Opportunity costs en efficiënte marktwerking	218
157. De signaalfunctie van bezoldiging: waardering en ambitie	219
158. De visie van de bestuurder: rechtvaardiging en status	219
159. Een overzichtelijke en geaccepteerde oplossing	221
<i>15.3 Kritiek op de praktijk van het benchmarken</i>	
160. ‘Manipulatie’ van de referentiegroep	222
161. Het haasje-over-effect	225
162. Overige perverse effecten van benchmarks	227
163. De aanname van een universele markt voor bestuurders	228
<i>15.4 De wereldwijde markt voor bestuurlijk talent</i>	229
164. De arbeidsmarkt voor bestuurders	229
165. Karaktereigenschappen van de bestuurdersmarkt: schaarste en inelasticiteit	230
166. De markt voor bestuurders versus de perfect competitieve markt	231
167. Artiesten, topatleten, musici en corporate superstars	232
168. Voetbaltrainers en bestuurders: mobiliteit en armslengte afstand	235
<i>15.5 De potentiële mobiliteit van bestuurders</i>	236
169. Toename in mobiliteit	236
170. Mobiliteit en algemene vaardigheden	237
171. Algemene of specifieke vaardigheden?	237
172. Toename van de externe bestuurder en algemene vaardigheden	238
173. Andere verklaringen voor de toename van de externe bestuurder	239
174. Externe bestuurder met specifieke kennis en vaardigheden?	241
175. Externe bestuurders presteren slechter	242
176. Druist in tegen intuïtie	244
<i>15.6 Mobiliteit in de praktijk</i>	244
177. Inleiding	244
178. Meerderheid intern	245
179. Internationale markt	245
180. Weinig beursgenoteerd naar beursgenoteerd	246
181. Wegkopen komt zelden voor	246
182. De irrelevantie van het gebruiken van referentiegroepen	247
Hoofdstuk 16: Conclusie over de hoogte	249
183. Conclusie over de hoogte	249
Hoofdstuk 17: Afsluitende opmerkingen over de structuur en de hoogte	251
184. De schaduwzijde van het bezoldigingsvraagstuk	251

Deel III: een vennootschapsrechtelijke invalshoek

De rol van het vennootschapsrecht 253

Hoofdstuk 18: Inleiding 255

185. Inleiding 255

Hoofdstuk 19: Wet- en regelgeving tot het millennium 259

186. Wet- en regelgeving voor de scheiding van eigendom en zeggenschap 259

19.1 De reactie op de Grote Depressie in de Verenigde Staten 261

187. De onwetende aandeelhouder 261

188. De verontwaardiging door de ‘Great Depression’ 263

189. De reactie van de wetgever in de Verenigde Staten 263

190. Openbaarmakingsverplichtingen 264

191. De Securities Act van 1933 265

192. De Securities Exchange Act van 1934 265

193. Oprichting van de Securities and Exchange Commission 266

194. Argumenten voor openbaarmakingsverplichtingen 267

195. De bezoldiging van bestuurders als publiek eigendom 267

196. Afsluitende opmerkingen 268

19.2 De reactie op de Grote Depressie in Duitsland 269

197. De crisis in Duitsland 269

198. Notverordnungen 269

199. Openbaarmakingsverplichtingen 271

200. Eenzijdige aanpassing van bezoldigingsafspraken 272

201. Hervorming van het Aktienrecht 273

202. In een passende verhouding tot 274

203. Invoering van § 77 en § 78 AktG 1937 275

204. § 78 AktG 1937 275

205. § 78 Abs. 1 AktG 1937 277

206. In een passende verhouding tot de taken en de toestand van de vennootschap 277

207. Uitwerking van § 78 Abs. 1 AktG 1937 in de praktijk 278

208. § 78 Absatz 2 AktG 1937 279

209. Wesentliche Verschlechterung en schwere Unbilligkeit 280

210. Verschil in ‘passende hoogte’ tussen Abs 1 en 2 281

211. Verplichting tot aanpassen door de raad van commissarissen 281

212. Rechterlijke toetsing en het beëindigingsrecht van de bestuurder 282

213. ‘Papiernes Recht’ 282

214. § 77 AktG 1937 284

215. Afsluitende opmerkingen 284

19.3 De ontwikkelingen in Nederland 285

216. De afwezigheid van beloningsschandalen 285

217. Het nieuwe Wetboek van Koophandel 1928 285

INHOUDSOPGAVE

218. Bezoldigingsbepalingen in het nieuwe Wetboek van Koophandel 1928	287
219. Matiging van een eventuele ontslagvergoeding	287
220. Vaststelling van de bezoldiging van bestuurders	288
221. Pandrechten op aandelen voor ‘richtig beheer’	289
222. Rechtszaken in Nederland	291
223. Afsluitende opmerkingen	292
<i>19.4 De ontwikkelingen in het Verenigd Koninkrijk</i>	293
224. De afwezigheid van het bezoldigingsdebat	293
<i>19.5 Concluderend</i>	294
225. Afsluitende opmerkingen	294
TRANSPARANTIE	297
226. Transparantie als eerste redmiddel	297
Hoofdstuk 20: De matigende werking van transparantie	301
227. De preventieve werking van transparantieverplichtingen	301
228. Het perspectief van de actor	301
229. De visie van de raad van commissarissen	303
230. Naleving of camouflage	304
231. De visie van de aandeelhouders	306
232. Opdrijvend effect	307
233. Naar een matigende werking?	308
	309
Hoofdstuk 21: Openbaarmakingsverplichtingen in de onderzochte landen	311
<i>21.1 Openbaarmakingsverplichtingen in het Verenigd Koninkrijk</i>	311
234. Companies Act 2006	311
235. Accounts and Reports Regulations 2013	311
236. Annual Remuneration Report	312
237. Adviseurs, het relatieve belang en TSR	313
238. Pay ratio	313
239. Uitzondering	314
240. Het bezoldigingsbeleid	314
241. Listing Rules en de UK Corporate Governance Code	315
<i>21.2 Openbaarmakingsverplichtingen in de Verenigde Staten</i>	316
242. Algemeen	316
243. Summary Compensation Table	316
244. Narrative description	318
245. Compensation Discussion and Analysis	318
246. De onderwerpen van de CD&A	319
247. Uitzondering	320
248. Recente ontwikkelingen in de Verenigde Staten	320

INHOUDSOPGAVE

249. Pay ratio	320
250. De verhouding tussen bezoldiging en financiële prestatie	321
<i>21.3 Openbaarmakingsverplichtingen in Duitsland</i>	322
251. Openbaarmakingsverplichtingen in het Handelsgesetzbuch	322
252. Uitzonderingsregel	324
253. Deutsche Corporate Governance Kodex	324
254. § 4.2.4. DCGK 2017	324
255. § 4.2.5 DCGK 2017: het remuneratierapport	325
256. Pay ratio	325
257. Voorzitter van de raad van commissarissen	325
<i>21.4 Openbaarmakingsverplichtingen in Europese regelgeving</i>	326
258. Algemeen	326
259. De herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn	327
260. Het remuneratierapport	328
261. Pay ratio	329
Hoofdstuk 22: Openbaarmakingsverplichtingen in Nederland	331
262. Historie	331
263. De Commissie Peters	332
264. De artikelen 2:383b-e BW en artikel 2:391 lid 2 BW	333
265. De onderwerpen van art. 2:383c-e BW	334
266. Art. 2:391 lid 2 en 5 BW	335
267. De Corporate Governance Code 2008 (Code Frijns)	336
268. De Corporate Governance Code 2016 (Code Van Manen)	338
269. Pay ratio	339
270. Het overleg-, informatie-, standpuntbepalings- en spreekrecht van de ondernemingsraad	342
Hoofdstuk 23: De positie van Nederland in rechtsvergelijkend perspectief	345
271. Individualisering van de transparantieverplichtingen	345
272. Aanzienlijke verschillen in inhoud, mate van detail en plaats	346
273. Een gebrek aan visie	346
274. De drie belangen bij verantwoording	348
275. Het beleid, het vaststellingsproces en de uitkomst	349
276. Ruim baan voor wetgeving	350
277. Mogelijkheid tot afwijken	351
278. Bestuurders of ‘named officers’	352
Hoofdstuk 24: Naar een Nederlandse pay ratio?	357
279. Inleiding	357
280. Doel van de introductie van een pay ratio	357
281. Ondernemingsspecifieke informatie	359
282. Bestuurder of de raad van bestuur	360
283. Enkelvoudige of meervoudige pay ratio	362

INHOUDSOPGAVE

284. Representatieve referentiegroep	362
285. Transparantie vooraf: het bezoldigingsbeleid	364
286. Voordelen en uitdagingen van transparantie vooraf	365
287. Transparantie achteraf: potentiële of gerealiseerde bezoldiging?	368
288. De potentiële bezoldiging als basis	369
289. Een Nederlandse pay ratio-regeling: transparantie vooraf	369
290. Een Nederlandse pay ratio-regeling: transparantie achteraf	370
291. Resumerend	372
Hoofdstuk 25: Concluderend	373
292. Transparantie: afsluitende opmerkingen	373
HET VASTSTELLEN VAN DE BEZOLDIGING	375
293. Inleiding	375
Hoofdstuk 26: De bevoegdheidsverdeling in de onderzochte landen	377
<i>26.1 De bevoegdheidsverdeling in het Verenigd Koninkrijk</i>	377
294. De benoeming van directors	377
295. Directors' service contract	378
296. De benoeming van een managing director	378
297. Kwalificatie van de managing director	379
298. Directors' remuneration	380
299. Executive remuneration	381
300. Remuneratiecommissie	381
301. Say-on-pay in het Verenigd Koninkrijk	382
302. De Enterprise and Regulatory Act 2013	385
303. Say-on-pay: bezoldigingsbeleid	386
304. Say-on-pay: implementation report	387
305. Say-on-pay: share schemes & LTIP	387
306. Say-on-pay: loss of office	388
307. Say-on-pay in de praktijk	389
308. Say-on-pay: initiatieven	389
<i>26.2 De bevoegdheidsverdeling in de Verenigde Staten</i>	390
309. Benoeming van directors	390
310. Benoeming van executive directors	392
311. Executive remuneration	392
312. Say-on-pay in de Verenigde Staten	393
313. Say-on-pay: het bezoldigingspakket	394
314. Say-on-pay: golden parachutes	395
<i>26.3 De bevoegdheidsverdeling in Duitsland</i>	396
315. De benoeming, aanstelling en bezoldiging van bestuurders	396
316. Geen remuneratiecommissie	397
317. Say-on-pay: het bezoldigingssysteem	398

INHOUDSOPGAVE

318. Op weg naar een bindende say-on-pay?	399
319. §87 Abs. 1 AktG: een ‘Angemessen Vergütung’	400
<i>26.4 De Europese bevoegdheidsverdeling</i>	402
320. Een Europese say-on-pay	402
321. Say-on-pay: het bezoldigingsbeleid	403
322. Verhouding bezoldigingsbeleid en individuele bezoldiging	404
323. De inhoud van het bezoldigingsbeleid	405
324. Say-on-pay: het remuneratierapport	407
<i>26.5 Een rechtsvergelijkende analyse</i>	408
325. De bevoegdheid tot benoeming en vaststelling van de bezoldiging	408
326. Een rechtsvergelijkende analyse van de say-on-pay	409
327. Het bezoldigingsbeleid en de uitvoering van het bezoldigingsbeleid	410
328. Golden parachutes	412
329. Say-on-pay over beloningen in aandelen en opties	413
330. Rechtvaardigingsgronden voor het versterken van de positie van de aandeelhouders	414
Hoofdstuk 27: De bevoegdheidsverdeling in Nederland	415
331. Historie	415
<i>27.1 Vaststelling van de individuele bezoldiging: wie stelt de bezoldiging vast</i>	417
332. Benoeming, bezoldiging en overeenkomst: wie is bevoegd?	417
333. Het benoemingsbesluit: een functionele en een contractuele band	420
334. Het ontstaan van een (nieuwe) overeenkomst door aanvaarding van de benoeming	423
335. De functioneel bestuurder?	425
336. Art. 2:135 lid 4 BW: Een vertegenwoordigingsbepaling?	427
337. Vertegenwoordigingsbevoegdheid tot het sluiten van de overeenkomst	430
338. De dubbele vertegenwoordigingsbevoegdheid bij de (arbeids)overeenkomst	434
339. De <i>de facto</i> wettelijke opschortende voorwaarde	437
340. Vaststelling van de bezoldiging pas rechtsgeldig na formele benoeming	438
341. Vergoeding bij niet benoeming	439
342. De vertegenwoordigingsonbevoegdheid van het bestuur	442
<i>27.2 Vaststelling van de individuele bezoldiging: hoe wordt de bezoldiging vastgesteld</i>	446
343. De wijze van vaststelling van de bezoldiging	446
344. Vaststelling bij (direct extern werkend) besluit	447
345. Het ‘mededelen’ van het bezoldigingsbesluit	450
346. Bode of vertegenwoordiger?	450
347. Een mededeling van het besluit door een bode	451
348. De bezoldiging wordt direct vastgesteld bij overeenkomst	452
349. Het bezoldigingsbesluit én de overeenkomst	454
350. Aanwijzen van de vertegenwoordiger bij volmacht	457

351. De vertegenwoordigingsbevoegdheid van de uitvoerende bestuurder bij een one-tier board	459
352. SBM Offshore herzien	460
<i>27.3 Vaststelling door het onbevoegde orgaan</i>	463
353. Sanctie: nietig	463
354. Het vertegenwoordigingsaspect van art. 2:16 lid 2 BW	466
355. De ‘onderzoeksplicht’ van de professionele bestuurder	470
356. Art. 2:16 BW of de regels omtrent volmacht?	472
<i>27.4 De visie van de bestuurder op zijn eigen bezoldiging</i>	473
357. Een nieuwe bepaling in de Code 2016	473
358. Een wolf in schaapskleren	474
359. Privépersoon of functionaris	475
360. Omgaan met deze feitelijke verantwoordelijkheid	477
<i>27.5 Het bezoldigingsbeleid</i>	478
361. Opstellen en vaststellen van het bezoldigingsbeleid	478
362. Het standpunt van de ondernemingsraad	479
363. Agenderen van het besluit tot vaststelling van het bezoldigingsbeleid	481
364. De wettelijke inhoud en reikwijdte van het bezoldigingsbeleid	482
365. Het bezoldigingsbeleid en de Corporate Governance Code	489
366. Say-on-pay: bezoldigingsregelingen in de vorm van aandelen en opties	491
367. Lid 5 als uitwerking van het bezoldigingsbeleid	491
368. De overlap tussen lid 1 en lid 5	492
369. Say-on-pay: de onderwerpen van art. 2:383c t/m e BW	495
<i>27.6 Het samenspel tussen de individuele bezoldiging en het bezoldigingsbeleid</i>	496
370. Het bezoldigingsbesluit en het bezoldigingsbeleid	496
371. Twee stromingen	497
372. De soepele benadering	498
373. De strikte benadering	500
374. De wens van de wetgever: deels aan zich houden én deels delegeren	503
375. Vaststelling van de bezoldiging zonder bezoldigingsbeleid	506
376. Vaststelling van de bezoldiging in strijd met het bezoldigingsbeleid	508
377. Vernietigbaarheid?	510
378. Vaststelling van de bezoldiging in afwijking van het bezoldigingsbeleid	511
379. Onderscheid tussen structurele of ad hoc afwijkingen?	513
380. The devil is in the detail	515
<i>27.7 Consequenties van een nietige individuele bezoldiging</i>	516
381. Bekrachtiging van een nietig bezoldigingsbesluit	516
382. Vertegenwoordiging bij volmacht en het bezoldigingsbeleid	517
383. Een terugbetalingsverplichting?	519
384. Ontzegging van de werking van nietige vertegenwoordigingshandelingen	521
385. Partiële nietigheid	522

INHOUDSOPGAVE

386. Een redelijke vergoeding	523
387. Beroep op onverschuldigde betaling is onaanvaardbaar	524
388. Onverschuldigde betaling en rechtsverwerking	526
Hoofdstuk 28: De positie van Nederland	529
389. De inherente onzekerheid van het Nederlandse systeem	529
390. De vermeende botsing tussen het vennootschaps- en arbeidsrecht	529
391. Een bindende say-on-pay over het bezoldigingsbeleid	530
392. Een adviserende say-on-pay over het remuneratierapport	530
393. Toezicht houden als doel voor de machtsverschuiving	532
394. Het bezoldigingsbeleid en de lange termijn belangen van de vennootschap	535
395. Consequenties	537
396. De bevoegdheidsverdeling als remedie	540
397. Een versterkte rol voor de ondernemingsraad?	541
398. Herziening van art. 2:135 BW	543
HET ACHTERAF AANPASSEN EN TERUGVORDEREN	547
399. Het pacta sunt servanda-beginsel in woelige wateren	549
Hoofdstuk 29: Aanpassen en terugvorderen in de onderzochte landen	549
29.1 <i>Aanpassen en terugvorderen in het Verenigd Koninkrijk</i>	549
400. De UK Corporate Governance Code	549
29.2 <i>Aanpassen en terugvorderen in de Verenigde Staten</i>	550
401. Clawback onder Sarbanes-Oxley	550
402. Clawback onder Dodd-Frank Act	551
29.3 <i>Aanpassen en terugvorderen in Duitsland</i>	554
403. § 87 Abs. 2 AktG na de VorstAG	554
404. Verschlechterung der Lage der Gesellschaft	556
405. Unbilligkeit für die Gesellschaft	558
406. Toepassing van § 87 (2) AktG	559
407. Clawback	561
Hoofdstuk 30: Aanpassen en terugvorderen in Nederland	563
30.1 <i>Inleiding</i>	563
408. De wet aanpassen en terugvorderen van bonussen	563
409. De tweeledige kritiek op bonussen van de wetgever	564
410. De twee beoogde doelen	565
411. Een excessieve bonus	566
30.2 <i>Het aanpassen van de bezoldiging</i>	568
412. Art. 2:135 lid 6 BW: Het achteraf aanpassen van de bezoldigingsovereenkomst	568
413. Toepassing van de aanpassingsbevoegdheid	569

INHOUDSOPGAVE

414. De toegevoegde waarde van de aanpassingsbevoegdheid	573
415. De aanpassingsbevoegdheid in rechtsvergelijkend perspectief	574
416. Een nieuwe aanpassingsbevoegdheid?	575
<i>30.3 Het terugvorderen van de bezoldiging</i>	577
417. Art. 2:135 lid 8: de terugvorderingsbevoegdheid (claw back)	577
418. Toepassing van de terugvorderingsbevoegdheid	577
419. De toegevoegde waarde van de terugvorderingsbevoegdheid	578
420. De terugvorderingsbevoegdheid in rechtsvergelijkend perspectief	579
421. Een nieuwe terugvorderingsbevoegdheid?	580
<i>30.4 Aanpassen of terugvorderen vanwege een majeure vennootschappelijke gebeurtenis</i>	582
422. Art. 2:135 lid 7: Het aanpassen van de bezoldiging bij een ‘major corporate event’	582
423. De waardering van de waardeestijging	583
424. Kanttekeningen bij de gekozen peilmomenten	585
425. De vordering ex art. 2:135 lid 7 (oud) BW	586
426. Geen sanctie, wel openbaarmaking	587
427. De kritiek op art. 2:135 lid 7 (oud) BW	588
428. Een nieuwe afroomregeling?	593
<i>30.5 Conclusie over het aanpassen en terugvorderen van bezoldiging</i>	597
429. Conclusie over het aanpassen en terugvorderen van bezoldiging	597
BEZOLDIGING EN DE ROL VAN DE RECHTER	599
430. Inleiding	599
Hoofdstuk 31: Een historisch beperkte rol van de rechter	601
431. Rechtszaken in de Verenigde Staten na de Grote Depressie	601
432. Berendt v. Bethlehem Steel Corp	601
433. De American Tobacco-zaken	605
434. De dissenting opinion van Swan: unreasonable is unlawful	607
435. Rogers v. Guaranty Trust als appetizer	608
436. De dissenting opinion van Stone en Brandeis	609
437. Stone’s invloed op Rogers v. Hill	611
438. Gallin v. National City Bank: Rogers v. Hill uitgelegd	614
439. De ‘entire fairness test’	618
440. Aandeelhouders zijn niet meer de (enige) gerechtigden tot de winst	620
441. ‘Rule of reason’	621
442. Een inschattingsfout	622
443. Mc Quillen v. National Cash Register	622
444. Het verschil tussen excessief en onrechtmatig	624
445. Heller v. Boylan	625
446. Afsluitende opmerkingen	629

INHOUDSOPGAVE

Hoofdstuk 32: Walt Disney en de Mannesmann-affaire	631
32.1 <i>Walt Disney</i>	631
447. Het sprookje van Walt Disney	631
448. Corporate waste?	633
32.2 <i>De Mannesmann-affaire</i>	636
449. De Mannesmann-affaire	636
Hoofdstuk 33: Bezoldiging en de ondernemingskamer	643
450. Inleiding	643
451. Afkoopsommen als bezoldiging	643
452. Vaststelling van en uitvoering geven aan de bezoldigingsovereenkomst	647
453. Gebeurtenis gedreven tussentijdse wijzigingen van de bezoldiging	657
454. Het bezoldigingsbeleid van de OK	659
455. In rechtsvergelijkend perspectief	662
SAMENVATTING EN EINDCONCLUSIES	665
Deel I: Een historische invalshoek	665
456. De evolutie van bezoldiging	665
457. Veranderingen bij de vaststelling van de hoogte van de bezoldiging	665
458. Veranderingen in de structuur van de bezoldiging	665
459. De functieverbreding van bezoldiging	666
460. De traditionele visie versus de moderne visie	666
Deel II: Een theoretische en institutionele invalshoek	667
461. De schaduwzijde van de bezoldiging van bestuurders	667
462. De structuur van de bezoldiging: Pay-for-performance is een illusie	668
463. De hoogte van de bezoldiging van bestuurders	670
Deel III: Een vennootschapsrechtelijke invalshoek	672
464. Bezoldiging en de rol van het vennootschapsrecht	672
465. Transparantie	672
466. De botsing tussen het arbeids- en het vennootschapsrecht	674
467. De exclusieve vertegenwoordigingsbevoegdheid	674
468. Twee bevoegde organen	675
469. Het bezoldigingsbeleid en de individuele bezoldiging	676
470. Say-on-pay	677
471. Redelijkheidstoets, afroomregeling en terugvorderingsbevoegdheid	679
472. Aanpassen	680
473. Terugvorderen	680
474. Majeure vennootschappelijke gebeurtenissen	681
475. De rol van de gewone civiele rechter	682
476. De rol van de Ondernemingskamer	683
477. Transparantie	685

478. Bevoegdheidsverdeling als remedie	687
479. Aanpassen als remedie	688
480. Terugvorderen als remedie	689
481. Regelgeving bij majeure vennootschappelijke gebeurtenissen	689
482. De rechter als remedie	692
483. Concluderend	693
SUMMARY AND FINAL CONCLUSIONS	695
Part I: A historical perspective	695
1. The evolution of executive compensation	695
2. Changes to how the amount of remuneration is determined	695
3. Changes in how remuneration is structured	695
4. Expansion of function	696
5. The traditional versus the modern view	696
Part II: A theoretical and institutional approach	697
6. The hidden side of executive compensation	697
7. Pay-for-performance is an illusion	697
8. Re-evaluation of the function and structure of executive compensation	698
9. Consequences for short-term variable pay	699
10. Consequences for long-term variable pay	699
11. The amount of executive compensation	700
12. Re-evaluation of the amount of executive compensation	701
Part III A company law approach	702
13. Executive compensation and the role of company law	702
14. Transparency	702
15. The clash between labour law and company law	703
16. Exclusive representative authority	704
17. Two authorised bodies	705
18. Remuneration policy and individual remuneration	705
19. Say-on-pay	706
20. Reasonableness test, major corporate events regulation and the power to claw back	708
21. Adjusting	709
22. Clawback	709
23. Major corporate events	710
24. The role of an ordinary civil court	711
25. The role of the Netherlands Enterprise Chamber at the Amsterdam Court of Appeal	711
26. Transparency	713
27. Division of powers as the remedy	715
28. Adjustment as a remedy	716
29. Clawback as a remedy	717

INHOUDSOPGAVE

30. Legislation for major corporate events	718
31. Concluding remarks	720
32. The courts as the remedy	720
33. Conclusion	721
LITERATUURLIJST	723
CURRICULUM VITAE	753
PORTFOLIO	755
DANKWOORD	757

Inleiding

1.1 Aanleiding tot het onderzoek

1. De toegenomen aandacht voor bezoldiging

De bezoldiging van bestuurders is een van de meest controversiële onderwerpen van de afgelopen decennia gebleken. Al jarenlang maken topbeloningen onafgebroken onderdeel uit van de maatschappelijke discussie, waarvan het einde nog niet in zicht is. Sinds het uitbreken van de financiële crisis is het beloningsdebat geïntensiveerd.

De beloningsdiscussie blijft niet beperkt tot een bepaald domein, maar woedt overal. Zowel in de publieke als in de private sector speelt de bezoldiging van bestuurders haar eigen hoofdrol, met een Balkenende-norm of een bonusplafond als gevolg.¹ De beloningsdiscussie laat zich daarnaast niet beperken door landsgrenzen, zoals blijkt uit de regelgeving die door de Europese Unie aan haar lidstaten wordt opgelegd.²

Binnen het beloningsdebat gaat een belangrijk deel van de aandacht uit naar de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen. Het zijn de salarissen aldaar die er jaarlijks worden uitgelicht in de media. Deze aandacht laat haar sporen na in het vennootschapsrecht. In de afgelopen twee decennia heeft meer beloningsregelgeving voor naamloze vennootschappen het licht doen zien dan in de twee eeuwen ervoor.³ Daarnaast laat ook de totstandkoming van de Corporate Governance Code, evenals de veranderingen die deze code sindsdien

1 De Balkenende-norm volgt uit de Wet van 15 november 2012, houdende regels inzake de normering van bezoldigingen van topfunctionarissen in de publieke en semipublieke sector (Wet normering bezoldiging topfunctionarissen publieke en semipublieke sector). Het bonusplafond ziet op de maximering van de variabele beloning bij financiële ondernemingen op grond waarvan de variabele beloning in beginsel niet hoger mag zijn dan 20% van de vaste beloning. Dit maximum is opgenomen in de Wet van 28 januari 2015 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht houdende regels met betrekking tot het beloningsbeleid van financiële ondernemingen (Wet beloningsbeleid financiële ondernemingen).

2 Een recent voorbeeld is richtlijn (EU) 2017/828.

3 Zie hiervoor het derde deel van dit onderzoek.

heeft ondergaan, de toegenomen aandacht zien voor bestuurdersbeloningen binnen het vennootschapsrechtelijk systeem.

2. Een functieverbreiding

Een belangrijke oorzaak van de toegenomen aandacht voor de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen is gelegen in de opkomst aan het begin van de jaren '90 van *'pay-for-performance'* in de Verenigde Staten: een nieuwe visie op bestuurdersbeloningen die enkele jaren later ook in Europa voet aan wal zou krijgen en sindsdien het beloningslandschap beheerst.⁴

De gedachte dat de (variabele) beloning een middel is om bestuurders aan te zetten tot het leveren van betere prestaties, heeft gezorgd voor een functieverbreiding van bezoldiging. Voorheen had zij primair tot doel de bestuurder te compenseren voor het hoogwaardige werk dat hij verrichtte. Als de bestuurder een variabele beloning ontving, dan was deze afhankelijk van de winst van de gehele onderneming. Het variabele gedeelte van de bezoldiging diende in dat geval voornamelijk twee doelen, namelijk het efficiënt omgaan met de (loon)kosten waardoor de aantrekkelijkheid om voor de vennootschap te werken werd vergroot en het geven van een blijk van waardering bij succes.

Tegenwoordig wordt de bezoldiging van bestuurders bewust ingezet om de persoonlijke belangen van bestuurders op een lijn te brengen met het belang van de vennootschap die zij besturen. De gedachte is dat wat goed is voor de bestuurder in privé ook goed is voor de vennootschap (en haar aandeelhouders). Hierdoor heeft bezoldiging meer dan voorheen tot doel de bestuurder te motiveren. Daarbij zij opgemerkt dat de invulling van het begrip 'motiveren' is geëvolueerd. Het motiveren van een bestuurder wordt binnen de moderne visie veeleer gelijkgesteld aan het controleren en sturen van de bestuurder. De bezoldiging van bestuurders heeft daarmee een prominente plaats gekregen binnen de corporate governance van een onderneming.

3. De kritiek

Deze functieverbreiding is gepaard gegaan met een uitbreiding van het variabele deel van de bezoldiging. Tegelijkertijd zijn ook de bezoldigingsniveaus van bestuurders sinds de jaren '90 onverminderd gestegen. De schijnbaar ongebreidelde stijging van de hoogte van de bezoldiging van bestuurders heeft de afgelopen jaren voor onvrede gezorgd, te meer omdat de salariering van de gemiddelde werknemer achterblijft. Hierdoor wordt de kloof tussen het bezoldigingsniveau van de top en

4 Jensen & Murphy 1990a; Jensen & Murphy 1990b.

INLEIDING

dat van de rest van de onderneming steeds groter. De vraag is gerechtvaardigd of de toename een uitkomst is van een efficiënte werking van de markt voor bestuurders of juist het gevolg van verstorende effecten in het vaststellingsproces. Indien het laatste het geval is, welke zijn dan deze verstorende effecten en hoe kunnen deze worden voorkomen?

Een andere veel gehoorde kritiek heeft betrekking op de belofte dat de moderne manier van bezoldigen ervoor zou zorgen dat er slechts wordt beloond voor prestatie. De corporate governance schandalen bij onder meer Enron en Ahold en het uitbreken van de jongste financiële crisis hebben het enthousiasme voor prestatie-gerelateerde bezoldiging getemperd. Gebleken is dat in veel gevallen een (variabele) beloning ook wordt uitgekeerd bij tegenvallende resultaten. Daarnaast is zichtbaar geworden dat prestatiebeloning kan leiden tot slechtere prestaties op de lange termijn doordat perverse prikkels aanzetten tot het nemen van onevenredig grote risico's en onethisch gedrag, teneinde op de korte termijn winst te behalen. Steeds vaker wordt daarom getwijfeld aan de positieve werking van deze financiële prikkels.

4. Nieuwe regelgeving

De structurele toename van de bezoldigingsniveaus en de excessen die in de media breed worden uitgemeten, zorgen voor een telkens weer oplevende maatschappelijke verontwaardiging over de bezoldiging van bestuurders. In de discussie die hierdoor ontstaat, zit veel emotie verborgen. Ook worden er verschillende visies op bestuurdersbeloningen gehanteerd waardoor veelal langs elkaar heen wordt gepraat. Hierdoor is er sprake van een verstoord bezoldigingsdebat dat op een weinig constructieve manier wordt gevoerd, met wederzijds onbegrip als gevolg. Consensus over fundamentele problemen die een structurele oplossing verdienen, blijft daardoor achterwege.

Het verstoord bezoldigingsdebat werkt door in de wijze waarop wordt ingegrepen in de bezoldiging van bestuurders. Parallel aan voornoemde functieverbreiding is de opkomst van beloningsregelgeving te zien. Sinds het huidige millennium wordt getracht door diverse wettelijke bepalingen en via zelfregulering in codes verschillende aspecten van de bezoldiging van bestuurders in balans te krijgen. Steeds vaker wordt gekozen voor een verdere inkadering van de ruimte die vennootschappen hebben bij de bezoldiging van bestuurders op grond van de gedachte dat door deze vennootschapsrechtelijke bepalingen de waargenomen onregelmatigheden kunnen worden bezworen.

De doelen die men met deze regelgeving tracht te bereiken zijn duidelijk: (i) het tegengaan van perverse prikkels en excessen en (ii) het matigen van de bezoldigingsontwikkeling van de top. De daadwerkelijke vraagstukken over bezoldiging,

bijvoorbeeld of bestuurders overbetaald zijn en hoe financiële prikkels werken, blijven echter veelal onaangeroerd waardoor inzicht in mogelijke structurele weef-fouten in het huidige bezoldigingssysteem ontbreekt. Hierdoor hebben de initiatieven op het gebied van wet- en regelgeving veelal een responsief karakter, en zijn deze slechts gericht op het tegengaan van bepaalde symptomen. Een deel is niet meer dan symbolisch van aard.⁵ Van een structurele oplossing lijkt geen sprake.

Tot op heden hebben deze nieuwe vennootschapsrechtelijke regels de onvrede over de bezoldiging van bestuurders dan ook niet weg kunnen nemen. Een onderzoek naar de rol van het vennootschapsrecht bij de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen lijkt derhalve op zijn plaats.

1.2 Doelstelling van het onderzoek

5. Doelstelling

De vraag die opkomt is, welke rol het vennootschapsrecht momenteel speelt en in de toekomst zou moeten spelen bij de bezoldiging van bestuurders. Deze vraag staat in het onderhavige onderzoek centraal.

Daarbij zij opgemerkt dat het recht in de regel dient als sluitstuk van een vraagstuk dat zijn oorsprong kent in gebieden die worden beheerst door andere disciplines. Zonder enig inzicht in deze oorsprong is het recht een ongeleid instrument. Beantwoording van de hoofdvraag dwingt derhalve tot een onderzoek naar deze oorsprong om het bezoldigingsvraagstuk in zijn volle omvang bloot te leggen. Pas als duidelijk is of, en zo ja welke kernproblemen er zijn bij de bezoldiging van bestuurders, kan de rol van het vennootschapsrecht worden onderzocht.

De doelstelling van dit onderzoek is daarom om het bezoldigingsvraagstuk in zijn totaliteit te onderzoeken, om helder te krijgen welke mogelijke kernproblemen spelen bij de hoogte en structuur van de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen. Op grond daarvan kan vervolgens worden gezien of en zo ja, in hoeverre de rol die het vennootschapsrecht momenteel speelt, aanpassing behoeft om bij te kunnen dragen aan het oplossen van de mogelijke kernproblemen.

5 De beloningsregelgeving wordt uitgebreid besproken in het derde deel van dit onderzoek.

6. Onderzoeksvragen

Vorenstaande leidt tot de volgende onderzoeksvragen:

- Hoe heeft de (hoogte en structuur van de) bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen zich ontwikkeld?
- Is er sprake van een functieverbreiding van bestuurdersbezoldiging?
- Welke oorzaken liggen aan deze (eventuele) functieverbreiding ten grondslag en wat zijn de gevolgen geweest?
- Hoe wordt de structuur van de bezoldiging van bestuurders bepaald?
- Zijn er kernproblemen te identificeren die betrekking hebben op de structuur van de bezoldiging?
- Is de moderne manier van bezoldigen van bestuurders een succesvol instrument dat een bijdrage levert aan een goede corporate governance en, indien niet, welke eisen kan men aan de bezoldiging van bestuurders stellen om met succes te worden ingezet?
- Hoe wordt de hoogte van de bezoldiging van bestuurders bepaald?
- Zijn er kernproblemen te identificeren die betrekking hebben op de hoogte van de bezoldiging?
- Is de huidige manier van het bepalen van de hoogte van de bezoldiging van bestuurders gerechtvaardigd en, indien niet, op welke wijze zou de hoogte van de bezoldiging van bestuurders moeten worden bepaald?
- Welke rol speelt het vennootschapsrecht bij de bezoldiging van bestuurders?
- Welke rol speelt de rechter bij de bezoldiging van bestuurders?
- Welke rol zou het vennootschapsrecht moeten spelen bij de bezoldiging van bestuurders?
- Welke rol zou de rechter moeten spelen bij de bezoldiging van bestuurders?
- Welke aanbevelingen kunnen worden gedaan voor het Nederlandse vennootschapsrecht om (eventuele) kernproblemen op te lossen?

1.3 Afbakening en verantwoording van het onderzoek

7. De beursgenoteerde naamloze vennootschap

Het onderhavige onderzoek richt zich om een aantal redenen uitsluitend op beursgenoteerde naamloze vennootschappen. Ten eerste omdat de theorievorming die heeft geleid tot de functieverbreiding van bezoldiging zich in het bijzonder richt op de problematiek die speelt bij de beursgenoteerde vennootschap. Juist bij deze vennootschappen, waarin de bestuurder veelal een verwaarloosbaar aandeel houdt en het aandeelhoudersbestand wijdverspreid is, doen zich vragen voor over het monitoren, disciplineren en motiveren van de bestuurder. Daarnaast zorgt de

omvang en invloed van deze vennootschappen in de samenleving ervoor dat in de maatschappelijke discussie over de bezoldiging van bestuurders de aandacht primair gericht is op de bezoldiging van de top van deze vennootschappen.

Vanwege deze discussie – en dat is een derde reden – hebben voornoemde initiatieven op het gebied van wet- en regelgeving zich in het bijzonder ontwikkeld rondom de beursvennootschap. De Corporate Governance Code, waarin de principes en bepalingen over de bezoldiging van bestuurders een prominente plaats innemen, richt zich op de governance van beursgenoteerde vennootschappen. Ook de bezoldigingsbepalingen die sinds 2002 in Boek 2 Burgerlijk Wetboek zijn ingevoerd zien voornamelijk op de naamloze vennootschap met een notering aan de beurs.

De beursgenoteerde naamloze vennootschappen spelen een rol in diverse sectoren. De financiële sector staat de laatste jaren in het bijzonder in de schijnwerpers. Het uitbreken van de financiële crisis heeft aanleiding gegeven tot het ontwikkelen van bezoldigingsregelgeving die specifiek betrekking heeft op de financiële sector, naast de hiervoor aangeduide vennootschapsrechtelijke regels over de bezoldiging van bestuurders die voor alle beursgenoteerde vennootschappen gelden.⁶ Dergelijke sectorspecifieke bezoldigingsregelgeving zal in dit onderzoek op de achtergrond blijven en slechts zijdelings worden aangehaald. Hetzelfde geldt voor de publieke en semipublieke sector waarvoor sinds de laatste crisis eveneens beloningswetgeving in het leven is geroepen.⁷ Deze regels blijven in het onderhavige onderzoek buiten beschouwing.

8. Het begrip ‘bezoldiging’

In de literatuur is wel getracht om tot een allesomvattende definitie van bezoldiging te komen, maar van eensgezindheid is geen sprake.⁸ Een onderscheid is daarbij te maken tussen een arbeidsrechtelijke en vennootschapsrechtelijke visie op bezoldi-

6 Voorbeelden zijn de Wet van 28 januari 2015 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht houdende regels met betrekking tot het beloningsbeleid van financiële ondernemingen (Wet beloningsbeleid financiële ondernemingen), de Regeling van De Nederlandsche Bank N.V. van 28 november 2017 houdende regels met betrekking tot het beheerst beloningsbeleid van banken, beleggingsondernemingen en premiepensioeninstellingen (Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2017), de Capital Requirements Directives (CRD IV) en de Code Banken.

7 Bijvoorbeeld de al eerder aangehaalde Wet van 15 november 2012, houdende regels inzake de normering van bezoldigingen van topfunctionarissen in de publieke en semipublieke sector (Wet normering bezoldiging topfunctionarissen publieke en semipublieke sector) die sinds 2016 verder is aangescherpt.

8 Zie voor een mooi overzicht Bennaars 2015, p. 164 e.v.; Zie voor de verschillende definities Van Andel 1992, p. 48 e.v.; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009; Van Slooten 2005, p. 264.

ging. Van Andel blijft dichtbij het arbeidsrechtelijke begrip ‘loon’ door onder bezoldiging te scharen al hetgeen een vennootschap aan een bestuurder ter beschikking stelt als tegenprestatie voor verrichte arbeid.⁹ Daarbij moet naast geld eveneens aan bezoldiging in natura gedacht worden. Een meer vennootschapsrechtelijke visie wordt gehanteerd door Dortmund. Hij stelt dat bezoldiging de vergoeding is die door de vennootschap aan de bestuurder ter zake van het bestuurderschap wordt betaald.¹⁰ In dit onderzoek zal bij deze vennootschapsrechtelijke definitie worden aangesloten. Reden daartoe is, dat bezoldiging sinds haar functieverbreiding meer wordt gezien als een middel om de bestuurder vooraf te sturen. Daarnaast heeft bezoldiging een evolutie ondergaan waardoor zij in toenemende mate verbonden is met de functie van bestuurder in plaats van met verrichte arbeid. In dat kader speelt mee dat in de rechtspraak een strikte bevoegdhedenverdeling wordt gehanteerd waarbij het bestuurderschap van doorslaggevend belang is en niet de verrichte arbeid.¹¹

Overigens zorgen de verschillende functies van bezoldiging, waaronder de functie om als prikkel te fungeren, ervoor dat ook de definitie van Dortmund niet geheel sluitend is. De volgende definitie is vanuit vennootschapsrechtelijk perspectief dan ook meer op zijn plaats: ‘bezoldiging is de beloning die door de vennootschap aan de bestuurder wordt uitgekeerd, toegekend of in het vooruitzicht gesteld terzake van het bestuurderschap’.

Een volgende vraag is hoe bezoldiging zich verhoudt tot andere begrippen zoals ‘loon’, ‘bonus’ en ‘beloning’. Over het algemeen wordt aangenomen dat het begrip ‘loon’ onder bezoldiging valt, maar dat bezoldiging ruimer is dan loon.¹² Zo vallen bijvoorbeeld uitkeringen bij beëindiging van het dienstverband of pensioen niet onder het begrip loon, maar worden deze toekenningen in het algemeen wel onder bezoldiging geschaard.

Onder een ‘bonus’ dient op grond van art. 2:135 lid 6 BW te worden verstaan het niet vaste deel van de bezoldiging waarvan de toekenning geheel of gedeeltelijk

9 Van Andel 1992, p. 48 e.v.

10 Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 251. Volgens Dortmund komt bezoldiging hierdoor overeen met hetgeen als loon geldt indien er sprake is van een arbeidsovereenkomst, maar is het begrip bezoldiging uitgebreid tot de pensioenaanspraak en de ontslagvergoeding. Ik zou menen dat het begrip bezoldiging niet beperkt blijft tot de door Dortmund expliciet genoemde uitbreiding.

11 HR 6 januari 2012, *NJ* 2012/336 (Imeko Holding/B&D Beheer) m.nt. PvS.

12 Zie hierover uitgebreid Bennaars 2015, p. 164 e.v. Zie ook Meijer-Wagenaar 2006. Onder loon wordt verstaan ‘de vergoeding door de werkgever aan de werknemer verschuldigd ter zake bedongen arbeid’, zie o.a. HR 18 december 1953, *NJ* 1954, 242 (Zaal/Gossink); HR 12 oktober 2001, *JAR* 2001/217 (Bethesda/Van der Vlies). De discussie over het verschil tussen loon en bezoldiging is voor bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen minder van belang nu deze bestuurders geen arbeidsovereenkomst hebben.

afhankelijk is gesteld van het bereiken van bepaalde doelen of van het zich voordoen van bepaalde omstandigheden. Hierdoor heeft deze term in Boek 2 BW een breder bereik dan in de praktijk wordt gehanteerd. In de praktijk ziet een bonus namelijk alleen op de korte termijn variabele bezoldiging. In dit onderzoek geldt als uitgangspunt de bredere definitie zoals gehanteerd in art. 2:135 lid 6 BW maar wordt in bepaalde delen, zoals zal blijken uit de context, met een bonus bedoeld op alleen de korte termijn variabele bezoldiging. Voor de verhouding tussen bonus en bezoldiging is van belang dat de bonus onderdeel uitmaakt van (het variabele gedeelte van) de bezoldiging.

Een volgende vraag is of er verschil bestaat tussen een beloning en een bezoldiging. Naar mijn mening is dat binnen het vennootschapsrecht niet noodzakelijkerwijs het geval. Aanleiding daartoe is te vinden in het feit dat de monitoringcommissie onder leiding van Jaap van Manen bij de herziening van de Corporate Governance Code 2016 de term ‘bezoldiging’ juist heeft vervangen door de term ‘beloning’.¹³ Hierdoor ontstaat de enigszins merkwaardige situatie dat in boek 2 BW gesproken wordt over bezoldiging terwijl in de Code 2016 het woord beloning wordt gebruikt. In dit onderzoek zullen beide benamingen worden gebruikt zonder een onderscheid aan te willen geven.

Het onderzoek heeft betrekking op de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen. De multidisciplinaire benadering van het onderwerp bezoldiging zorgt ervoor dat er enerzijds gekeken wordt vanuit de vennootschap (en de met haar verbonden onderneming) en anderzijds vanuit de onderneming. Een onderscheid tussen beide is daardoor niet in alle gevallen goed te maken. Dit heeft tot gevolg dat in dit onderzoek zal worden gesproken over enerzijds de vennootschap en anderzijds de onderneming zonder daarmee een principieel onderscheid voor ogen te hebben. Mocht een dergelijk onderscheid wel aan de orde zijn, dan blijkt dit uit de context waarin over vennootschap respectievelijk onderneming gesproken wordt.

1.4 Methode en opbouw van het onderzoek

9. Diverse invalshoeken

Het doel van dit onderzoek is om het bezoldigingsvraagstuk in zijn totaliteit te onderzoeken, waarbij dient te worden opgemerkt dat het bezoldigingsvraagstuk zich niet laat begrenzen door een enkele discipline noch door landsgrenzen. Er is daarom gekozen voor een onderzoek naar de bezoldiging van bestuurders van

13 Monitoring Commissie Corporate Governance, Voorstel voor herziening: een uitnodiging voor commentaar, 11 februari 2016, p. 82.

beursgenoteerde vennootschappen vanuit diverse invalshoeken waarbij is gekeken naar verschillende landen. Deze opzet heeft geleid tot een multidisciplinaire benadering van het onderwerp bezoldiging waarbij naast een juridische invalshoek eveneens onderzoek is gedaan naar inzichten vanuit de economie en sociale psychologie. Daarnaast is het onderzoek onderworpen aan een historische en institutionele analyse.

10. Een Amerikaans, Engels, Duits, Nederlands en Europees perspectief

Vanwege de overwegende invloed die de Verenigde Staten hebben (gehad) op de theorievorming en ontwikkelingen van de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen in brede zin, is het vanzelfsprekend dat het Amerikaanse perspectief onderdeel uitmaakt van dit onderzoek. Daarnaast is ervoor gekozen om twee buurlanden van Nederland in het onderzoek te betrekken die in belangrijke mate het Nederlandse vennootschapsrecht beïnvloeden: het Verenigd Koninkrijk en Duitsland. Voor het Verenigd Koninkrijk is onder meer gekozen omdat het vennootschapsrechtelijke stelsel aldaar gekenmerkt wordt door een voorkeur voor de *one tier board* en meer gericht is op het *shareholdersmodel*. Het stelsel van het Verenigd Koninkrijk is daardoor van alle Europese landen het meest nauw verbonden met dat van de Verenigde Staten. Duitsland kent een voorkeur voor het *two tier model* waarbij het *stakeholdersmodel* leidend is. Het Duitse vennootschapsrechtelijke systeem vertoont in die zin dus gelijkenissen met dat van Nederland. Aangezien de roerselen van de Europese wetgever van belang zijn voor (vooralsnog) het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Nederland maken de ontwikkelingen op Europees niveau eveneens onderdeel uit van dit onderzoek.

11. Deel I: een historische analyse

Het onderzoek naar de bezoldiging van bestuurders in de vier onderzochte landen is opgedeeld in drie delen. In het eerste deel wordt het onderwerp bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen belicht vanuit een historische invalshoek. Onderzoek is gedaan naar de ontwikkeling van het bezoldigingsvraagstuk vanaf de scheiding van eigendom en zeggenschap die zich aan het einde van de 19^e eeuw voltrok. Het is in die periode dat de professionele bezoldigde bestuurder zijn intrede doet. De historische analyse vervolgt haar pad tot het heden. Besproken wordt de opkomst van de discussie over het variabel belonen van bestuurders en de wijzigingen die de functies en structuur van de bezoldiging van bestuurders hebben doorgemaakt. Daarnaast wordt ingegaan op de ontwikkeling van de hoogte van de bezoldiging van de top, onder meer afgezet tegen de ontwikkeling van de hoogte van de beloning van de rest van de onderneming. De historische analyse wordt afgesloten met een bespreking van de theorievorming binnen de financiële economie op het gebied van de bezoldiging van bestuurders en de

gevolgen die deze wetenschappelijke onderbouwing voor variabel belonen heeft gehad in de onderzochte landen.

12. Deel II: een theoretische en institutionele analyse

In het tweede deel van dit onderzoek wordt op zoek gegaan naar de schaduwzijde van het moderne bezoldigingsvraagstuk: welke kernproblemen zijn te ontwaren bij de bezoldiging van bestuurders? Daarbij verdienen zowel de structuur als de hoogte van de bezoldiging een eigen onderzoek.

Het onderzoek naar de structuur van de bezoldiging ziet op een theoretische analyse aan de hand van een literatuuronderzoek waarbij de financieel-economische rechtvaardiging voor de functieverbreding van de bezoldiging van bestuurders wordt ontrafeld. Deze financieel-economische visie op het motiveren van bestuurders wordt vervolgens afgezet tegen de bevindingen, opgedaan door de toepassing van financiële prikkels vanuit de (sociale) psychologie, om uiteindelijk te concluderen *hoe* een bestuurder bezoldigd zou moeten worden.

Het onderzoek naar de hoogte van de bezoldiging begint met een theoretische analyse van de vraag of de bezoldigingsniveaus van bestuurders het gevolg zijn van onderhandelingen op armlengte afstand die leiden tot optimale contracten. Vervolgens vindt een institutionele analyse plaats van de ontwikkeling van de bezoldigingsniveaus als uitvloeisel van een werkende of verstoorde markt voor bestuurders. Dit onderzoek wordt afgesloten met een conclusie over het vaststellen van de hoogte van de bezoldiging van de bestuurder, waarmee een benadering wordt gegeven van de wijze waarop zou moeten worden bepaald *hoeveel* een bestuurder zou moeten verdienen.

Uit het onderzoek naar de schaduwzijde van het moderne bezoldigingsvraagstuk komen twee kernproblemen voort, waarbij het ene kernprobleem ziet op de rechtvaardiging van de huidige bezoldigingsstructuur en het andere op de wijze waarop de hoogte van de bezoldiging van bestuurders wordt vastgesteld. Vervolgens wordt gekeken naar de rol die aan het vennootschapsrecht kan worden toebedeeld.

13. Deel III: een juridische analyse

In het derde en laatste deel van dit onderzoek vindt een juridische analyse plaats van de beloningsregelgeving, -literatuur en -rechtspraak voor beursgenoteerde vennootschappen in de onderzochte landen en op Europees niveau. Daarbij is gekozen voor een functionele en rechtsvergelijkende benadering.

Vier deelonderwerpen kunnen worden onderscheiden bij de bespreking van de rol die het vennootschapsrecht speelt bij de bezoldiging van bestuurders: (i) verplichtingen tot het openbaar maken van de bezoldiging, (ii) verdeling van de beslissings-

INLEIDING

en vertegenwoordigingsbevoegdheid bij het vaststellen van de bezoldiging, (iii) mogelijkheden tot het achteraf aanpassen of terugvorderen van de bezoldiging en (iv) het beoordelen van de bezoldiging van bestuurders door de rechter.

In het derde deel van dit onderzoek wordt allereerst de huidige vennootschapsrechtelijke invulling in de onderzochte landen vergeleken op de voornoemde vier deelonderwerpen. Deze vergelijking dient ter lering en inspiratie voor de Nederlandse vennootschapsrechtelijke benadering van de bezoldiging van bestuurders. Vervolgens is per deelonderwerp onderzocht of, en zo ja op welke wijze nieuwe regelgeving zou kunnen bijdragen aan het oplossen van de in het tweede deel geïdentificeerde kernproblemen.

14. Conclusie en samenvatting

De bevindingen van het onderzoek die volgen uit de drie delen komen samen in de conclusie. Op grond van deze bevindingen wordt uiteengezet welke rol het vennootschapsrecht in de toekomst zou kunnen spelen bij het zoeken naar een betere oplossing van de twee geïdentificeerde kernproblemen. Daarbij worden concrete aanbevelingen gedaan aan de wetgever. Hierdoor zou wellicht de gedachte kunnen ontstaan dat deze dissertatie is geschreven voor alleen de vennootschaps- en wetgevingsjurist. Dat is niet mijn bedoeling geweest. Het primaire doel van het onderzoek is om inzicht te verschaffen in het moderne bezoldigingsvraagstuk aan eenieder die deelneemt aan het bezoldigingsdebat. Ik hoop dat mijn onderzoek een bescheiden bijdrage kan leveren aan het verkrijgen van nieuw inzicht in deze problematiek waarop voortgebouwd kan worden. Het onderzoek is afgesloten op 1 september 2017. Met latere regelgeving, jurisprudentie en publicaties kon slechts incidenteel rekening worden gehouden.

DEEL I

EEN HISTORISCHE INVALSHOEK

De evolutie van de bezoldiging van bestuurders

De opkomst van het bezoldigingsvraagstuk

2.1 De scheiding van eigendom en zeggenschap

15. Inleiding

Het bezoldigingsvraagstuk doet zijn intrede wanneer de scheiding van eigendom en zeggenschap binnen de naamloze vennootschap zich aan het einde van de 19e en begin 20^e eeuw voltrekt. De meest invloedrijke schrijvers over dit onderwerp zijn de jurist Adolf A. Berle Jr. en de econoom Gardiner C. Means geweest. Hoewel zij niet de eersten waren die de scheiding tussen eigendom en zeggenschap opmerkten, heeft hun gezamenlijke werk, “The Modern Corporation and Private Property” uit 1932, waarin zij de eerste contouren van deze scheiding in de Verenigde Staten uitvoerig beschrijven, grote invloed gehad op de wijze waarop naar de naamloze vennootschap en haar actoren wordt gekeken.¹ Berle en Means onderscheiden vijf typen beursvennootschappen, afhankelijk van het spreidingspercentage van aandelen onder de aandeelhouders en de allocatie van de zeggenschap.

“Five major types can be distinguished, though no sharp dividing line separates type from type. These include (i) control through almost complete ownership, (ii) majority control, (iii) control through a legal device without ownership, (iv) minority control and (v) management control”²

Ze wijzen in hun werk op een nieuw fenomeen dat de kop op heeft gestoken, namelijk de beursvennootschap waarin de zeggenschap volledig bij de raad van bestuur ligt, doordat de aandeelhouders zozeer verspreid zijn, dat geen enkele aandeelhouder voldoende aandelen houdt om daadwerkelijk invloed uit te kunnen oefenen op het bestuur van de vennootschap.³

1 De Britse econoom Alfred Marshall merkte de verschuiving van eigendom en zeggenschap al op in 1890 evenals William W. Cook een jaar later in 1891, zie Hovenkamp 1991, p. 357; Ook Robbert Somers Brookings schreef reeds in 1925 over ‘*the separation of ownership and management*’; Brookings 1925. In Duitsland wees Erwin Steinitzer al in 1908 op de uiteenlopende belangen van de ‘direkten Interessenten’ van de vennootschap, zie Steinitzer 1908.

2 Berle & Means 1932, p. 70.

3 Berle & Means 1932, p. 84.

16. Gefragmenteerd aandeelhouderschap

Ingrijpende technologische ontwikkelingen in de decennia rondom de wisseling van de 19^e naar de 20^e eeuw hebben het ondernemingsrechtelijke landschap drastisch veranderd. Duitsland en de Verenigde Staten worden overspoeld door een fusiegolf.⁴ De vele kleine familievennootschappen klonteren samen tot grote conglomeraten, die enorme hoeveelheden kapitaal nodig hebben. Dit kapitaal wordt bijeengebracht door de verkoop van aandelen aan vele kleine investeerders. De kleine investeerders kiezen op hun beurt voor diversificatie, zodat hun investering niet bloot wordt gesteld aan het wel en wee van één willekeurige onderneming. Hierdoor raakt het aandeelhouderschap gefragmenteerd en groeit het aantal aandeelhouders dat steeds minder betrokken is bij de onderneming. Naarmate de grote ondernemingen groeien in omvang en diversiteit, komt de zeggenschap binnen de onderneming meer en meer los te staan van de eigendom van de onderneming.⁵ De zeggenschap die voorheen toekwam aan alle aandeelhouders, komt nu slechts bij een kleine groep te liggen.⁶

17. De opkomst van de professionele bezoldigde bestuurder

Aanvankelijk hebben de bestuurders in de regel nog een substantieel aandeel in de vennootschap. In de meeste gevallen bezitten zij dit aandeel, omdat zij de oprichters of nazaten van de oprichters van de vennootschap zijn. Door de groei die de ondernemingen doormaken, worden deze echter steeds complexer. Hierdoor wordt het moeilijker het bestuur te vullen met familieleden van de oorspronkelijke oprichters en neemt de behoefte aan professionele bestuurders toe.⁷ De Engelse

4 Deze fusiegolf ging grotendeels voorbij aan Nederland. Ook Engeland werd overspoeld door een fusiegolf. De fusiegolf rond 1900 in Engeland was in die zin echter anders dan die in de Verenigde Staten en Duitsland, omdat de combinaties die uit de fusiegolf voortkwamen nog steeds bescheiden van omvang waren en derhalve overzichtelijk bleven.

5 Chandler 1977, p. 8 t/m 10 en 468. De term eigendom kan hier enigszins tot verwarring leiden. Men zag de aandeelhouders als eigenaren van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De zeggenschap binnen de vennootschap was voorheen nog onlosmakelijk verbonden met de eigendom van de vennootschap. Rond het einde van de 19^e eeuw centreerde de zeggenschap zich steeds meer bij een kleine groep personen waardoor de zeggenschap los kwam te staan van de eigendom.

6 Steinitzer schrijft in 1908 over het belangenconflict dat ontstaat tussen de aandeelhouders die ver van de vennootschap afstaan en de kleine groep aandeelhouders die de daadwerkelijke leiding hebben over de vennootschap, zie Steinitzer 1908. Rond die tijd komt ook de bestuurder die geen aandelen houdt steeds meer op.

7 De geschiedenis van het familiebedrijf Du Pont, onder meer beschreven door John T. Landry, is illustratief voor de noodzaak van het openstellen van de hoge bestuursfuncties voor personen buiten de familie. Zie Landry 1995, p. 210 – 254.

econoom Alfred Marshall beschrijft de opkomst van deze ‘new men’, die in zijn tijd plaatsvond, als volgt.

“It would...at first sight seem likely that business men should constitute a sort of caste; dividing out among their sons the chief posts of command, and founding hereditary dynasties, which should rule certain branches of trade for many generations together. But the actual state of things is very different.

For when a man has got together a great business, his descendants often fail, in spite of their great advantages, to develop the high abilities and special turn of mind and temperament required for carrying it on with equal success....For a time indeed all may go well. His sons find a firmly established trade connection, and what is perhaps even more important, a well chosen staff of subordinated with a generous interest in the business. By mere assiduity and caution, availing themselves of the traditions of the firm, they may hold together for a long time. But when a full generation has passed, when the old traditions are no longer a safe guide and when the bonds that held together the old staff have been dissolved, then the business almost invariably falls to pieces unless it is practically handed over to the management of new men who have meanwhile risen to partnership in the firm.

But in most cases the descendants arrive at this result by a shorter route. They prefer an abundant income coming to them without effort on their part, to one which, though twice as large, could be earned only by incessant toil and anxiety; and they sell the business to private persons or a joint stock company; or they become sleeping partners in it; that is, sharing in its risks and its profits, but not taking part in its management; in either case the active control over their capital falls chiefly into the hands of new men.”⁸

Selectie en promotie worden in toenemende mate gebaseerd op training, ervaring en prestatie, in plaats van op familierelaties en familiekapitaal.⁹ Hierdoor ontstaat een nieuwe sociale laag van professionele bestuurders die dezelfde soort opleiding hebben genoten, zich laten informeren door dezelfde kranten en tijdschriften en

⁸ Marshall 1920, p. 174.

⁹ “[...], members of the entrepreneurial family rarely became active in top management unless they themselves were trained as professionals. Since the profits of the family enterprise usually assured them of a large personal income, they had little financial incentive to spend years working up the managerial ladder. Therefore, in only a few of the large American business enterprises did family members continue to participate for more than two generations in the management of the companies they owned.” Chandler 1977, p. 9 en p. 491/492. Wel dient te worden opgemerkt, dat ‘Their openness to the middle class went only so far, however, for firms also heightened their discrimination on ethnic and gender lines in order to make managerial employment still seem exclusive and dignified’. Landry 1995, p. 24/25.

lid worden van dezelfde verenigingen.¹⁰ Deze professionele bestuurder is in grotere mate afhankelijk van een vorm van bezoldiging, vanwege het ontbreken van een (erf)aandeel in de vennootschap.¹¹ Hierdoor doet met de komst van de professionele bestuurder tegelijkertijd de ‘bezoldigde bestuurder’ zijn intrede.¹²

Ten tijde van de publicatie van het werk van Berle en Means in 1932 is de scheiding van eigendom en zeggenschap bij de grote beursvennootschappen in de Verenigde Staten zo goed als voltooid. Het overgrote deel van de aandeelhouders heeft praktisch geen zeggenschap meer binnen de eigen vennootschap, terwijl degenen die de zeggenschap hebben slechts een verwaarloosbaar aandeel in de vennootschap houden.¹³ De professionele bezoldigde bestuurder is dan al geruime tijd een bekende figuur binnen de grote Amerikaanse beursgenoteerde vennootschap.¹⁴

Duitsland is het enige Europese land waarin de grote industriële ondernemingen zich in ongeveer hetzelfde tempo ontwikkelen als de ondernemingen in de Verenigde Staten. De scheiding van eigendom en zeggenschap voltrekt zich ook daar rond de eeuwwisseling, waardoor de professionele bezoldigde bestuurder vrijwel tegelijkertijd als in de Verenigde Staten zijn intrede doet.¹⁵ In het Verenigd Koninkrijk daarentegen, laat de bezoldigde bestuurder enige tijd op zich wachten. Ondanks de vroege industrialisatie die de ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk doormaken, houdt men daar langer vast aan maatschappen – partnerships – en blijven de familieondernemingen het ondernemingslandschap lange tijd domineren. Pas door een tweede fusiegolf in de jaren '20 van de twintigste eeuw zou de professionele bestuurder ook hier aan het roer komen te staan van de grotere ondernemingen.

10 Aan het begin van de 20^e eeuw schoten de ‘management business schools’ in de Verenigde Staten uit de grond. De eerste business school zag het licht in 1908: de Graduate School of Business Administration van de Harvard University. In 1922 waren er al tien van dergelijke business scholen in de Verenigde Staten.

11 Er waren ook vennootschappen waarbij expliciet het beleid werd gevoerd dat bestuurders tevens aandeelhouders werden van de vennootschap, ook al waren zij niet als aandeelhouder begonnen. Chandler 1977, p. 9/10.

12 Met de ‘bezoldigde bestuurder’ doel ik op de professionele bestuurder die geen aandelen door oprichting of geboorte heeft ontvangen en die primair werkt voor de bezoldiging die hij ontvangt.

13 Berle & Means, p. 89 en p. 117.

14 De professionele bezoldigde bestuurder zoals wij die nu kennen is ontstaan in de Verenigde Staten tijdens en na de Eerste Wereldoorlog. Voor de Eerste Wereldoorlog waren slechts een paar bedrijven zoals de spoorweg- en staalbedrijven dusdanig groot dat de noodzaak voor professionele bestuurders aanwezig was. De meeste ondernemingen werden in die tijd nog steeds gedomineerd door de ‘entrepreneurial families’. Zie o.a. Patton 1961, p. 6.

15 Landry 1995, p. 51/52.

De verschuiving van de zeggenschap van de aandeelhouders naar deze professionele bestuurders werd vertraagd door de zwakke kapitaalmarkten die ervoor zorgden dat de oprichters en eigenaren directe invloed behielden over de door de tweede fusiegolf nieuw gevormde ondernemingen. Pas na de Tweede Wereldoorlog werden de activiteiten van deze ondernemingen meer gecentraliseerd en zou de zeggenschap en dominantie bij de professionele en bezoldigde bestuurders komen te liggen. Engeland was tevens rijkelijk laat met het toelaten van de middenklasse tot de hogere regionen binnen een onderneming. De bestuurlijke functies waren slechts beschikbaar voor degenen die een connectie hadden met de eigenaar(s) van de onderneming of voor degenen die naar de elite-universiteiten waren gegaan.¹⁶

18. De scheiding van eigendom en zeggenschap in Nederland

Ook in Nederland doet de scheiding van eigendom en zeggenschap haar intrede, zij het met tragere tred dan in de Verenigde Staten en Duitsland. De naamloze vennootschappen blijven de eerste jaren van de 20e eeuw nog een meer besloten karakter houden.¹⁷ Een kleine groep aandeelhouders, waarvan het merendeel tevens bestuurder is, heeft het meestal voor het zeggen binnen de onderneming.¹⁸

In de loop der tijd groeien verschillende ondernemingen (door natuurlijke groei of door te fuseren) uit tot een zodanig grote omvang dat ook hier de behoefte ontstaat de waarde van de onderneming te gelde te maken, waardoor de vraag naar professionele bezoldigde bestuurders de kop op steekt. Steeds meer ondernemingen besluiten de stap naar de beurs te zetten, waardoor in Nederland het aantal vennootschappen met een beursnotering en een wijdverspreid aandeelhoudersbestand geleidelijk toeneemt. Hierdoor komen er steeds meer aandeelhouders die steeds minder een band met de onderneming zelf onderhouden.

“In dit stadium heeft een groote ommekeer in de verhoudingen plaats. Onder de aandeelhouders komen er steeds meerdere, die geenerlei anderen band met de vennootschap en haar leiders onderhouden dan dien van het aandeelhouderschap. Velen onder hen hebben zelfs de bedoeling, dien band na korteren tijd, als de koers der aandelen te hunnen gunste varieert, alweer door te snijden. Het grootste deel der aandeelhouders gedraagt zich als geldschietter, als rentetrekker, interesseert zich niet voor het bedrijf der vennootschap, slechts voor haar bedrijfsresultaten, haar uitdeelingen en den koers harer aandelen.”¹⁹

16 Zie Landry 1995, p. 55/56.

17 Nederland kende toen uiteraard de vorm van de besloten vennootschap nog niet. Deze deed pas in 1971 haar intrede.

18 Tekenbroek 1923, p. 75.

19 Polak 1931, p. 16/17.

In tegenstelling tot de oprichters die hun ondernemingen naar de beurs hebben gebracht, zoeken deze beleggers geen vaste stroom van inkomen door de uitkering van dividend. De belegger wil profiteren van koerswinsten. Aangezien de koersen blijven stijgen, zijn beleggers minder geïnteresseerd in middelen om het bestuur te controleren en (zo nodig) te disciplineren. Hierdoor krijgt het bestuur de mogelijkheid de invloed van aandeelhouders binnen de vennootschap te beperken.²⁰

19. De oligarchische erfenis van de bezoldigde bestuurders

De posities van aandeelhouder en bestuurder komen in Nederland steeds meer los van elkaar te staan. Deze tendens wordt verder versterkt door de invoering van oligarchische clausules door het bestuur van de vennootschap. Doordat een verouderde institutionele opvatting wordt gehanteerd die de scheiding tussen het aandeelhouderschap en het bestuurderschap miskent, ontstaat er ruimte voor een ‘*managerial revolution*’,²¹ binnen het ondernemingsrecht in Nederland ook wel de opkomst van de oligarchie genoemd.²²

“De macht van de algemene vergadering van aandeelhouders wordt daardoor in feite geringer, zij verschrompelt ineen tot een formaliteit, het bezoek is uiterst klein, veelal vergaderen bestuurders en commissarissen slechts met hun verwanten, hun personeel, hun juridische, bedrijfseconomische en comptabele raadgevers, een enkelen effectenhandelaar en eenige verslaggevers van dag- en vakbladen. Zodoende worden de bestuurders en commissarissen schijnbaar onbeperkte heersers in de onderneming, zoo ontstaat de oligarchie, onverschillig of die al dan niet in de statuten wordt bevestigd.”²³

De rechten die aan het aandeel verbonden zijn en de medezeggenschap die aandeelhouders daarmee verwerven, zien de bestuurders als een last waarvan zij zich zoveel

20 Frentrop 2002, p. 234. Zie ook Tekenbroek 1923, p. 55: “Het vraagstuk van de verhouding tussen de aandeelhouders en de bestuurders verandert dus met het op- en aflopen der conjunctuur van aspect; in tijden van oplopende conjunctuur is er van belangstelling van de zijde van de aandeelhouders vrijwel geen sprake en berust de macht ongehinderd bij de bestuurders; in tijden van neergaande conjunctuur en van depressie daarentegen leeft de belangstelling van de aandeelhouders op en kan zij aanleiding geven tot een verwoede strijd tussen hen en de bestuurders, waarbij deze laatsten zich doorgaans weten te handhaven.”

21 Lange tijd werd nog uitgegaan van de verouderde institutionele opvatting dat de eigendom en zeggenschap in één hand verenigd waren. Ook de regelgeving omtrent de naamloze vennootschap steunde nog op deze opvatting. Doordat het aandeelhouderschap versplinterde, maar nog wel deze verouderde institutionele opvatting werd aangehangen, ontstond er ruimte voor een ‘managerial revolution’. Zie over deze ‘managerial revolution’ onder meer Burnham 1941.

22 Frentrop 2002, p. 229.

23 Polak 1931, p. 16/17.

mogelijk proberen te ontdoen.²⁴ Het bestuur wil niet overgeleverd zijn aan de willekeur van een toevallig geformeerde meerderheid van een kleine minderheid van alle aandeelhouders op de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: AVA).²⁵ Dit leidt ertoe dat er diverse oligarchische clausules worden ingevoerd. De bestuurders worden hierbij geholpen door het gespreide aandelenbezit en de toegenomen afstand tussen de onderneming en de belegger. Hierdoor neemt de opkomst van aandeelhouders op de algemene vergaderingen af en wordt de macht van de AVA verkleind.²⁶

In Europa zijn de verschillende naties – waaronder Nederland – bovendien bevreesd dat buitenlandse aandeelhouders het voor het zeggen krijgen binnen de grote nationale ondernemingen. Daarom wordt het beperken van de zeggenschap van aandeelhouders eveneens gestimuleerd door de overheden.

Zo werd in 1914, ingegeven door angst voor overnames door buitenlandse partijen en in strijd met het wetsvoorstel van Nelissen uit 1910, de mogelijkheid tot het doen van een bindende voordracht bij het benoemen van bestuurders geïntroduceerd.²⁷ Terwijl in andere landen wordt gekozen voor het invoeren van aandelen met een meervoudig stemrecht, kiest de wetgever in Nederland voor het beperken van het stemrecht van alle aandeelhouders.

Niet iedereen is er overigens van overtuigd, dat de oligarchische clausules worden opgenomen in het landsbelang. Diverse auteurs, waaronder Polak, wijzen erop, dat “de clausule maar al te veel misbruikt wordt om het bestuur tot koning te maken, in plaats van ter handhaving van het nationale belang der naamloze vennootschap”²⁸

De zeggenschap binnen de beursgenoteerde ondernemingen verschuift op die manier nog verder van de aandeelhouders naar de bestuurders.²⁹

“De algemene vergadering is in de praktijk een nietszeggend lichaam, de aandeelhouders zijn zich van hun beheersrechten ternauwernood bewust, zij zien in hun aandeel slechts

24 Tekenbroek 1923, p.7.

25 Voogd 1989 p. 3.

26 Tekenbroek 1923, p. 99.

27 Uit deze tijd stamt de huidige beschermingsconstructie van AkzoNobel. De Stichting AkzoNobel houdt 48 prioriteitsaandelen. Hierdoor is het bestuur van de stichting, dat bestaat uit vier leden van de raad van commissarissen van AkzoNobel, bevoegd tot het nomineren voor benoeming van de leden van de raad van bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel. Daarnaast heeft de houder van deze prioriteitsaandelen het recht wijzigingen van de statuten van AkzoNobel goed te keuren. Zie art. 25.3, art. 32.4 en art. 57.4 van de statuten van AkzoNobel van 2012.

28 Frentrop 2002, p. 234 en 241; Van Hasselt 1919, p. 155/156.

29 Frentrop 2002, p. 234.

een opbrengst-afwerpend fonds, voelen zich veeleer als schuldeiser dan als mede-eigenaar van de vennootschap en de feitelijke macht berust bij de bestuurders.³⁰

Ondertussen ontwikkelt de bestuurder/aandeelhouder zich ook in Nederland geleidelijk tot een professionele bezoldigde bestuurder. De professionele bezoldigde bestuurder erft hierdoor een overweldigende invloed binnen de onderneming, terwijl de aandeelhouders steeds verder van de onderneming af komen te staan.

2.2 Herijking van de winstgerechtigden

20. De gevolgen van de scheiding van eigendom en zeggenschap

Vanaf 1890 neemt de beursgenoteerde vennootschap zowel in Europa als in de Verenigde Staten een vlucht. Door de veranderingen die deze vlucht met zich brengt, komen verschillende, op het oude systeem gebaseerde, fundamentele uitgangspunten – die in die tijd nog fier overeind stonden – onder druk te staan. De scheiding tussen eigendom en zeggenschap vormt aanleiding tot een opleving van de discussie over de diverse gevolgen die deze scheiding met zich brengt. In deze discussie speelt de bezoldiging van bestuurders een steeds prominentere rol.

21. Het eigen belang van Adam Smith

Eén van de vragen die centraal staan in bovengenoemde discussie gaat over wie er gerechtigd zijn tot de winst van de onderneming. Het economisch denken is aan het einde van de negentiende eeuw voornamelijk gestoeld op de opvattingen van Adam Smith.³¹ Waar de economische inrichting ten tijde van het feodale leven rustte op een uitgebreid systeem van bindende gebruiken, rust het economische systeem volgens het gedachtegoed van Adam Smith op het eigen belang, dat slechts in het gareel wordt gehouden door concurrentie en de voorwaarden van vraag en aanbod. Dit eigen belang wordt gezien als de beste garantie voor economische efficiëntie. Uitgangspunt daarbij is dat, zolang het individu beschermd wordt in zijn recht om zowel zijn eigendom te gebruiken zoals hem goeddunkt als de volle vruchten ervan te plukken, er vertrouwd kan worden op zijn verlangen naar persoonlijk gewin – naar winst – als een effectieve prikkel om ervoor te zorgen dat hij efficiënt gebruik maakt van zijn (industriële) eigendom.³²

30 Tekenbroek 1923, p. 99.

31 Smith 1776.

32 Berle & Means 1932, p. 8.

“It is not out of the benevolence of the brewer, the baker or the butcher that we get our daily bread but by their own selfish interest.”³³

Door het beschermen van de eigendomsrechten die zien op de middelen om tot productie te komen, zou het eigen belang van de mens effectief ingezet worden voor het welzijn van de maatschappij.³⁴

22. Een herijking van de functie van winst

De belangrijkste schakel in de aanname dat ieder mens een eigen belang nastreeft, is de honger van de eigenaar naar persoonlijk gewin, naar het maken van winst.³⁵ Volgens de traditionele visie dient de onderneming te worden gedreven ten behoeve van het welzijn van zijn eigenaren (lees: de aandeelhouders). Alle winst die de onderneming zou maken behoort hun toe.³⁶ Het vooruitzicht op winst zorgt er namelijk voor dat (i) een individu zijn rijkdom wil riskeren door het in een onderneming te steken en (ii) dat het tevens de eigenaar een prikkel geeft om de onderneming zo winstgevend mogelijk te maken.

In het geval van de private, gesloten onderneming – de ‘*private enterprise*’ zoals gedreven ten tijde van Adam Smith – lijkt het onderscheid tussen de beide functies van winst niet van belang. Beide functies zijn aanwezig in één persoon: de eigenaar van een private onderneming. Deze ontvangt immers alle winst en vervult zowel de taak van risiconemer als van uiteindelijke bestuurder.³⁷

33 Smith 1776, Boek 1, hoofdstuk 2.

34 Berle & Means 1932, p. 341.

35 “For Adam Smith and his followers, it was possible to abstract one motive, the desire for personal profit, from all the motives driving men to action and to make this the key to man’s economic activity. They could conclude that, where true private enterprise existed, personal profit was an effective and socially beneficent motivating force.” Berle & Means 1932, p. 350. Tegenwoordig is binnen de economie het streven naar winst verbreed en spreekt men over het streven naar nutsmaximalisatie (‘utility maximizing’). Ik kom nog uitgebreid terug op dit onderwerp in hoofdstuk 11.

36 Berle & Means 1932, p. 333.

37 De eigenaar had zowel (i) een belang in de vennootschap, (ii) als de zeggenschap over deze vennootschap en (iii) hij handelde in naam van deze vennootschap. Gedurende de 19e eeuw verschoof de laatste functie van de eigenaar naar een aparte groep, de professionele bezoldigde bestuurders. Vervolgens is ook de tweede functie, het hebben van macht over een vennootschap, los komen te staan van de eerste. De positie van de eigenaar is daardoor beperkt tot het hebben van enkele formele juridische en feitelijke belangen in de vennootschap, terwijl de groep die de zeggenschap heeft in de positie is om de daadwerkelijke, materiële, juridische en feitelijke macht over de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming uit te oefenen. Berle & Means 1932, p. 119/120 en p. 341/342.

In de moderne beursonderneming zijn het echter de aandeelhouders die hun investering riskeren, terwijl de bestuurders de onderneming winstgevend moeten maken. De moderne beursvennootschap heeft de eenheid van wat voorheen werd gezien als ‘eigendom’ vernietigd. Het begrip eigendom wordt vanaf dat moment verdeeld in (i) nominaal eigendom en (ii) de zeggenschap die daarmee gepaard gaat.³⁸ De daadwerkelijke zeggenschap over de productiemiddelen is overgedragen aan een gecentraliseerde groep die de onderneming bestuurt, vermoedelijk, maar niet per definitie noodzakelijk, in het voordeel van de aandeelhouders.³⁹ In 1776 wees Adam Smith reeds een dergelijke rechtsvorm voor het drijven van een onderneming van de hand. In zijn ‘Wealth of Nations’ schrijft hij:

“The directors of such companies [...], being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company. It is upon this account that joint stock companies for foreign trade have seldom been able to maintain the competition against private adventurers.”⁴⁰

Door deze nieuwe situatie wordt men gedwongen zich af te vragen wat de motiveerende kracht is achter de beursgenoteerde onderneming.⁴¹ De scheiding van eigendom en zeggenschap heeft een toestand geschapen waarin de belangen van de

38 Meest fundamenteel van alles is dat de positie van de eigenaar is veranderd van een actieve naar een passieve. In plaats van daadwerkelijke fysieke eigendom te bezitten waarover de eigenaar directe macht kan uitoefenen en waarvoor hij ook verantwoordelijk is, houdt de ‘eigenaar’ nu nog slechts een stukje papier dat enkele rechten en verwachtingen vertegenwoordigt met betrekking tot de onderneming en/of de fysieke goederen – de middelen tot productie – waarin hij een belang heeft. De eigenaar heeft weinig tot geen zeggenschap. Daar tegenover staat dat hij geen verantwoordelijkheid draagt voor de onderneming of de fysieke goederen. Ook de emotionele waarden die normaal gepaard gaan met eigendom, zijn van de eigendom gescheiden. Het kan de eigenaar, los van het inkomen dat ermee wordt verworven, een directe bevrediging geven om fysieke eigendom te hebben en nieuwe producten te creëren. De eigendom gaat daardoor een deel van zijn eigen persoonlijkheid vertegenwoordigen. Met de ‘corporate revolution’ is deze kwaliteit verloren gegaan voor de aandeelhouder, evenals zij door de industriële revolutie verloren is gegaan voor de arbeider. De aandeelhouder is overwegend symbolisch eigenaar geworden, terwijl de zeggenschap, verantwoordelijkheid en inhoud zijn overgegaan op de bestuurders. Zie Berle & Means 1932, p. 6/7 en p. 66/68.

39 Berle & Means 1932, p. 7.

40 Smith 1776, Boek 5, hoofdstuk 1, deel 3, art. 1. De woorden van Adam Smith moeten uiteraard wel in de geest van zijn tijd worden geplaatst.

41 Berle & Means 1932, p. 8/9.

eigenaar en van de uiteindelijke bestuurder uiteen kunnen – en wellicht ook zullen – lopen. Tegelijkertijd ontbreken de nodige ‘*checks*’, die voorheen overbodig waren vanwege de samenvaal van zeggenschapsmacht en economisch voordeel.

De overtuiging overheerst nog steeds dat de onderneming gedreven moet worden in het belang van de eigenaren. Maar is daarvoor enige rechtvaardiging? Mag zonder meer aangenomen worden dat degenen die de zeggenschap binnen de moderne beursvennootschap hebben, ervoor zullen kiezen de onderneming te drijven in het belang van de eigenaren?

23. De uiteenlopende belangen van eigendom en zeggenschap

Volgens Berle en Means hangt het antwoord op deze vraag af van de mate waarin het eigen belang van degenen die de zeggenschap hebben, parallel loopt aan de belangen van de eigenaren en, voor zover ze verschillen, van de controlemogelijkheden die worden uitgeoefend op het gebruik van de macht.⁴²

De aandeelhouder heeft bepaalde goed gedefinieerde belangen bij het drijven van de onderneming, de distributie van inkomsten en de openbare aandelenmarkt. Over het algemeen is het in zijn belang dat de onderneming wordt aangewend om maximale winst te maken in verhouding tot een redelijke mate van risico. Daarnaast is het in zijn belang dat, zolang de continuïteit van het bedrijf dat toestaat, een zo groot mogelijk deel van deze winsten wordt verdeeld en dat niets mag gebeuren waardoor wordt voorkomen dat hij zijn billijke portie van de te verdelen winst ontvangt. Ten slotte is het in zijn belang dat hij zijn aandeel vrijelijk op de markt kan verkopen voor een redelijke prijs.

De belangen van de bestuurders zijn niet zo gemakkelijk vast te stellen. Allereerst dient men zich af te vragen of het voor de hand ligt dat de bestuurders dezelfde belangen hebben als de aandeelhouders. Ligt het voor de hand dat de bestuurders de onderneming zo willen leiden dat de maximale winst wordt geproduceerd met een minimum aan risico? Ligt het voor de hand dat zij deze winsten genereus en redelijk willen verdelen over de eigenaren? En ligt het voor de hand dat ze de marktconditie aantrekkelijk willen houden voor de beleggers? Voordat deze vragen beantwoord kunnen worden, zou eerst het doel van de individuele bestuurder bekend moeten zijn. Pas dan kunnen zijn belangen worden geanalyseerd.

Berle en Means vragen zich openlijk af of men voor de bestuurder datgene moet aannemen wat voorheen werd aangenomen voor de eigenaar van een onderneming, namelijk dat zijn voornaamste doel het behalen van een zo groot mogelijke

42 Berle & Means 1932, p. 121.

persoonlijke winst is. Of is het veeleer zo, dat hij andere doelen najaagt, zoals prestige, macht of bevrediging van persoonlijke ijver?⁴³

Als aan zou worden genomen dat het verlangen naar persoonlijk gewin de primaire motiverende kracht is bij de bestuurder, dan zal men moeten concluderen dat de belangen van de bestuurder verschillen van en soms zelfs tegenovergesteld zijn aan de belangen van de aandeelhouders. Aandeelhouders zijn nadrukkelijk *niet* gebaat bij een naar eigen winst zoekende groep die de zeggenschap heeft. Degenen die de zeggenschap hebben kunnen immers, ook al bezitten ze een (groot) deel van de aandelen, hun eigen portemonnee beter dienen door te profiteren *ten koste van* de onderneming in plaats van door winst te maken *ten behoeve van* de onderneming.

“If such persons can make a profit of a million dollars from a sale of property to the corporation, they can afford to suffer a loss of \$600.000 through the ownership of 60% of the stock, since the transaction will still net them \$400.000 and the remaining stockholders will shoulder the corresponding loss. As their proportion of the holdings decrease, and both profits and losses of the company accrue less and less to them, the opportunities of profiting at the expense of the corporation appear more directly to their benefit. When their holdings amount only such fractional per cents as the holdings of management in management-controlled corporations, profits at the expense of the corporation become practically clear gain to the persons in control and the interest of a profit-seeking control run directly counter to the interest of the owners.”⁴⁴

Indien een bestuurder andere motieven heeft, kunnen de belangen van de aandeelhouder en die van de bestuurder parallel lopen, bijvoorbeeld wanneer de bestuurder prestige zoekt of succes en winst voor de onderneming de maatstaf is voor zijn succes. De belangen van de bestuurders zijn dus niet onder één noemer te vangen.⁴⁵

24. Botsing tussen de juridische en economische visie⁴⁶

Met de scheiding van eigendom en zeggenschap heeft er een ‘Entpersönlichung

43 Berle & Means 1932, p. 121/122.

44 Berle & Means 1932, p. 122.

45 Vooruitlopend op hun tijd vragen Berle en Means zich openlijk af of aandeelhouders wel de echte eigenaren zijn van een onderneming. Als het begrip eigendom breder wordt geformuleerd, zouden volgens hen ook werknemers en andere ‘stakeholders’ daaronder kunnen vallen en kunnen de belangen van bestuurders weliswaar niet parallel lopen met die van de aandeelhouders, maar wel met die van andere *stakeholders*. Berle & Means 1932, p. 119 t/m 125 en ook p. 333.

46 Ik noem in het onderstaande de traditionele opvatting over eigendomsrecht de juridische visie en de traditionele opvatting over winst de economische visie. Hierdoor ontstaat een tegenstelling die niet geheel strookt met de werkelijkheid. Ook de traditionele opvatting over eigendomsrechten is namelijk een theorie (*theory of property rights*) die onder de economische paraplu te scharen valt. Door de ene visie de juridische te

des Eigentums' plaatsgevonden.⁴⁷ Hierdoor wordt niet alleen de aandacht gevestigd op de belangen van bestuurders, maar ontspruit tevens de gedachte dat het voorheen gebezigde doel van de onderneming – het maken van winst voor haar aandeelhouders – is veranderd.⁴⁸ Dit levert nieuwe vragen op: in wiens belang moet de onderneming gedreven worden en wie zijn er gerechtigd tot de winst? Deze vragen leiden tot een herijking van het begrip winst. De discussie die hieruit voortvloeit is van invloed op de kijk op de bezoldiging van bestuurders. In het verlengde van voren genoemde herijking ontstaan aan het einde van de 19e eeuw twee stromingen ten aanzien van (de verdeling van) de winst van de onderneming, waarvan de eerste stroming gebaseerd is op de traditionele opvatting over eigendomsrechten en de tweede stroming gebaseerd is op de traditionele opvatting over winst.

25. De traditionele opvatting over eigendomsrechten

Redeneert men vanuit juridisch oogpunt – vanuit de traditionele opvatting over eigendomsrechten – dan moet alle winst ten goede komen aan de aandeelhouders. Deze opvatting overheerst zowel in Europa als in de Verenigde Staten.⁴⁹ Vanaf de eerste onderneming is de eigenaar gerechtigd tot al hetgeen voortvloeit uit zijn eigendom.⁵⁰ Indien een eigenaar moet betalen voor diensten van anderen om een toename in waarde te creëren, dan worden deze betalingen gezien als kosten.⁵¹ Het surplus dat overblijft na aftrek van de kosten – de winst – komt traditioneel gezien volledig toe aan de eigenaar.⁵² Deze stroming maakt dus onderscheid tussen 'lonen' en 'winst'.⁵³ De aandeelhouders worden gezien als eigenaren van de onderneming en dus gerechtigd tot de winst, terwijl de bestuurders in dienst van de onderneming staan en (slechts) gerechtigd zijn tot het afgesproken (of redelijke) loon. De inkomsten van de bestuurders en de aandeelhouders kennen binnen deze stroming derhalve een heterogeen karakter.

noemen en de andere de economische doel ik echter voornamelijk op het juridische begrip op eigendom en het economische begrip op winst.

47 Rathenau 1918, p. 142.

48 Zie hierover uitvoerig De Jongh 2014, p. 300 e.v.; Berle & Means 1932, p. 119 t/m 125 en ook p. 333.

49 Taussig & Barker 1925, p. 40/41. Overigens met uitzondering van de Engelsen die in deze tijd, onder leiding van Alfred Marshall, geneigd waren voor de hierna te bespreken traditionele opvatting over winst te kiezen.

50 Nog steeds is deze gedachte terug te vinden in de definitie van eigendom zoals we dat binnen het recht kennen, namelijk het recht om over een zaak te beschikken, op de meest volledige wijze te gebruiken, en de vruchten ervan te plukken.

51 Zoals de rentmeester van een vermogen in dienst is van de eigenaren.

52 Berle & Means 1932, p. 334.

53 Volgens deze visie bestaan er derhalve vier 'distributierubrieken'; 'rent', 'interest', 'wages' en 'profit'.

Voorstanders van deze visie zijn onder meer Francis Amasa Walker, Richard Theodore Ely en Henry Rogers Seager.⁵⁴ In deze visie bestaat er voor bestuurders in beginsel geen recht op een deel van de winst op basis van hun bestuurstaak.

26. De traditionele opvatting over winst

Redeneert men niet vanuit de traditionele opvatting van eigendomsrechten, maar vanuit economisch oogpunt – vanuit de traditionele opvatting over winst – dan komt men op een tegenovergesteld standpunt uit. Volgens de traditionele opvatting vertolkt winst twee functies, namelijk (i) winst spoort het individu aan zijn geld in een onderneming te steken en (ii) winst werkt als een prikkel voor het individu om zijn uiterste best te doen de onderneming nog winstgevender te maken. In de moderne beursgenoteerde vennootschap worden deze twee functies vervuld door twee verschillende groepen, respectievelijk de aandeelhouders en de bestuurders. Als de winst alleen ten goede komt aan de aandeelhouders, zoals volgt uit de traditionele opvatting over eigendomsrechten, hoe kan de winst dan zijn beide traditionele economische rollen vervullen?⁵⁵ Moet, indien meer winst zou worden gemaakt dan nodig is om in de toekomst nieuw kapitaal op te halen voor de onderneming, het overige deel van de winst niet gaan naar het bestuur dat immers zorg moet dragen voor de uiteindelijke bedrijfsvoering?⁵⁶ Zal niet het vooruitzicht op het surplus van de winst als een prikkel werken voor bestuurders om efficiënter te werk te gaan?⁵⁷

Deze tweede stroming ziet de winst in essentie als analoog aan lonen en verwerpt iedere poging om de winst van de onderneming te onderscheiden van bijvoorbeeld

⁵⁴ Zie Taussig & Barker 1925, p. 41.

⁵⁵ Als alle winsten naar de aandeelhouders gaan, waar is dan de prikkel voor de bestuurders om de onderneming zo efficiënt mogelijk te drijven? Waarom zouden zij zich meer inzetten dan nodig is om aandeelhouders redelijk tevreden te houden?

⁵⁶ Wat is het voordeel van het toekennen van meer winst aan aandeelhouders dan nodig is om de continue aanvoer van kapitaal en het nemen van risico door (nieuwe) aandeelhouders te verzekeren? Het vooruitzicht van meer winst kan de aandeelhouders namelijk niet aanzetten tot het beter drijven van de onderneming, aangezien de taak niet bij de aandeelhouder maar bij de bestuurder ligt. Deze extra winst lijkt dus geen nuttige economische functie te vervullen. Zie hierover Berle & Means 1932, p. 342.

⁵⁷ Als winst enige invloed kan uitoefenen als motiverende kracht, dan kan men niet anders concluderen dan dat het surplus van de winst beter aangewend kan worden als prikkel voor bestuurders dan deze aan de ‘eigenaren’ van de onderneming uit te keren. Berle & Means 1932, p. 343.

de inkomsten van boeren, advocaten of artsen.⁵⁸ Winst is slechts een van de vele vormen van bezoldiging van onafhankelijke werkers.⁵⁹

De winst die de aandeelhouders toekomt, bestaat uit de uitgekeerde dividenden die zij verkrijgen bovenop hetgeen zij uitgekeerd krijgen ter vergoeding van de (gangbare) rente die zij zouden hebben ontvangen indien zij hun kapitaal aan anderen zouden hebben uitgeleend. Het overige deel van de winst dient de bestuurders toe te komen in de vorm van hun bezoldiging.⁶⁰

“The ‘business profits’ of a corporation are received partly by the stockholders, partly by the executives. What the stockholders get over and above interest (that is, dividends greater than what they could have got by merely lending their capital to others) this is in the nature of profits. But the salaries of the executive managers are also a part of the ‘profits’ – that is, they are part of the earnings of enterprise as well as of management.”⁶¹

Het feit dat de eigenaren en bestuurders verschillende personen zijn, is een bijkomstige omstandigheid. Hetgeen zij samen verdienen is, hoewel het over beide groepen verdeeld wordt, homogeen van karakter. Voorstanders van deze tweede visie zijn onder meer Alfred Marshall, Henry Sidgwick, Joseph Shield Nicholson en Frank William Taussig.⁶²

Indien de traditionele opvatting over winst wordt gevolgd, dan komt men tot de conclusie dat in beginsel slechts een billijke vergoeding voor de investering naar de aandeelhouders zal moeten gaan, terwijl een ander deel van de winst het bestuur ten goede zou moeten komen om ervoor te zorgen dat de onderneming op de meest efficiënte manier gedreven wordt. De aandeelhouders zijn in dat geval verworpen tot ontvangers van de ‘*wages of capital*’. Een conclusie die haaks staat op de conclusie die volgt uit de traditionele opvatting over eigendomsrechten.⁶³

27. De discussie over de bezoldiging van bestuurders komt langzaam op gang

De scheiding van eigendom en zeggenschap en de daaruit voortvloeiende visies op de verdeling van winst zorgen ervoor dat de bezoldiging van bestuurders

58 Voor de volledigheid merk ik op dat met dit voorbeeld bedoeld wordt op de wijze waarop boeren, artsen en advocaten toentertijd inkomsten genereerden. De inkomsten van de boeren waren uiteraard afhankelijk van de oogst. Artsen en advocaten hadden een eigen praktijk en waren – wat hun inkomsten betreft – afhankelijk van de omzet die zij draaiden (en de kosten die zij maakten).

59 Taussig & Barker 1925, p. 40-42. Winsten zijn weliswaar een eigenaardige vorm van lonen, maar ze zijn niet sui generis.

60 Taussig & Barker 1925, p. 40-42.

61 Taussig & Barker 1925, p. 41/42.

62 Taussig & Barker 1925, p. 40-42. Zie ook Giddings 1887, p. 367-376.

63 Berle & Means 1932, p. 334.

onderwerp van discussie wordt. De primaire vraag die gesteld wordt, is of de bestuurders op basis van hun bestuurstaak aanspraak kunnen maken op een deel van de winst. Omdat zowel in Europa als in de Verenigde Staten de traditionele opvatting over eigendomsrechten de heersende visie is, wordt deze vraag in de praktijk ontkennend beantwoord. Hieruit volgt echter niet dat de discussie over het gebruiken van winstdelingen ten behoeve van het bestuur beëindigd is. Ook als aandeelhouders uiteindelijk gerechtigd zijn tot de winst kunnen zij er immers voor kiezen om bestuurders met een deel van deze winst te belonen.

In de Verenigde Staten lijkt een keuze voor ofwel de juridische visie ofwel de economische visie hand in hand te gaan met een voorkeur voor het wel of niet toepassen van winstdelingen binnen de onderneming. Diverse voorstanders van de traditionele opvatting over eigendomsrechten, waaronder de hierboven aangehaalde Richard T. Ely, hebben weinig fiducie in winstdelingen als oplossing voor mogelijke problemen tussen aandeelhouders en bestuurders.⁶⁴ De aanhangers van deze stroming spreken zich dan ook uit tegen het toekennen van winstdelingen aan bestuurders.

“Neither historical study nor theoretical analysis of profit sharing furnishes reasonable ground for the belief that this method of industrial remuneration will ever play an important part in solving the modern labor problem.”⁶⁵

Gedreven door een meer economische gedachtegang pleiten enkele aanhangers van de traditionele opvatting over winst, zoals bijvoorbeeld Frank William Taussig, voor nader onderzoek om te kijken in hoeverre winstdelingen ten behoeve van bestuurders van belang kunnen zijn voor de onderneming.⁶⁶ De bezoldiging van bestuurders begint in de Verenigde Staten daardoor langzaam onderwerp van discussie te worden.

64 Zij hebben overigens evenmin fiducie in winstdelingen voor het oplossen van problemen tussen bestuurders en gewone werknemers.

65 Ely e.a. 1926, p. 462.

66 Zie onder andere Taussig & Barker 1925, p. 1-51.

Bezoldiging voor de ‘Grote Oorlog’

28. De bezoldiging van bestuurders voor de Eerste Wereldoorlog

Theoretisch gezien zijn aandeelhouders zowel in Europa als in de Verenigde Staten in beginsel gerechtigd tot de winst van de onderneming, terwijl de bestuurders (eventueel) recht hebben op loon. Opmerkelijk is dat, uit één van de weinige bekende onderzoeken naar de bezoldigingspraktijk, gedaan door Taussig en Barker ten tijde van de eerder genoemde discussie, blijkt, dat er ondanks de theoretische harmonie vóór het uitbreken van de Eerste Wereldoorlog een groot verschil bestaat tussen de bezoldigingspraktijk op het Europese continent en in de Verenigde Staten.¹

29. Europa

Op het Europese continent bestaat al geruime tijd de praktijk bestuurders te bezoldigen zowel met een vast salaris als winstdelingen: de zogenaamde tantièmes. Ondanks de heersende leer dat aandeelhouders in theorie gerechtigd zijn tot de winst, wordt aan de bestuurders in de praktijk dus in de regel een deel van de winst toegekend.

Het toekennen van tantièmes komt overal voor in Europa.² Op het continent worden tantièmes uitgekeerd zowel bij de industriële ondernemingen als bij banken en verzekeringsmaatschappijen. In het Verenigd Koninkrijk ziet men het gebruik van tantièmes niet zozeer bij deze laatste groep, maar neemt bij de industriële ondernemingen een vorm van winstdeling analoog aan de tantièmes van het vaste land een aanzienlijke vlucht.³

1 Taussig & Barker 1925, p. 1-51. Taussig en Barker hebben een van de weinige onderzoeken naar de bezoldigingspraktijken van bestuurders voor de Eerste Wereldoorlog verricht. Zij keken naar 442 ondernemingen in de Verenigde Staten en naar de bezoldigingspraktijk in Europa.

2 “In essentials the tantieme system seems to be the same throughout the Continent. It is found not only in Germany, but in Austria, the Scandinavian countries, Holland. It is equally prevalent in France, Belgium, Italy.” Taussig & Barker 1925, p. 45.

3 Daarbij dient te worden opgemerkt dat de ‘*corporate organization*’ in die tijd nog niet zo wijdvertakt was in het Verenigd Koninkrijk, als bijvoorbeeld in Duitsland of de Ver-

Onduidelijk is waar het gebruik van tantièmes in Europa precies zijn oorsprong heeft.⁴ Informele vormen van winstdelingen zijn erg oud. De Franse econoom en staatsman Anne-Robert-Jacques Turgot die in dezelfde tijd leefde als Adam Smith schreef als een van de eerste auteurs over de theorie van het delen van de winst.⁵ In de literatuur wordt verder verwezen naar de ondernemer Leclaire uit Parijs, die vanaf 1842 als eerste werkgever systematisch gebruik is gaan maken van het bezoldigen met tantièmes, niet alleen van de besturende partners, maar ook van de werknemers.⁶

Leclaire had halverwege de 19^e eeuw een schildersbedrijf. Op 15 februari 1842 openbaarde Leclaire een door hem opgesteld plan om de winsten van zijn onderneming te delen met zijn werknemers. In het begin kreeg het plan veel weerstand omdat de werknemers wantrouwig waren. Iedere vorm van wantrouwen verdween toen Leclaire aan het einde van het eerste jaar alle vierenveertig participanten verzamelde, op tafel een zak met elfduizend achthonderd en achtenzestig gouden francs gooide en ieder zijn deel uitbetaalde. Ieder deel was gebaseerd op het loon dat ieder dat jaar verdiend had. Daarbij zij opgemerkt dat de lonen die Leclaire betaalde, ook zonder de eventuele tantième aan het einde van het jaar, even hoog of zelfs hoger waren dan die gemiddeld betaald werden voor dezelfde functies in Parijs.

Waarom het bezoldigen met tantièmes zo wijdverbreid is geraakt over heel Europa, is niet duidelijk. De achterliggende reden voor het bezoldigen van bestuurders met tantièmes blijft daardoor giswerk. Mogelijkerwijs ziet men het tantième als een soort extra dividend voor de actieve vennoot.⁷ Het tantième ontvangt de bestuurder/aandeelhouder voor zijn aandeel in het bestuur. Het dividend ontvangt de bestuurder/aandeelhouder voor zijn aandeel in de onderneming. Aangezien de actieve vennoot van oudsher vaak de (financiële) verantwoordelijkheid draagt voor het onderhouden van de familie, ontvangt hij naast een tantième een minimaal vast bedrag om in de basisbehoeften van de familie te kunnen voorzien. Ook kan het zijn dat de vennoten weinig financieel risico willen lopen door een hoog vast salaris vast te stellen voor de bestuurder en in plaats daarvan de inkomsten voor de

enigde Staten. Ook leefde de studie Economie in mindere mate in Engeland, dan in bijvoorbeeld de Verenigde Staten en Duitsland. De banden tussen de auteurs in de Verenigde Staten en Duitsland waren dan ook beter dan de banden tussen de auteurs van de Verenigde Staten en Engeland. Zie Coats 1961, p. 191-194.

4 De naam tantième komt uit het Frans en betekent letterlijk 'het zoveelste deel'.

5 Zie onder andere Ely e.a. 1926, p. 462.

6 Zie Burritt e.a. 1918, p. 124; Zie ook Ely e.a. 1926, p. 462.

7 In dat geval zou de visie op de bezoldiging van bestuurders van oorsprong meer in lijn liggen met de visie van Taussig e.a., namelijk dat de winst analoog is aan lonen.

inspanningen van de bestuurder – op dezelfde wijze als bijvoorbeeld de oogst bij boeren – af te laten hangen van de winst.⁸

De praktijk van het belonen met een beperkt vast salaris en tantièmes blijft men ook onder de veranderende omstandigheden in de 20^e eeuw voortzetten. De bestuurders die niet via familiebanden een positie in het bestuur hebben verworven, worden in Europa zowel met een vast salaris als met tantièmes bezoldigd.

Het vaste salaris van de bestuurders in Europa is, conform Amerikaanse maatstaven, bescheiden en moet meer gezien worden als een gegarandeerd minimum voor het type werk dat de bestuurder verricht.⁹ Het dient voldoende te bedragen:

“as to enable a man to live decently according to the standard of the social stratum to which he presumably belongs.”¹⁰

Bovenop het vaste salaris komen vervolgens de (voorwaardelijke) tantièmes, die aanzienlijk kunnen zijn.¹¹

Bij de grotere ondernemingen krijgt niet alleen de ‘bestuursvoorzitter’ tantièmes, maar delen ook andere personen met een hoge functie binnen de onderneming mee in de winst.¹² Daarnaast ontvangt – indien aanwezig – ook de raad van commissarissen tantièmes, die hij mag verdelen onder zijn leden.¹³

Het tantième bedraagt in de regel een percentage van de nettowinst van de onderneming.¹⁴ Deze nettowinst bestaat uit het bedrag dat overblijft nadat alle operationele kosten betaald zijn (inclusief de rente op geleend kapitaal).¹⁵ Een typische verdeling ziet er als volgt uit: van de nettowinst (i) komt een deel ten

8 Aangezien de bestuurder zijn meeste inkomsten verwierf door zijn aandeelhouderschap ligt het niet voor de hand dat het gebruik van tantièmes oorspronkelijk primair bedoeld was voor het motiveren van de bestuurder om zich in te spannen voor de onderneming.

9 “Naturally, it is larger for a great concern than for a small one; larger, too, where special equipment or capacity is required. But it is deliberately kept at a modest figure. It is a sort of guaranteed minimum for the particular kind of work.” Taussig & Barker 1925, p. 44.

10 Taussig & Barker 1925, p. 45.

11 “If the concern is highly profitable, the executive not merely earns a living, but ‘makes money’.” Taussig & Barker 1925, p. 44.

12 Denk bijvoorbeeld aan de vicepresidenten binnen de onderneming.

13 De raad van commissarissen ontving vaak 5%. Steinitzer windt zich op over het feit dat er naast de bestuurders ook vele andere personen zijn die, zonder enige noemenswaardige inspanning, tantièmes toegeschoven krijgen. Zie Steinitzer 1908, p. 138 e.v.

14 Het was gebruikelijk rond de 5% van de nettowinst toe te kennen aan de bestuurder(s).

15 Aangezien voorheen nog wel onduidelijkheid bestond over het bedrag waarover de tantièmes dienden te worden berekend, werd in Duitsland in 1897 voor het eerst een regeling opgenomen over de bezoldiging van bestuurders. In § 237 HGB werd bepaald dat het tantième van het bestuur berekend diende te worden op basis van de nettowinst nadat alle afschrijvingen en reserves zijn verrekend.

goede aan de reserves van de onderneming (meestal totdat de reserves 10% van het totale kapitaal bedragen), (ii) wordt een dividend van (circa) vier procent uitgekeerd aan de aandeelhouders, (iii) wordt vijf procent van de overgebleven winst als tantième uitgekeerd aan de bestuurder of bestuurders, (iv) wordt een andere vijf procent uitgekeerd als tantième aan de raad van commissarissen en (v) wordt de rest ten slotte uitgekeerd aan de aandeelhouders als ‘superdividend’.¹⁶

30. Verenigde Staten

In tegenstelling tot in Europa ontvangen de bestuurders in de Verenigde Staten in de regel slechts een vooraf overeengekomen vast salaris, zonder een vorm van bonus of winstdeling.¹⁷

“[...] payments additional to the stated salary and based on the net earnings are universal in Continental Europe. They are frequent also in British manufacturing industries. It is familiar that in the United States no such system is in general use.”¹⁸

In de Verenigde Staten is de winst dus – conform de traditionele opvatting over eigendomsrechten – daadwerkelijk voorbehouden aan de aandeelhouders. De bezoldiging van bestuurders is derhalve stabiel en wordt behandeld als een regulier salaris, gelijk aan het salaris van de gewone werknemer. In vergelijking met het niveau van het vaste salaris in Europa, is het salaris van de bestuurder in de Verenigde Staten genereus.¹⁹

Opvallend is, dat ook in het geval de bestuurder nog grotendeels aandeelhouder is van de onderneming, de salarissen op dezelfde manier worden vastgesteld als in de ondernemingen waar sprake is van een scheiding tussen het bestuur en de

16 Taussig & Barker 1925, p. 42/43.

17 Van de 442 ondernemingen in de Verenigde Staten die Taussig en Barker onderzochten: “No more than 5 per cent of all appeared to have a regular method for extra compensation. These were almost wholly the larger corporations. Four per cent reported irregular payments, made apparently without system. Still another 4 per cent reported an occasional payment of a lump sum. Including all cases, the whole number reporting extra compensation for management was but 13 per cent.” Taussig & Barker 1925, p. 29.

18 Taussig & Barker 1925, p. 28.

19 Landry 1995, p. 24. De gewoonte om een bestuurder met een vast salaris te bezoldigen in de Verenigde Staten ziet men al terugkomen bij de ‘Railroads’. De spoorwegen waren de eerste ondernemingen in de VS waarin bestuurders buiten de directe kring van investeerders aangenomen moesten worden, omdat de hoeveelheden kapitaal en toezicht die nodig waren een gewone bedrijfsvoering te buiten ging. Toen de spoorwegen vanaf 1840 uit begonnen te breiden, creëerden de initiële investeerders verschillende lagen van managers om tegemoet te komen aan de eisen van hun geografisch wijdverspreide onderneming. Deze managers kregen naast bijna volledige autonomie over hun regio, tevens een vast salaris. Landry 1995, p. 7 en 27-32.

aandeelhouders.²⁰ De gewoonte om met een vast salaris te bezoldigen is derhalve wijdverbreid in de Verenigde Staten. De omissie van winstdelingen is op zijn minst opmerkelijk te noemen gezien de door Taussig gelauwerde 'American principles of individualism'. Juist vanwege het feit dat het individualisme hoogtij viert in de Verenigde Staten vinden Taussig en Barker het opmerkelijk dat de individuen aan de top niet meedelen in de winsten die zij mede helpen creëren. Desalniettemin staat de bezoldiging van bestuurders in de Verenigde Staten voor de Eerste Wereldoorlog in zijn geheel los van de winst.²¹

Naast de verschillen in bezoldigingspraktijk, kent men tussen Europa en de Verenigde Staten ook een verschil in de wijze waarop de aanstelling van de bestuurder is geregeld. In Europa wordt alles schriftelijk vastgelegd, waarbij ook een aanstellingstermijn (van meestal vijf jaren) wordt opgenomen.²² In de Verenigde Staten – daarentegen – is het overeenkomen en schriftelijk vastleggen van een termijn niet gebruikelijk. Hierdoor gaat een bestuurder weliswaar een contract aan voor onbepaalde tijd, maar kan hij gemakkelijker worden ontslagen.²³

-
- 20 Zie Walker 1887, p. 274. Zie ook Taussig en Barker 1925, p. 28. "these owner-managers allow themselves salaries in the same way as if they were quite distinct from the owners. These salaries, too, are firm year after year, and exhibit the same regularity, size for size, as under other conditions of ownership. Consciously or unconsciously the managers, even when they are owners, seem to recognize a distinction such as so many economists make between wages of management and 'pure profits'."
- 21 De Amerikaanse praktijk was dus gebaseerd op de dualistische visie en niet op de monistische visie van winst.
- 22 In Duitsland was de vorm van dergelijke contracten voor alle 'Aktiengesellschaften' zelfs nagenoeg uniform.
- 23 De aanstelling was "in a rough way, [...] on good behavior; the appointment is understood, whatever the exact legal relation, to last indefinitely. Yet it is subject to change at short notice if the stockholders (that is, the directors) become dissatisfied. The Continental contract, on the other hand, is elaborately and carefully drawn, and provides unequivocally, not only for the salary, but for the tantième." Taussig & Barker 1925, p. 44/45. Opgemerkt dient te worden dat ook in Europa de bestuurder, ondanks zijn schriftelijke aanstelling, te allen tijde kon worden ontslagen. Zie voor Nederland bijvoorbeeld het toen geldende art. 44 WvK, waarin expliciet opgenomen was dat de bestuurders niet onherroepelijk mochten worden aangesteld. Ook uit het feit dat een ontslagvergoeding aangepast moest kunnen worden blijkt duidelijk de wens van de wetgever dat bestuurders te allen tijde ontslagen moesten kunnen worden door de AVA. Een ontslagvergoeding mocht niet in de weg staan aan de wil van de AVA om een bestuurder te ontslaan. Halverwege de jaren '30 zou het ook in de Verenigde Staten staande praktijk worden om de aanstelling van bestuurders in een contract op te nemen. "The executive head of a large corporation might formerly have been content to serve from year to year on a salary fixed at the beginning of each year by simple resolution of the directors. Today, he is likely to ask for a carefully prepared contract giving him several years' tenure [...]." Washington 1940, p. 35.

31. De Amerikaanse visie op het verschil in bezoldigen

Hoewel de bezoldigingspraktijk in Europa en de VS verschilt, merken Taussig en Barker op dat het theoretische verschil tussen Europa en de Verenigde Staten in de praktijk niet zo groot is. De bestuurder is in Europa weliswaar direct afhankelijk van de verdiensten van de onderneming, maar de Amerikaanse bestuurder is evenmin geheel onafhankelijk van het wel en wee van zijn onderneming. In veel gevallen heeft de bestuurder in die tijd nog direct of indirect een aandeel in de onderneming, maar ook als hij geen aandeelhouder is, is zijn economische positie niet volledig onafhankelijk van de netto-inkomsten van de onderneming. Zijn aanstelling noch zijn salaris zijn immers absoluut en onvoorwaardelijk. Beide hangen af van zijn ‘good behavior’.

“Tho he is given time to show what he can do, there is a limit. He must make money for the corporation, and must make it on a scale corresponding to his salary; otherwise, sooner or later, he must go. In the long run, and in the last analysis, he is in a de facto profit-sharing position. At bottom his case is not entirely unlike that of the Continental executive with his *tantième*.”²⁴

Ook de Amerikaanse bestuurder zit volgens Taussig en Barker op de lange termijn de facto dus in een winstdelende positie, onder meer vanwege de kans op ontslag bij onderpresteren.²⁵

32. Leiderschap boven bezoldiging

De manier van bezoldigen lijkt volgens Taussig en Barker ook geen invloed uit te oefenen op de efficiëntie van de industrie. Sterker nog, ondanks de afwezigheid van een door winstdelingen gedreven bedrijfsvoering ligt de efficiëntie van arbeid en kapitaal in die tijd hoger in de VS dan waar ook ter wereld. Deze algemene superioriteit heeft volgens Taussig en Barker te maken met het betere leiderschap van de Amerikaanse bestuurders en niet met de wijze van bezoldigen.²⁶ Zij zien de Amerikaanse samenleving als vruchtbare grond voor de ontwikkeling van deze krachtige en succesvolle bestuurders.

“The pervading spirit is alert and eager, one of perpetual competition and unceasing technical and business progress. No doubt the money-making spirit is carried to the

24 Taussig & Barker 1925, p. 48.

25 Taussig en Barker benadrukken hier impliciet dat een winstdeling minder noodzakelijk is wanneer de mogelijkheid tot ontslag bij wanprestatie reëel is.

26 De in de Verenigde Staten in overvloed aanwezige natuurlijke hulpbronnen waren hiervoor slechts gedeeltelijk verantwoordelijk, aldus Taussig & Barker 1925, p. 49.

extreme, and is not altogether amiable or admirable; but it is there. All the emulation of the business class, its standards of success and achievement, cause the corporate manager, no less than the independent business man, to run his concern at his best pace. And there is something more. [...] the incorporated manufactures, of small and large size, show in the main a single-minded devotion by the managers and directors to the interests of their stockholders. There is commonly pride in the success of the concerns as such, a spirit not entirely selfish. The managing head does not need to be regularly bribed in order to make things go well, or regularly docked to prevent them from going ill. On the whole and in the end, he may rely on being paid in proportion to his services. It is part of the American tradition to pay very high salaries – much larger than are known in Europe – to men of very high ability. The executive may be content to bide his time, assured that sooner or later he will receive remuneration, in his present position or in some other, on the basis of his achievement. And he is relieved of a certain uneasiness, and of any temptation to follow a cheese-paring policy. He is free to develop large plans and to wait for ultimate results.”²⁷

De Amerikaanse bestuurder voert de onderneming in het belang van de aandeelhouders vanwege een gedeelde trots in het succes van de onderneming, aldus Taussig en Barker. De bestuurder is niet louter gericht op zijn eigen belang en het bestuur hoeft niet regelmatig omgekocht te worden om zijn taken goed uit te voeren. Daar komt bij dat, ondanks de afwezigheid van winstdelingen en bonussen in de VS, de Amerikaanse bestuurder erop kan vertrouwen dat hij, vroeg of laat, bezoldigd wordt naar zijn verdiensten. Hierdoor is hij verlost van een zekere onbehaaglijkheid en van enige verleiding om een beleid van winstdeling te volgen en is hij vrij om grote plannen te ontwikkelen voor de lange termijn en te wachten op de uiteindelijke resultaten. Een vrijheid die een bestuurder blijkbaar niet heeft of zichzelf niet gunt wanneer hij direct participeert in de winst.

33. De Amerikaanse bestuurder acht winstdeling niet nodig

Uit het onderzoek van Taussig en Barker komt tevens naar voren dat de Amerikaanse bestuurders zelf ten tijde van het onderzoek geen noodzaak zien in het introduceren van tantièmes om zodoende bestuurders te motiveren zich in te spannen ten behoeve van het succes van de onderneming.²⁸

27 Taussig & Barker 1925, p. 50.

28 “We asked still another question bearing upon corporate management: “Has the corporate form brought about a change in the relations and interests of the managing heads affecting their efficiency and enterprise, leading to increase ... decrease ... no change ... ?” The answers were almost entirely “no change.” Not one marked “decrease,” a very few marked “increase.” These answers of course represent a certain bias. The persons who made them, executives themselves, were naturally disposed to think and say they were doing their utmost. Yet with every allowance for this bias it is striking that not a single

“We note here that not only is a system like that of the European tantièmes very rare, but that our business heads themselves believe the present corporate methods, including the payment of fixed salaries for management, to have changed in no way the managers’ interest in the success of business.”²⁹

Ook bij de schaarse ondernemingen die wel gebruik maakten van een vorm van variabele beloning blijken bonussen geen belangrijke rol te spelen in het motiveren van bestuurders.

“[...] managers saw the bonus plan mainly as a way for the corporation to adjust their salaries to prevailing business conditions. They did not see it as a stimulus to cooperative thinking or to extra diligence.”³⁰

34. Pleidooi voor verder onderzoek

Taussig en Barker achten desalniettemin verder onderzoek naar winstdelingen de moeite waard. Aan het begin van de twintigste eeuw ziet men de tendens dat personen steeds meer beloond worden op basis van hun efficiëntie, hun bijdrage aan productie. Aangenomen wordt nog steeds dat iemand die werkt voor zijn eigen onderneming in beginsel efficiënter te werk gaat, dan degene die op basis van een salaris wordt ingehuurd. Het feit dat de grote naamloze vennootschap met de bezoldigde bestuurder aan belang gewonnen heeft, wijst er echter op dat deze vorm toch bepaalde voordelen heeft die opwegen tegen bovengenoemd nadeel.³¹ De afwezigheid van het directe persoonlijke belang van de bezoldigde bestuurder blijven Taussig en Barker als een potentieel nadeel zien voor het welslagen van de onderneming.

“Does not the tantième system offer a middle course, combining the advantages of corporate organization with the stimulus of individual interest?”³²

Ondanks de afwezigheid van een noodzaak om winstdelingen in te voeren, is het volgens Taussig en Barker goed te onderzoeken of er niet nog betere resultaten behaald kunnen worden als er een meer direct verband bestaat tussen de inkomsten

answer suggested that a system of compensation based on a percentage of earnings might result in increased effort and enterprise.” Taussig & Barker 1925, p. 29.

29 Taussig & Barker 1925, p. 29/30.

30 Landry 1995, p. 101.

31 Taussig & Barker 1925, p. 49. “If the corporation none the less has displaced the firm, it must be because it has some offsetting advantages: not only those of limited liability and legal simplicity, but of permanence and continuity, and the potentiality of vast capital and indefinite expansion.”

32 Taussig & Barker 1925, p. 49.

van de bestuurder en het succes van de bestuurder. Is het immers niet mogelijk dat het gebruik van een vast salaris simpelweg voortkomt uit het vasthouden aan een gewoonte in plaats van dat het de resultante is van een nauwkeurig afwegingsproces van de alternatieven?³³

Volgens Taussig en Barker is een vorm van winstdeling niet zozeer nodig voor de grote beursgenoteerde ondernemingen, maar kan het wellicht van pas komen voor de middelgrote ondernemingen.

"They cannot command the services of the outstanding business leaders, the rare few who have an unquestionable genius for organization and management. They must be content with intelligent, solid, prudent executives, who in the main follow those in the foremost rank. Might they not follow faster, be more on their toes, if there were a clear, immediate relation between their earnings and the net earnings of their concerns? A strong sense of duty and a pride in performance are not inconsistent with a lively interest in one's own advancement. Is it clear that our practice of a long-postponed and uncertain adjustment of salaries to results is better than the more direct relation that prevails on the Continent?"³⁴

35. De functie van bezoldiging voor de Eerste Wereldoorlog

Zowel in Europa als in de Verenigde Staten leeft de overtuiging dat de bezoldigde bestuurder minder goed zou presteren dan de bestuurder die een aanzienlijk aandeel houdt in de onderneming. Ondanks deze algemene aanname schitteren winstdelingen en andere bonussystemen door afwezigheid aan de andere kant van de Atlantische oceaan. Het ontbreken van winstdelingen in de Verenigde Staten is op zijn minst opmerkelijk te noemen. Van onbekendheid met het fenomeen kan namelijk geen sprake zijn. Eén van de weinige ondernemingen die in 1902 een bonussysteem heeft ingevoerd, de door fusies gevormde U.S. Steel, kreeg ruime aandacht in de pers voor haar bonussysteem.³⁵ De afwezigheid van dergelijke bonussystemen komt vermoedelijk voort uit het feit dat men simpelweg niet bijzonder verontrust was dat bestuurders zich niet in zouden zetten voor de belangen van de eigenaren. De bevindingen van Taussig en Barker bevestigen dit beeld. In die tijd was men ervan overtuigd dat een hoog vast salaris en het prestige dat voortvloeide uit de positie van bestuurder voor voldoende motivatie zouden zorgen.³⁶ Het belang van de bestuurder ligt bij het succes van de onderneming, waardoor een systeem van winstdeling voor bestuurders niet noodzakelijk wordt geacht.

33 Taussig & Barker 1925, p. 50/51.

34 Taussig & Barker 1925, p. 52.

35 Landry 1995, p. 58.

36 "If companies had worried about executive's motivation, they would have adopted the incentives soon after replacing owners with hired managers." Landry 1995, p. 58.

Een andere mogelijke reden is dat de aandeelhouders weliswaar weinig vertrouwen hebben in de persoonlijke integriteit van bestuurders, maar dat zij volledig vertrouwen op het toezicht op de bestuurders. Aandeelhouders verkiezen een directe vorm van monitoring boven een indirecte vorm zoals het invoeren van bonussen. Het toezicht dat gehouden wordt door bankiers zoals J.P. Morgan, zorgt ervoor dat het bezoldigen van bestuurders door middel van winstdeling niet nodig wordt geacht.³⁷ De validiteit van dit argument wordt versterkt doordat vormen van winstdelingen pas worden ingevoerd in de Verenigde Staten vanaf het moment dat het toezicht door deze bankiers en andere vertegenwoordigers van de aandeelhouders afneemt in de jaren 1910 – 1920 en de kapitaalmarkten verbeteren zodat bestuurders de bovenhand krijgen in hun relatie tot de aandeelhouders. Daarbij moeten de belangen die bestuurders zelf hebben bij de invoering van bonusplannen niet worden onderschat. In de loop der tijd winnen bestuurders aan onderhandelingsmacht ten opzichte van de beleggers, zowel door de eerder genoemde toename in beschikbaar kapitaal als door het groeiende culturele prestige van de bestuurder. De wijze waarop de bonusplannen worden ingevoerd, evenals de structuur van de bonusplannen suggereren dat het wegvallen van effectieve monitoring van de bestuurders niet de enige of primaire reden is voor het verspreiden van deze bezoldigingsplannen.³⁸ De toenemende macht van bestuurders zorgt ervoor dat zij meer in staat worden gesteld te eisen bezoldigd te worden met een vorm van variabele beloning naast een vast salaris.

De functie van bezoldiging in de Verenigde Staten blijft tot de Eerste Wereldoorlog in ieder geval beperkt. Een bestuurder ontvangt een vaste vergoeding voor zijn inspanning. Indien de bestuurder niet conform zijn salaris presteert, wacht hem ontslag. Presteert de bestuurder beter, dan wacht hem uiteindelijk opslag. Bezoldiging doet derhalve voornamelijk dienst als compensatie voor de inspanningen en tijd van de bestuurder.

De bezoldigingspraktijk in Europa is opmerkelijk, omdat het bezoldigen van bestuurders met tantièmes universeel wordt toegepast, hoewel men daar theoretisch van mening is dat alle winst behoort toe te komen aan de aandeelhouders. Een duidelijke achterliggende reden hiervoor is niet vast te stellen. Wellicht is de

37 De fusies werden begeleid door zakenbankiers, waarvan J.P. Morgan de bekendste is. Deze bankiers verkochten tevens de aandelen van de nieuw gevormde vennootschappen aan het grote publiek. Zelf namen zij zitting in de board of directors om erop toe te zien dat de fusie een succes werd. Het succes van de zakenbankier was in die tijd nog volledig afhankelijk van de betrouwbaarheid van zijn naam. Hierdoor hadden deze bankiers een prikkel goed toezicht te houden in het belang van de aandeelhouders. Omdat de ‘investment bankers’ die de fusies tot stand hadden gebracht bovenal stabiliteit wilden, zochten zij gedisciplineerde en ethisch hoogstaande personen in plaats van energieke risicozoekende entrepreneurs om de nieuw gevormde vennootschappen te leiden.

38 Landry 1995, p. 59.

BEZOLDIGING VOOR DE 'GROTE OORLOG'

praktijk om in Europa te bezoldigen met tantièmes voortgekomen uit een vorm van gewoonte die werd toegepast ten tijde van de familievennootschappen, zoals de praktijk in de Verenigde Staten om bestuurders slechts met een vast salaris te bezoldigen ook voortkomt uit traditie. Het verschil in bezoldigingspraktijk voor de Eerste Wereldoorlog tussen Europa en de Verenigde Staten is op zijn minst opvallend te noemen. De functie van de bezoldiging van bestuurders in Europa lijkt zich voornamelijk te richten op 'compensatie' en 'kostenefficiëntie'. Een bestuurder ontvangt een minimale vergoeding voor het levensonderhoud van hem en zijn familie voor de inspanning die hij verricht (compensatie). Of een bestuurder verder nog iets verdient, hangt af van de 'oogst'. Valt deze tegen dan zit de onderneming niet met hoge salariskosten. Valt de oogst mee, dan profiteert ook de bestuurder van de winst die de onderneming maakt.

Bezoldiging na de Eerste Wereldoorlog

4.1 De functie van bezoldiging na de Eerste Wereldoorlog

36. De opkomst van winstdelingen in de Verenigde Staten

De discussie over winstdelingen woedt verder in de Verenigde Staten en na de Eerste Wereldoorlog krijgen winstdelingen dan eindelijk voet aan wal.¹ Variabele beloningsvormen raken – voornamelijk in de vorm van ‘profit sharing’ – steeds meer in trek in de Verenigde Staten. Hoewel deze tendens zich uitstrekt over de gehele onderneming, zijn het vooral de bestuurders die van deze vorm van bezoldiging profiteren.² Onder aanvoering van Frederick Taylor wordt in die tijd gepleit voor het invoeren van variabele beloningen voor werknemers om hun individuele prestaties te verbeteren.³ Opmerkelijk genoeg is de reden voor de invoering van winstdelingen voor bestuurders niet primair te herleiden tot de wens de motivatie en inspanning van bestuurders te verbeteren, maar voeren andere redenen de boventoon.

37. Bonussen ter bevordering van de samenwerking en saamhorigheid

De toename in het gebruik van winstdelingen heeft alles te maken met de ontwikkelingen die de grote ondernemingen in de Verenigde Staten doormaken. Steeds meer komen deze ondernemingen, die veelal door fusies gevormd zijn, onder een centraal gezag te staan.⁴ Hierdoor winnen samenwerking en het gevoel gezamenlijk voor één onderneming te werken aan belang. Het toekennen van een deel van de winst zou weleens hét instrument kunnen zijn om een gevoel van saamhorigheid te bewerkstelligen, zo wordt gedacht, waardoor de belangstelling voor dit onderwerp

1 Rond de eeuwwisseling zijn er al enkele ondernemingen, zoals Bethlehem Steel, die een vorm van winstdeling kennen, maar na de Eerste Wereldoorlog worden winstdelingen pas voor het eerst op grote schaal toegepast.

2 Landry 1995, p. 109.

3 Zie het werk van Taylor uit 1911: *Principles of Scientific Management*. In Europa begonnen rond deze tijd denkers als Henri Fayol en Max Weber het functioneren van het bestuur van ondernemingen te onderzoeken. In de Verenigde Staten kregen deze Europese denkers pas enige invloed na de Tweede Wereldoorlog.

4 Washington 1941, p. 734.

toeneemt.⁵ De hernieuwde aandacht voor winstdelingen komt tot uiting in een uitgebreid onderzoek dat uitgevoerd wordt door drie topbestuurders en twee academici in 1918. In hun werk leggen Burritt en de zijnen de nadruk op het gebruikmaken van winstdelingen om samenwerking te bereiken.⁶

Deze wens tot onderlinge samenwerking zorgt ervoor dat de idee dat op bestuurders- en managersniveau voor individuele prestaties moet worden beloond, wordt verlaten. Het belonen voor individuele prestaties “might provide a powerful incentive to some, but this advantage would tend usually to be more than offset by the danger of jealousy and friction among participants.”⁷

“It may be granted that there is some force to certain objections sometimes raised against payments based upon individual results. For example, they may destroy the cooperative spirit, or they may overspeed employees, unless wisely directed and protected. They may cause workers to fail to maintain the quality of product, or salesmen to neglect small customers in their anxiety to secure large ones. They may be responsible for a lack of interest among employees in the business as a whole. In other words there may be considerations of more weight than that of increased personal efficiency, which will render the use of such methods of compensation undesirable, even when applicable.”⁸

Gevreesd wordt voor de demotiverende werking die het ontvangen van een bonus door de ene bestuurder op andere bestuurders zou kunnen hebben. Daarbij speelt mee, dat men accepteert dat het moeilijk, dan wel onmogelijk is met precisie vast te stellen hoeveel een individuele bestuurder heeft bijgedragen aan het succes van de onderneming.

“[...] some of the work of the industrial World is and will continue to be such a nature that the result of the individual's effort cannot be accurately measured in terms of output, product, sales, or any definit unit. This is because it is indistinguishably merged into a joint or collective product. Under such conditions the consideration of methods of

5 Eén van de eerste ondernemingen met een systeem van winstdeling was het uit een fusie van vele verschillende staalbedrijven voortgekomen U.S. Steel. De invoering van het bonussysteem in 1902 had daar primair ten doel het bevorderen van samenwerking tussen de voorheen elkaar beconcurrerende onderdelen. Landry 1995, p. 84-109.

6 Zie Burritt e.a. 1918. Zie onder meer hoofdstuk X van het boek, waarin Burritt e.a. de nadruk leggen op het belonen met winstdelingen om zodoende samenwerking te bewerkstelligen. Zie ook bijvoorbeeld Balderston 1928. Zie verder over dit onderwerp Landry 1995, p. 109-111.

7 Burritt e.a. 1918, p. 228. Hoewel de vijf auteurs allemaal gecharmeerd zijn van de ideeën van Taylor nemen Burritt e.a. in hun werk expliciet afstand van het belonen op basis van individuele verdiensten voor zowel werknemers als bestuurders vanwege de mogelijke neveneffecten die gepaard gaan met een dergelijk bonussysteem.

8 Burritt e.a. 1918, p. 18/19.

compensation other than those based upon individual results becomes desirable or necessary.”⁹

Ervaringen met bonusplannen uit het verleden waarmee getracht werd de individuele prestaties te verbeteren, hebben deze moeilijkheid en haar gevolgen blootgelegd. Als een bonusplan niet een directe verbinding kan leggen tussen individuele verdiensten en beloning, kan men er niet op vertrouwen dat het plan de individuele bestuurder zal kunnen motiveren. Ondernemingen beginnen dus de voorkeur te geven aan samenwerking boven individuele prestaties, hetgeen – naast het gebruik van winstdelingen – onder meer tot uiting komt in de koppeling van het percentage van de winstdeling dat aan een bestuurder of manager wordt toegekend aan zijn vaste salaris, in plaats van een prestatiemaatstaf.¹⁰

38. Bonussen om bestuurders aan te trekken en te behouden

De tweede reden voor een toenemend gebruik van variabele beloningen na de Eerste Wereldoorlog heeft te maken met de toename in beschikbaar kapitaal. De grote ondernemingen hebben bewezen zich staande te kunnen houden na de grote fusiegolf, waardoor het vertrouwen van beleggers – en daarmee de investeringen – terugkeren.¹¹

De aanwezigheid van een overvloed aan kapitaal zorgt ervoor dat ondernemingen zich verder uit kunnen breiden en de vraag naar managers en bestuurders toeneemt.¹² Hierdoor verschuift de macht binnen de onderneming steeds meer in de richting van de professionele bestuurder en hoeven ondernemingen steeds minder rekening te houden met beleggers.

Naar aanleiding van de verandering in het aanbod van kapitaal en de vraag naar bestuurders in 1926 doen Burritt en consorten een vervolgonderzoek naar winstdelingen.¹³ Naast het bevorderen van samenwerking concluderen zij dat

9 Burritt e.a. 1918, p. 21/20. Burritt e.a. erkennen dat het gebruikmaken van winstdelingen daardoor slechts een indirecte motivatie geeft. “Profit sharing, as usually applied in the form of general profit sharing, is only an indirect stimulus to increase effort, since the profits received by the individual depend not only upon its own productiveness, but upon the productiveness of all the other employees, that is upon the financial results of the business as a whole.” Burritt e.a. 1918, p. 17.

10 Landry 1995, p. 111/112. De algehele winst van de onderneming is aldus de ‘prestatie-maatstaf’.

11 Eén van de redenen waarom beleggers hun geld naar de industriële markt brachten kwam tevens voort uit de afwezigheid van alternatieven. De spoorwegen, die voorheen beleggers hadden getrokken, presteerden al enige jaren uitermate slecht.

12 Landry 1995, p. 117.

13 James e.a. 1926.

winstdelingen tevens dienstbaar kunnen zijn voor ondernemingen bij het aanpassen aan de nieuwe verschuiving in het relatieve aanbod van bestuurders en kapitaal. Door het bezoldigen met winstdelingen zouden managers en bestuurders aangetrokken en behouden kunnen worden voor de onderneming. Daarnaast merken zij op dat winstdelingen, in tegenstelling tot een verhoging van het vaste salaris, managers en bestuurders zouden kunnen laten werken voor het vergroten van de winst van de eigenaar in plaats van voor persoonlijke zelfverrijking.¹⁴

39. Bonussen bovenop het reguliere vaste salaris

Dat het aantrekken en behouden van bestuurders vermoedelijk een belangrijke drijfveer is geweest voor het introduceren van variabele beloningen blijkt onder meer uit het feit dat het vaste salaris bij ondernemingen die een bonusplan hebben ongeveer gelijk is aan het gebruikelijke vaste salaris bij ondernemingen die geen bonussen uitkeren.¹⁵ Ondernemingen kennen derhalve bonussen toe ter aanvulling op het gebruikelijke vaste salaris en niet ter compensatie van een deel van het vaste salaris. Hieruit volgt dat de bonusplannen niet primair worden ingezet om prestaties te verbeteren, aangezien men zou verwachten dat een onderneming in een dergelijk geval de bestuurder zou bezoldigen met een lager vast salaris aangevuld met een variabele beloning. Zodoende zou de bestuurder wiens onderneming slecht presteert gestraft worden met een salaris onder het gemiddelde, terwijl de bestuurder van een onderneming die goed presteert een hoger dan gemiddeld salaris zou ontvangen. Als we kijken naar de praktijk, worden de bonusplannen voornamelijk gebruikt om de bezoldiging van bestuurders te verhogen.¹⁶

Een belangrijk element bij het aantrekken en behouden van een bestuurder is de ‘cost control’ functie van variabele beloning. De ondernemingen die variabel belonen maken gebruik van de ruimte die toekomstige winsten hun bieden om een bestuurder een hogere beloning in het vooruitzicht te stellen. Blijft de onderneming op hetzelfde niveau presteren dan is de onderneming slechts het gangbare (basis)-salaris kwijt. Maakt de onderneming meer winst dan voorheen, dan is er meer te verdelen. Hierdoor maakt de invoering van variabele beloning het gemakkelijker om bestuurders aan te trekken en te behouden voor een onderneming omdat de (loon)kosten mee kunnen ‘ademen’ met de prestaties van de onderneming.

Naast deze primaire beloningsfunctie – het aantrekken en behouden van bestuurders – is er wel degelijk sprake van een motiverend aspect bij het toekennen van winstdelingen. De bestuurders worden immers gemotiveerd zich het gehele jaar

14 James e.a. 1926, hoofdstuk 1.

15 Baker 1929, p. 222.

16 Vermoedelijk om bestuurders aan te trekken en te behouden. Zie ook Landry 1995, p. 119.

door in te zetten voor het succes van de onderneming. Opgemerkt zij hierbij, dat hun variabele beloning afhangt van het algehele succes van de onderneming, inclusief oorzaken van buitenaf, en niet zozeer van hun persoonlijke prestaties.¹⁷

40. De toenemende macht van de bestuurders

Een derde mogelijke reden voor de opkomst van winstdelingen kan gevonden worden in het feit dat door de ontwikkeling van de effectenmarkt bestuurders meer macht verwerven. Zij hoeven niet meer te onderhandelen met banken, familie of vrienden om aan kapitaal te komen, maar kunnen een beroep doen op de financiële markten. De economie waarbinnen de ondernemingen opereren, is geëvolueerd van ‘*family capitalism*’,¹⁸ via ‘*financial capitalism*’¹⁹ naar ‘*managerial capitalism*’.²⁰ Aandeelhouders kunnen steeds meer tevreden worden gehouden met een redelijk constant rendement op hun investering in plaats van dat zij alle overgebleven winst opeisen na het betalen van de (loon)kosten. Aandeelhouders zijn derhalve steeds meer tevreden met de ‘wages of capital’.²¹ Hierdoor draaien de rollen om. Het is niet meer het kapitaal dat de bestuurder inhuurt, maar de bestuurder die gebruik maakt van beschikbaar kapitaal.²² De disciplinerende werking van de

17 Zie het citaat zoals opgenomen in noot 119, van Burritt e.a. 1918, p. 17.

18 “In some firms the entrepreneur and his close associates (and their families) who built the enterprise continued to hold the majority of stock. They maintained a close personal relationship with their managers, and they retained a major say in top management decisions, particularly those concerning financial policies, allocation of resources, and the selection of senior managers. Such a modern business enterprise may be termed an entrepreneurial or family one, and an economy or sectors of an economy dominated by such firms may be considered a system of entrepreneurial or family capitalism”; Chandler 1977, p. 9.

19 “Where the creation and growth of an enterprise required large sums of outside capital, the relationship between ownership and management differed. The financial institutions providing the funds normally placed part-time representatives on the firm’s board. In such enterprises, salaried managers had to share top management decisions, particularly those involving the raising and spending of large sums of capital, with representatives of banks and other financial institutions. An economy or sector controlled by such firms has often been termed one of financial capitalism”. Chandler 1977, p. 9.

20 “In many modern business enterprises neither bankers nor families were in control. Ownership became widely scattered. The stockholders did not have the influence, knowledge, experience, or commitment to take part in the high command. Salaried managers determined long-term policy as well as managing short-term operating activities. They dominated top as well as lower and middle management. Such an enterprise controlled by its managers can properly be identified as managerial, and a system dominated by such firms is called managerial capitalism”; Chandler 1977, p. 10.

21 Daarnaast raakte het aandeelhoudersbestand steeds verder gefragmenteerd.

22 Landry 1995, p. 118, 121. Zie ook James e.a. 1926.

financiële markten brokkelt steeds verder af en bestuurders worden minder afhankelijk van kapitaalverschaffers. Bestuurders kunnen daardoor een groter deel van de winst voor zichzelf opeisen zonder dat aandeelhouders hiertegen bezwaar zullen maken. Daar komt bij dat voor het uitkeren van winstdelingen niet de goedkeuring van aandeelhouders vereist is. Aandeelhouders worden vaak zelfs niet op de hoogte gebracht van het bestaan van winstdelingen.²³

41. Een nieuwe buitengewone status voor bestuurders

De toenemende macht van de bestuurders zorgt er tevens voor dat bestuurders zichzelf een nieuwe buitengewone status aanmeten. Zij zien zichzelf niet meer slechts als de ‘agents’ van de beleggers of leden van een team, maar als ondernemers en leiders wier beslissingen cruciaal zijn voor het succes van de onderneming. Zij worden hierbij geholpen doordat de goede jaren die de verschillende ondernemingen doormaken niet worden toegeschreven aan hun eigenaren of een gunstig getij, maar aan de bestuurders die de leiding in handen hebben.²⁴ Hierdoor krijgen bestuurders steeds meer ruimte om eisen te stellen en invloed uit te oefenen op hun eigen bezoldiging. En hun voorkeur gaat uit naar het ontvangen van winstdelingen.²⁵

“In one after another of our great corporations we see the professional executive taking charge. The corporation president of this new type becomes a public figure. His pronouncements are heard with respect. He takes an active part in the life of his community. His position must be maintained in proper style. He reminds himself of the necessity of accumulating capital, so that after his retirement he may live in comfort and still have a substantial estate to bequeath to his children. All this takes money, and in the post-war years corporation managers successfully demanded it.”²⁶

Zij worden daarbij geholpen door het academisch landschap dat voor verschillende rechtvaardigingsgronden zorgt voor het invoeren van bonusplannen. Ondanks enkele prominente tegenstanders krijgt het bezoldigen door middel van het toekennen van variabele beloning steeds meer voet aan de grond.²⁷

23 Baker 1929, p. 198. Zie ook Wells 2010, p. 707-709.

24 Landry 1995, p. 109 en 120.

25 Landry 1995, p. 121.

26 Washington 1941, p. 734

27 De ideeën van Taylor beginnen hun weerslag te krijgen binnen de academische wereld, omdat hij met zijn experimenten voor het eerst een wetenschappelijke onderbouwing verschaft voor verschillende management theorieën. De management business schools nemen de theorieën deels over. De positieve houding van deze scholen tegenover winstdelingen, geven de scholen mee aan de bestuurders-in-de-dop die bij hen een opleiding hebben genoten. Hoewel Taylor zelf weinig succesvol is in het overtuigen van bedrijven

42. Winstdelingen worden gemeengoed in de Verenigde Staten

Naarmate de jaren '20 vorderen komt het steeds vaker voor dat een deel van de winst binnen de grote beursgenoteerde ondernemingen in de Verenigde Staten ten goede komt aan de bestuurders. Aan het einde van de jaren '20 bezoldigt 60%-65% van de grote ondernemingen hun bestuurders met dergelijke bonusplannen.²⁸ De bestuurder heeft niet alleen een buitengewone status verworven, maar tevens de mogelijkheid gevonden voor zichzelf kapitaal te vergaren dat noodzakelijk is voor het voeren van deze status. Rond 1928 ontvangen sommige bestuurders van de grootste ondernemingen een toentertijd onvoorstelbare bezoldiging van boven de \$1.000.000.²⁹ De bezoldigde bestuurder domineert het ondernemingslandschap, althans zo ziet het er naar uit.

43. De Grote Depressie

En dan komt donderdag 24 oktober 1929... De beurskrach gaat als een schok door de financiële markten. De depressie die daarop volgt trekt verwoestend door het hele land. Omzetten dalen en winsten verdwijnen, waardoor de bonussen opdrogen dan wel verlaagd of afgeschaft worden. In de eerste jaren na het uitbreken van de crisis eisen bestuurders nog een verhoging van hun vaste salaris en zien zij hun eisen ingewilligd worden.³⁰ Tegelijkertijd worden gewone werknemers met enorme aantallen ontslagen, dalen de lonen en worden er geen dividenden meer uitgekeerd. De afkeer tegen de voor de crisis nog zo gelauwerde bestuurders begint hierdoor de kop op te steken.

De New Deal-beweging onder aanvoering van de kersverse president Roosevelt laat geen onduidelijkheid bestaan over haar houding ten aanzien van deze bestuurders en hun enorme beloningen. Onderzoeken worden gestart naar het ontstaan van de crisis, waarbij de bestuurders van de grote ondernemingen de dans niet ontspringen. Ferdinand Pecora zorgt er tijdens de beruchte 'Pecora-hearings' voor, dat de bedragen die bestuurders voorafgaand aan de crisis hebben ontvangen openbaar worden gemaakt, met een grote verontwaardiging onder zowel aandeel-

om zijn ideeën te implementeren, zijn zijn discipelen dat wel. Zij kunnen dan ook als voorlopers van de eerste beloningsconsultants worden beschouwd.

28 Er is geen duidelijke reden aan te wijzen waarom bepaalde ondernemingen wel en andere geen bonusplannen toekende. Zie het onderzoek van Baker 1929, p. 220-226.

29 \$1.000.000 in augustus 1928 heeft dezelfde koopkracht als \$14.357.836,26 in augustus 2017. Zie <http://data.bls.gov/cgi-bin/cpicalc.pl>. Opgemerkt dient wel te worden dat dergelijke bedragen niet de regel, maar eerder uitzondering waren.

30 Washington 1941, p. 734.

houders als het grote publiek tot gevolg.³¹ De bestuurders die zich de successen van voor de crisis hebben toegeëigend, worden nu aangesproken op de financiële malaise die heerst in het land. Het helpt de bestuurders evenmin, dat het ene beloningsschandaal na het andere de voorpagina's van de kranten haalt. Aandeelhouders krijgen voor het eerst te horen hoeveel de bestuurders van hun ondernemingen jaarlijks bij mochten schrijven op hun bankrekening en voelen zich beroofd. De roep om ingrijpen zowel door de wetgever als de rechter wordt steeds duidelijker hoorbaar.³²

Ook in Europa grijpt de Grote Depressie verwoestend om zich heen. Duitsland lijdt hevig onder de 'Weltwirtschaftskrise' van 1929-1932. De Duitse economie is in overwegende mate afhankelijk van steun uit de Verenigde Staten. Als die steun door de Verenigde Staten vanwege het uitbreken van de crisis in eigen land wordt opgezegd, wordt Duitsland in het kielzog van de Verenigde Staten mee de recessie ingetrokken. Nederland en het Verenigd Koninkrijk komen er iets genadiger vanaf, maar ook daar wordt de crisis gevoeld. Vragen over hoe de top van de onderneming beloond moet worden verdwijnen naar de achtergrond. De Tweede Wereldoorlog die niet lang na de Grote Depressie zou volgen zorgt ervoor dat de bezoldiging van bestuurders de gemoederen op het Europese continent nog minder zal bezighouden. De landen hebben andere dingen aan hun hoofd, waardoor deze problematiek – als die al speelt – van het toneel verdwijnt. De ontwikkelingen op het gebied van de bezoldiging van bestuurders vinden in deze periode dan ook voornamelijk plaats aan de overkant van de Atlantische oceaan.

31 Washington 1941, p. 735.

32 De rechtszaken en introductie van wetgeving zal besproken worden in hoofdstuk 19 respectievelijk 31.

Bezoldiging na de Grote Depressie

5.1 De ontwikkeling van het bezoldigingsniveau in de VS

44. Het bezoldigingsniveau in de Verenigde Staten

In de periode 1940-1975 komt het bezoldigingsniveau van bestuurders in de Verenigde Staten opmerkelijk genoeg vrijwel niet van zijn plaats. En dat terwijl ondernemingen in die tijd een enorme groei doormaken. In het bijzonder in de jaren '50 en '60 neemt de totale marktkapitalisatie van beursgenoteerde ondernemingen toe.¹

De meest opvallende periode is die van 1940-1950. In tegenstelling tot de historisch waarneembare trend van constante groei, kent de bezoldiging van bestuurders in deze periode een scherpe daling.² In de jaren 1940-1942 is weliswaar nog een opwaartse beweging zichtbaar, maar daarna begint de bezoldiging van bestuurders plotseling af te nemen. Over de gehele periode bezien daalt de bezoldiging van bestuurders tussen 1940-1949 gemiddeld met 11 procent.³ Deze periode van versobering wordt opgevolgd door 25 jaren van beperkte groei met een gemiddelde van 0.8% per jaar.⁴

1 Frydman & Saks 2008, figuur 5.

2 Deze daling is de scherpste daling van de afgelopen 70 jaar. Zie over de bezoldiging van bestuurders in deze periode Frydman & Saks 2008; Atkinson, Piketty & Saez 2011.

3 Frydman & Molloy 2011, p. 9. Het patroon van een relatief beperkte groei die zou volgen op de daling in de jaren '40 is gelijk zowel voor de grote als de kleinere beursgenoteerde vennootschappen in de Verenigde Staten. De neergang van het bezoldigingsniveau gedurende de veertiger jaren speelde echter vooral bij de bestuurders die zich bevonden in de hoogste regionen.

4 Frydman & Saks 2008, p. 7. In de jaren '70 zou de gemiddelde bezoldiging van de vijftig grootste ondernemingen (omgerekend naar de waarde van dollars in 2000) met 20% toenemen. Een flinke groei als die wordt afgezet tegen de dertig jaren ervoor waar de bezoldiging van bestuurders slechts een minimale groei doormaakte. Frydman & Jenter 2010, p. 38, figuur 2. Ook de verhouding tussen de bezoldiging van de CEO en de andere uitvoerende bestuurders bleef tot 1980 stabiel. Een CEO verdiende ongeveer 1.4 keer zoveel als de overige uitvoerende bestuurders. Na de jaren '80 zou het verschil tussen de beloning van de CEO en de overige uitvoerende bestuurders verder uit elkaar gaan lopen naar ongeveer 2.6 in de periode 2000-2005. Frydman & Jenter 2010, p. 4.

Tijdens en na de oorlog tot aan de jaren '60 van de twintigste eeuw spelen bonusplannen een minder prominente rol dan in de jaren '20 bij de hoogte van de totale bezoldiging.⁵ Hoewel ondernemingen wel degelijk vormen van variabele beloning kennen in deze periode, halen zij niet meer de omvang van de bonusplannen van vlak voor het uitbreken van de 'Great Depression'. Ook meer in het algemeen blijft de bezoldiging van bestuurders bescheiden ten opzichte van de bezoldigingspiek zoals we die zagen aan het begin van de jaren '30. Tussen de jaren '40 en '70 komen bezoldigingspakketten die door de \$1 miljoen-grens breken nauwelijks voor. In het licht van de inflatie is deze ontwikkeling opmerkelijk te noemen, aangezien \$1 miljoen in de jaren '30 meer dan het dubbele waard was, als \$1 miljoen in de jaren '70.⁶

45. De Grote Compressie

In de periode 1940-1975 nemen de controverses over de bezoldiging van bestuurders dan ook af. De Tweede Wereldoorlog onderbreekt op brute wijze de Amerikaanse economie. Veel ondernemingen zetten zich in ten behoeve van de oorlogsindustrie. Hierdoor krijgen deze ondernemingen de kans hun door de Grote Depressie besmette imago op te poetsen.

Grote ondernemingen kregen onder meer goede publiciteit door het uitlenen van bestuurders aan de overheid om te helpen bij de bureaucratie rondom de oorlogsvoering. De ondernemingen bleven deze bestuurders betalen, terwijl deze bestuurders slechts een nominale bezoldiging van de overheid ontvingen. Deze bestuurders komen op basis van hun bezoldiging bekend te staan als de 'dollar-a-year-men'.⁷

Na de Tweede Wereldoorlog verdwijnt de bezoldiging van bestuurders min of meer als onderwerp van de publieke agenda. Eén van de redenen hiervoor is, zoals reeds vermeld, dat de bezoldiging van bestuurders in de jaren '40-'50 afneemt, terwijl de gemiddelde inkomsten van de rest van de Amerikaanse economie – waaronder die van werknemers – in en na de oorlogsjaren geleidelijk toenemen. De beperkte groei van de bezoldiging van bestuurders vanaf het begin van de jaren '50 loopt veelal parallel aan of is lager dan de groei van het salaris van de gewone werk-

5 De aandacht voor bezoldigingsinstrumenten neemt in deze periode overigens wel toe. De omvang van de bonusplannen komt echter niet meer in de buurt van de bonussen zoals uitgekeerd in de jaren '20. Zie Wells 2012, p. 41-57.

6 \$1 miljoen in augustus 1930 is in koopkracht in augustus 2017 gelijk aan \$14.879.939,39, terwijl \$1 miljoen dollar in 1970 in koopkracht in 2016 'slechts' gelijk is aan \$6.295.358,97 (zie <http://data.bls.gov/cgi-bin/cpicalc.pl>). Pas in de jaren '80 zouden bestuurders weer bezoldigingspakketten boven de \$1 miljoen ontvangen. Wells 2010, p. 761.

7 Wells 2010, p. 758.

nemer. Hierdoor wordt het gat tussen de bezoldiging van bestuurders en de gemiddelde werknemer steeds kleiner.⁸ Deze trend zet door tot aan de jaren '70.⁹

De afname in inkomensongelijkheid is deels toe te schrijven aan technologische veranderingen die een grotere vraag naar ongeschoold personeel tot gevolg hebben, terwijl tegelijkertijd het aanbod van geschoold personeel toeneemt. Ook neemt de macht van de vakbonden in deze periode toe, waardoor de inkomsten aan de onderkant van de samenleving stijgen en de groei aan de bovenkant wordt afge remd. De bezoldiging van bestuurders neemt verder af door progressieve belastingen en overig overheidsingrijpen.¹⁰

Ook een verandering in sociale normen draagt bij aan het bewerkstelligen van deze algehele compressie. In de samenleving neemt solidariteit een belangrijke plaats in. Daarnaast spelen de nieuwe openbaarmakingsverplichtingen in de Securities Act en Securities Exchange Act en de publieke opinie vermoedelijk een rol bij de bescheiden ontwikkeling van de bezoldiging van bestuurders. Bezoldigingsdata van bestuurders zijn uit de privésfeer gehaald en worden via de media onder de (grote) publieke lens gelegd. De econoom Paul Krugman ziet de gematigde ontwikkeling van de bezoldiging van bestuurders dan ook als een resultante van de angst voor publieke afkeuring van een hoge bezoldiging. Bestuurders gedragen zich in deze tijd meer als 'public-spirited bureaucrats' dan als 'captains of industry'.

"Some – by no means all – economists trying to understand growing inequality have begun to take seriously a hypothesis that would have been considered irredeemably fuzzy-minded not long ago. This view stresses the role of social norms in setting limits to inequality. According to this view, the New Deal had a more profound impact on American society than even its most ardent admirers have suggested: it imposed norms of relative equality in pay that persisted for more than 30 years, creating the broadly middle-class society we came to take for granted. But those norms began to unravel in the 1970's and have done so at an accelerating pace. Exhibit A for this view is the story of executive compensation. In the 1960's, America's great corporations behaved more like socialist republics than like cutthroat capitalist enterprises, and top executives behaved more like public-spirited bureaucrats than like captains of industry. I'm not exaggerating. Consider the description of executive behavior offered by John Kenneth Galbraith in his 1967 book, "The New Industrial State": "Management does not go out ruthlessly to reward itself – a sound management is expected to exercise restraint." Managerial self-dealing was a thing of the past: "With the power of decision goes opportunity for making money ... Were everyone to seek to do so ... the corporation would be a chaos of competitive

8 Claudia Goldin en Robert Margo wijzen onder meer op de grotere vraag naar lager opgeleid personeel, stijgende minimumlonen, een groter aanbod van opgeleide werkers en een krachtige vakbeweging. Zie Goldin & Margo 1991.

9 Pas na de jaren '70 zou de bezoldiging van bestuurders sneller toenemen dan die van de gemiddelde werknemer. Frydman & Saks 2008, p. 7.

10 Frydman & Molloy 2011, p. 1-6. Frydman en Molloy wijzen ook op de krappe arbeidsmarkt en de inflatie.

avarice. But these are not the sort of things that a good company man does; a remarkably effective code bans such behavior. Group decision-making insures, moreover, that almost everyone's actions and even thoughts are known to others. This acts to enforce the code and, more than incidentally, a high standard of personal honesty as well." [...] "But then why weren't executives paid lavishly 30 years ago? Again, it's a matter of corporate culture. For a generation after World War II, fear of outrage kept executive salaries in check. Now the outrage is gone."¹¹

5.2 De ontwikkeling van de bezoldigingsstructuur in de VS

46. Opkomst van het gebruik van opties

Opvallend is, dat de *samenstelling* van de bestuurdersbeloningen wel aanzienlijk wijzigt vanaf de jaren '50. Zo beginnen winstdelingen plaats te maken voor het bezoldigen met opties, waardoor aandelenopties geleidelijk aan een steeds groter deel uitmaken van de totale bezoldiging.¹² De overgang van winstdelingen naar opties wordt vaak toegewezen aan een groeiend bewustzijn bij ondernemingen om de beloning van bestuurders te koppelen aan de belangen van de aandeelhouders. Opmerkelijk genoeg is de verandering van winstdelingen naar opties voornamelijk tot stand gekomen door een wijziging in de belastingwetgeving.¹³

"They [options, ECHJL] are, of course, really tax-avoiding schemes [...] as the profit of sales of stocks is taxed as capital gains at a maximum of 25 percent [...]."¹⁴

De opkomst van het gebruik van opties is dan ook niet zozeer te wijten aan de financiële prikkel die voortvloeit uit het bezoldigen met opties, maar aan de gunstige belastingheffing op de inkomsten uit opties.

"Stock options, the right to buy stock at predetermined prices if it goes up in value, though common, are by no means universal. They are as much affected by broad speculative movements in the stock market as by management effort. And they are more widely

11 Zie het artikel van Paul Krugman in de New York Times van 20 oktober 2002, For Richer, <http://www.nytimes.com/2002/10/20/magazine/for-richer.html?pagewanted=all&src=pm> (laatst bezocht op 15 mei 2015). John Kenneth Galbraith schrijft over deze periode: "Although in the twenties and thirties there was widespread doubt that the corporation could survive the personal profit-maximizing tendencies of those who might seize financial control, in the next half century the issue became largely academic." Galbraith 1967, p. 152.

12 Frydman & Saks 2008, p. 32.

13 Frydman & Saks 2008, p. 9/10.

14 Galbraith 1967, p. 147 onder verwijzing naar Moore 1962, p. 13-14.

valued as a tax dodge than as an incentive. So even the case for maximization of personal return by top management is not strong.”¹⁵

47. Opties: inkomsten uit arbeid of inkomsten uit kapitaal

Het gebruik van aandelenopties als bezoldigingsvorm voor bestuurders is in het algemeen verwaarloosbaar in de jaren '30 en '40. Eén van de redenen hiervoor is, dat niemand in die tijd precies weet hoe deze opties belast moeten worden. Is de optie op het moment dat deze wordt uitgeoefend aan te merken als bezoldiging en dus op het moment van uitoefening belastbaar of moet de verkoop van het aandeel, dat door het uitoefenen van de optie verworven wordt, afgewacht worden voordat belasting verschuldigd is? Een keuze voor één van deze twee mogelijkheden heeft uiteenlopende gevolgen. In het eerste geval worden de inkomsten belast als waren zij inkomsten uit arbeid.¹⁶ In het tweede geval spreekt men van vermogenswinst waarover door het individu een veel lagere belasting betaald hoeft te worden.¹⁷

Een antwoord op bovenstaande vraag heeft lang op zich laten wachten. Vanaf eind jaren '20 tot na de Tweede Wereldoorlog zou onzekerheid over deze kwestie blijven bestaan.

In mei 1928 werden er opties toegekend aan de CEO van een keten van filmtheaters. Nadat de koersen zes maanden op een rij waren gestegen besloot de CEO in oktober 1928 zijn opties uit te oefenen. De verworven aandelen verkocht hij vervolgens in de twee daaropvolgende jaren, waarover hij een belasting betaalde van 12,5% als ware het inkomsten uit kapitaal. De voorloper van de Internal Revenue Service (IRS) – het Bureau of Internal Revenue – was van mening dat de CEO belasting verschuldigd was over de ‘spread’ ten tijde van de uitoefening van de opties tegen 25%, omdat deze inkomsten volgens dit Bureau aangemerkt diende te worden als inkomsten uit arbeid. Na negen jaar procederen oordeelde de Circuit of Appeals in het voordeel van de CEO dat er slechts sprake is van inkomsten op het moment dat de aandelen verkocht worden en niet als de opties worden uitgeoefend.¹⁸ Het Bureau ging in hoger beroep. Uiteindelijk oordeelde de Supreme Court bijna tien jaar later in een gelijksoortige zaak in het voordeel van het Bureau of Internal Revenue dat de waarde, verkregen door het uitoefenen van de opties, aangemerkt diende te worden als bezoldiging en daardoor dus belastbaar was als inkomsten uit arbeid.¹⁹

15 Galbraith 1967, p. 147.

16 De verschuldigde belasting kan in een dergelijk geval door de vennootschap worden opgevoerd als kosten.

17 De consequentie hiervan was wel, dat de vennootschap de betaalde belasting niet zelf kon opvoeren als kostenpost. Murphy 2012, p. 47.

18 *Rossheim v. Commissioner*, 92, F. 2d 247, 1937.

19 *Commissioner v. Smith*, 324 U.S. 177, 1945.

In de jaren '50 maakt een hervorming van de belastingwetgeving een einde aan de onzekerheid. Aanleiding voor deze hervorming is onder meer de ontevredenheid over de uitspraak van de U.S. Supreme Court waarin is bepaald dat de bestuurder belasting is verschuldigd direct na het uitoefenen van zijn opties. Deze keuze brengt namelijk verschillende nadelige neveneffecten met zich. Zo is er om handelen met voorkennis tegen te gaan in de Securities Exchange Act van 1934 een bepaling opgenomen op grond waarvan een bestuurder de aandelen die worden verkregen door het uitoefenen van opties minimaal zes maanden aan moet houden voordat de bestuurder deze aandelen mag verkopen. Door de uitspraak van de Supreme Court ontstond de situatie, dat een bestuurder belasting verschuldigd is indien hij zijn opties uitoefent, terwijl hij de verkregen aandelen niet deels kan gebruiken om daarmee zijn belastingschuld te voldoen.²⁰ Het gebruik van opties als vorm van bezoldiging wordt daardoor uiterst onaantrekkelijk.

Met de inwerkingtreding van de Revenue Act van 1950 wordt, naast de gewone optie, een nieuw type optie geschapen – de ‘restricted stock option’ – waarmee de uitspraak van de Supreme Court min of meer teniet wordt gedaan. Over deze restricted stock option hoeft geen belasting te worden betaald wanneer de optie wordt uitgeoefend, maar is men pas belasting verschuldigd vanaf het moment dat de door de optie verkregen aandelen uiteindelijk verkocht worden. De uit die verkoop voortvloeiende inkomsten worden belast als vermogenswinst.²¹ Aangezien de belastingheffing op topinkomsten uit arbeid in die tijd 91% is, terwijl de belasting op inkomsten uit kapitaal slechts 25% bedraagt, neemt de aantrekkelijkheid van deze ‘restricted’ opties als bezoldiging voor ondernemingen toe.²²

48. Sterke toename in aandelenoptieplannen

In de eerste vijf jaren nadat deze nieuwe belastingwetgeving het licht heeft gezien, introduceert een groot deel van de beursgenoteerde ondernemingen een aandelenoptieplan voor haar bestuurders. In 1950 heeft slechts 4% van de ondernemingen met een beursnotering aan de New York Stock Exchange een optieplan voor zijn bestuurders. In juni 1951 is dit aantal verdriedubbeld. In de jaren erna zou de stijgende lijn worden doorgezet. Van de vijftig grootste ondernemingen heeft in 1950 slechts 10% een dergelijk optieplan. Rond 1960-1961 is dit percentage

20 Murphy 2012, p. 48. Een dergelijk probleem is ook in onze tijd niet vreemd. Zie bijvoorbeeld de discussie in de parlementaire geschiedenis over het alweer vervallen lid 7 van art. 2:135 BW (de afroomregeling).

21 Murphy 2012, p. 48.

22 In 1928 bedroegen deze belastingen nog respectievelijk 25% en 12,5%.

toegenomen tot 60-68%.²³ Ook neemt de omvang van de optieplannen toe. In 1950 maken optieplannen ongeveer 10% uit van de totale bezoldiging, terwijl dat in 1960 gegroeid is tot boven de 20%.²⁴

De strijd was met de invoering van de Internal Revenue Act van 1950 nog niet geheel gestreden. In augustus 1951 begon de Salary Stabilization Board een onderzoek om te bepalen of opties toch aangemerkt dienden te worden als bezoldiging op grond van de Defense Production Act en derhalve onder toezicht zouden staan van de Salary Stabilization Board. In november 1951 besloot de Salary Stabilization Board dat de 'restricted stock options' toegekend konden worden zonder goedkeuring van de Board mits deze voldeden aan enkele criteria. De opties moesten bijvoorbeeld toegekend worden met een uitoefenprijs van ten minste 95% van de aandelenkoers. Na de beslissing van de Salary Stabilization Board zag men wederom een toename in aandelenoptiepakketten voor bestuurders bij ondernemingen. In 1952 werd de Salary Stabilization Board ontmanteld.²⁵

Opgemerkt dient te worden dat ondanks de toename in aandelenoptieplannen gedurende deze periode, de toekenning van opties op basis van deze optieplannen niet altijd gebeurt. Gedurende de jaren '50 ontvangt slechts een klein deel van de bestuurders daadwerkelijk opties.²⁶ Ook blijven de inkomsten die voortvloeien uit de aandelenoptieplannen in de eerste jaren beperkt. Reden hiervoor is de kortstondige recessie die volgt op de Koreaanse oorlog, waardoor veel opties onder water komen te staan. Er wordt daarom gepleit voor het verlichten van bepaalde restricties voor opties in de Revenue Act van 1954. Aan deze wens wordt tegemoet gekomen. Onder meer wordt het mogelijk gemaakt de uitoefenprijs van reeds toegekende opties te verlagen als de marktprijs aanzienlijk is gedaald.²⁷ Deze aanpassing zorgt voor een nieuwe stimulans bij Amerikaanse ondernemingen voor het introduceren van aandelenoptieplannen als bezoldigingsvorm voor hun bestuurders.²⁸

49. Repricing in de jaren '60

De korte recessie in de jaren '60 zorgt voor een voorzichtige verkenning door ondernemingen van de mogelijkheid opties te herprijsen. Vanwege de lage aandelenkoersen worden de uitoefenprijzen van reeds toegekende opties opnieuw

23 Hoewel de populariteit van opties enigszins afnam tijdens de 'bear market' in 1957, is over het algemeen een sterke toename te zien in het gebruiken van opties als vorm van bezoldiging in de jaren '50 en '60. Murphy 2012, p. 51.

24 Zie Murphy 2012, p. 49-51; Zie ook Frydman & Saks 2008.

25 Zie Murphy 2012, p. 49-51; Zie ook Frydman & Saks 2008.

26 Frydman & Saks 2008, p. 10.

27 De uitoefenperiode van opties wordt beperkt tot tien jaar.

28 Murphy 2012, p. 51.

vastgesteld op een lagere prijs. Ook komt het voor dat reeds toegekende opties worden vervangen door nieuwe opties met een lagere uitoefenprijs. Deze ‘repricing’ praktijk kan niet bij iedereen op goedkeuring rekenen. Onder de toenmalige President Kennedy wordt de roep om het intrekken van de gunstige belastingregeling voor opties steeds luider, hetgeen uiteindelijk leidt tot het verzoek van Kennedy in 1961 aan het Congres om de gunstige regeling te schrappen. De president wil dat aandelenopties weer gezien worden als bezoldiging waarover overeenkomstig (in die tijd 91%) belasting dient te worden betaald.²⁹ De wens van Kennedy om de gunstige regeling te schrappen wordt weliswaar niet ingewilligd, maar de Revenue Act van 1964 kent wel nieuwe bepalingen voor het toekennen van opties aan bestuurders. Allereerst dienen bestuurders deze opties minimaal drie jaar aan te houden (in plaats van de zes maanden zoals opgelegd door de SEC) om onder de gunstige regeling te vallen. Ook mag de uitoefenprijs niet lager zijn dan 100% van de aandelenkoers bij toekenning van de opties.³⁰ De maximale termijn van toegekende opties wordt verder beperkt tot vijf jaar.³¹ Ten slotte wordt bepaald dat de uitoefenprijs niet verlaagd kan worden gedurende de looptijd van de optie. Ook kan een bestuurder geen opties uitoefenen als de bestuurder nog beschikt over opties die op een eerder tijdstip aan hem zijn toegekend. Om de opties die aan deze nieuwe criteria voldoen te onderscheiden van de restricted stock options zoals gecreëerd onder de Revenue Act van 1950, worden deze nieuwe opties ‘*qualified stock options*’ genoemd. Deze qualified stock options zijn een stuk minder populair dan hun voorganger. Belangrijke reden hiervoor, naast bovengenoemde restricties, is dat met de invoering van de qualified stock options de belasting op inkomsten uit arbeid verlaagd wordt van 91% naar 70%, waardoor de aantrekkelijkheid van het bezoldigen met deze qualified opties ten opzichte van contanten wordt beperkt.³²

50. Het einde van de restricted en qualified options

De Revenue Act van 1969 zorgt uiteindelijk voor het einde van het gebruik van de qualified stock options als bezoldigingsvorm voor bestuurders. De belasting op topinkomens wordt geleidelijk verlaagd van 77% in 1969 naar 50% in 1972, terwijl de belasting op vermogenswinst wordt verhoogd van 25% naar 36,5%. Deze hervormingen zorgen ervoor dat het toekennen van qualified opties minder aantrek-

29 Het debat over het repricen van opties wordt aangewakkerd doordat bekend wordt dat bestuurders van Chrysler \$4.2 miljoen hebben weten te realiseren door de verkoop van door het aandelenoptieplan verkregen aandelen. Zie Murphy 2012, p. 52.

30 Daarvoor mocht de uitoefenprijs nog 85% zijn van de aandelenkoers ten tijde van toekenning.

31 In plaats van de termijn van tien jaar die voordien gold.

32 Murphy 2012, p. 52.

BEZOLDIGING NA DE GROTE DEPRESSIE

kelijk wordt voor ondernemingen dan het bezoldigen met non-qualified opties. Hierdoor verdwijnen, na een dominantie van twintig jaar, de restricted en qualified stock options van het toneel. Opties *an sich* zijn dan echter niet meer weg te denken als bezoldigingsvorm van bestuurders en hebben de plaats van winstdelingen definitief ingenomen.

De opkomst van de beloningsconsultant

51. De voorlopers van de beloningsconsultant

De transformatie van de samenstelling van de bezoldiging van bestuurders in de periode 1940-1975 is onder meer toe te schrijven aan de opkomst van de beloningsconsultant. Voor de jaren '50 is de belangstelling voor de bezoldiging van bestuurders vanuit commercieel perspectief beperkt. Dit is ook wel te begrijpen. Gedurende de oorlogsjaren zijn bestuurders voornamelijk bezig met de productieproblemen voor de oorlogsindustrie. Salarissen zijn bevroren en de patriotistische gedachte in de tijd is "*hold the line and keep faith with the boys overseas*".¹ Vraagstukken omtrent de bezoldiging van bestuurders worden binnen ondernemingen op de lange baan geschoven. Het gebrek aan vraag vanuit ondernemingen zorgt voor het uitblijven van aanbod door externe partijen. Er zijn in die tijd dan ook weinig beloningsexperts die hun kennis op commerciële wijze exploiteren. Wel treedt er in die periode een bewustzijn op om kennis over de bezoldiging van bestuurders toegankelijk te maken voor de praktijk.

Een voorbeeld van één van de eerste 'beloningsexperts' is John Calhoun Baker van de Harvard Business School die in 1938 het boek "Executive Salary and Bonus Plans" publiceert.² Baker publiceert zijn uitgebreide werk over de bezoldiging van bestuurders niet alleen vanwege een wetenschappelijke aspiratie, maar tevens "for the use of directors and other corporate officers to aid in solving many of the involved problems pertaining to the payment of executives".³ Door de afwezigheid van bezoldigingsdata ontbreekt het veelal aan informatie voor boards om hun eigen bezoldigingspraktijk te toetsen aan de praktijk binnen hun industrie. Baker hoopt met zijn boek deze boards van dienst te zijn.

Het doel van het werk van Baker blijft overigens niet beperkt tot het helpen van de top van de onderneming. Hij hoopt tevens een maatstaf aan te reiken aan rechtbanken waaraan bezoldigingsplannen getoetst kunnen worden (en daarmee tevens advocaten van dienst te zijn). Tijdens allerlei rechtszaken in de jaren '30 wijzen rechtbanken op de afwezigheid van bezoldigingsdata om te kunnen beoor-

1 Patton 1961, p. 3.

2 Baker 1938.

3 Baker 1938, p. 2.

delen of een bepaalde aangevochten bezoldiging gebruikelijk is of niet.⁴ Zij beklagen zich over het ontbreken van een objectieve maatstaf waaraan de bezoldiging van bestuurders kan worden getoetst.⁵ Deze omissie probeert Baker met zijn werk op te vullen. Het pionierswerk van Baker moet dan ook licht scheppen in de donkere wereld van bestuurdersbezoldigingen zowel voor de wetenschap als voor de rechterlijke macht als voor het bedrijfsleven.

Een tweede bezoldigingsexpert uit die tijd is professor George T. Washington van Cornell University. Washington publiceert in 1942 zijn werk ‘Corporate Executives’ Compensation’, waarin hij onder meer modellen weergeeft van winstdeling- en optiecontracten.⁶ Het werk van Washington richt zich al meer op het adviseren over bestuurdersbeloningen en het opstellen van bezoldigingscontracten voor de praktijk. Washington beperkt zich daarbij voornamelijk tot de juridische kant van het vastleggen van de bezoldiging van bestuurders.

52. De evolutie tot de beloningsconsultant

Pas na de Tweede Wereldoorlog ontstaat er een industrie rondom de bezoldiging van bestuurders. Diverse nieuwe bezoldigingsinstrumenten – zoals het hierboven aangehaalde bezoldigen met opties, maar ook het bezoldigen met pensioenen, uitgestelde voorwaardelijke beloningen, spaarplannen, verzekeringen, etc. – worden populair en door ondernemingen geïntroduceerd. Bijna al deze instrumenten worden ontworpen met als voornaamste doel het reduceren van de belastingdruk op het inkomen van de bestuurder.⁷ Noodzakelijkerwijs worden steeds vaker belastingadviseurs, accountants en andere specialisten bij de samenstelling van de bezoldiging betrokken.

Binnen enkele jaren is het gebruikelijk dat belastingconsultants en advocaten, die gespecialiseerd zijn in het samenstellen van bezoldigingspakketten, de board bijstaan met advies. De betrokkenheid van deze specialisten leidt onder meer tot een wijdverspreide tendens om ieder nieuw bezoldigingsinstrument als een aparte entiteit te zien, zonder adequate aandacht te besteden aan de geschiktheid van een instrument met het oog op de specifieke situatie van de onderneming. Hierdoor ontbreekt een consistente filosofie over hoe te bezoldigen. Daarnaast zorgt de nadruk op

4 Deze rechtszaken zal ik uitgebreid bespreken in hoofdstuk 31.

5 Zie o.a. *Heller v. Boylan*, 29 N.Y.S.2d 653, 679-680 (N.Y. Misc. (Sup. Ct.) 1941). Baker verwijst tevens naar de ‘vague’ rule of reason uit *Gallin v. National City Bank*, 152 Misc. 679, 273 N.Y.S. 87, June 15 (1934), 703, 114. Baker 1938.

6 Washington 1942.

7 De aandacht in die tijd lag derhalve niet op het gebruiken van financiële beloningen om aan te zetten tot winst genererende prestaties door de bestuurders. Patton 1961, p. 9/10.

fiscaal gunstige bezoldigingsinstrumenten ervoor, dat er sprake is van een inadequate erkenning van uitzonderlijk goede en slechte prestaties.⁸

In de jaren die volgen gaat informatie over de bezoldiging van bestuurders bij andere ondernemingen een steeds grotere rol spelen bij het vaststellen van de bezoldiging van de eigen bestuurder. Adviseurs ontpoppen zich tot echte beloningsconsultants die gebruikmaken van deze bezoldigingsdata om de bezoldigingsniveaus van verschillende posities tussen ondernemingen en industrieën met elkaar te vergelijken. Hierdoor verschuift de visie op de bezoldiging van bestuurders. Bezoldiging wordt minder gezien als een collectie van financiële instrumenten waarmee bestuurders worden beloond, maar meer als een ‘instrument of leadership’.⁹ Daarnaast zorgt de komst van deze beloningsconsultants en hun data voor de tendens om bij het bepalen van de bezoldiging de blik meer extern te richten. De bezoldigingsniveaus bij andere ondernemingen winnen aan belang bij het vaststellen van de eigen bezoldiging.¹⁰ Ook verschuift de visie bij het bepalen van het bezoldigingsniveau van het *individu* naar de *positie* die het individu bekleedt.¹¹

Bovenstaande verschuivingen rondom de bezoldiging van bestuurders, die van grote invloed zijn op de huidige bezoldigingspraktijk, worden in de literatuur voor een groot deel toegeschreven aan twee personen: McKinseyconsultant Arch Patton en Hayconsultant Milton Rock.

53. Arch Patton

In de lente van 1948 zit William R. Basset in de board van verschillende grote beursgenoteerde ondernemingen. Basset heeft het idee dat de president van één van de ondernemingen een te lage bezoldiging ontvangt. Het resultaat hiervan is dat ook de andere bestuurders te weinig bezoldiging ontvangen met als gevolg dat er sprake is van een bovengemiddeld verloop. Om meer inzicht in de situatie te krijgen vraagt Basset aan Arch Patton een overzicht te maken van de bezoldiging van bestuurders van vijftig ondernemingen in drie industrieën, gebaseerd op informatie van de SEC.¹² Deze pilot is de eerste aanzet tot het commerciële gebruik van bezoldigingsdata en daarmee het startschot voor een nieuwe professie: de beloningsconsultant.

8 Patton 1961, p. 10 en 15.

9 Patton 1961, p. 2. De nadruk ligt overigens vooreerst nog steeds bij het aantrekken en behouden van bestuurders.

10 Deze externe oriëntatie bij het vaststellen van de bezoldiging gaat in het begin overigens nog niet ten koste van de interne beloningsverhoudingen.

11 “The [...] more important element is an apparently irresistible tendency in the business community – from the president to the office boy – to impute values to an executive *position*.” Zie Patton 1961, p. 7.

12 Patton 1961, p. v/vi.

Wanneer de President van de American Management Association (hierna: AMA), Lawrence A. Appley, op de hoogte raakt van bovengenoemd overzicht, besluit hij dat de AMA (lees: Arch Patton) een uitgebreider onderzoek zal verrichten.¹³ De resultaten van dit onderzoek worden een jaar later door de AMA gepubliceerd en verbrijzelen de ‘wall of secrecy’ die dan nog rondom de bezoldiging van bestuurders ligt.¹⁴ In toenemende mate wordt het besef gecreëerd, dat het bezoldigingsniveau en de verhouding van de bezoldiging tussen de verschillende posities een onderdeel van de beleidstaak is. Het onderwerp komt hierdoor op de radar van bestuurders.¹⁵

Op ideeën gebracht door het onderzoek van de AMA, besluit General Motors (hierna: GM) vervolgens ook een onderzoek te laten verrichten naar de bezoldiging van bestuurders. GM is geïnteresseerd in het antwoord op de vraag in hoeverre de bezoldiging van de verschillende groepen binnen de onderneming zich heeft ontwikkeld in het licht van de naoorlogse inflatie. Besloten wordt om op basis van het proportionele inkomensconcept van de Italiaanse socio-econoom Vilfredo Pareto, de ontwikkeling van de inkomens van de verschillende groepen in kaart te brengen.¹⁶ In totaal worden 37 van de grootste ondernemingen in de VS meegenomen in het onderzoek uit 1951 dat uitgevoerd wordt door niemand minder dan Arch Patton. De resultaten worden in datzelfde jaar gepubliceerd in de maart/april editie van de Harvard Business Review en zorgen voor grote verontrusting bij de top van ‘corporate America’. Het eerste ‘Proportional Management Compen-

13 Patton 1961, p. vi.

14 Hoewel de kranten in die tijd al overzichten van de bezoldiging van bestuurders op basis van SEC-gegevens publiceren, zorgt het overzicht van de AMA ervoor dat deze informatie als ‘wetenschappelijk bewijs’ toegankelijk wordt voor ondernemingen om op basis daarvan hun strategie te bepalen. Het eerste overzicht verschijnt in 1950 en geeft nieuwe inzichten over de bezoldiging van bestuurders. Voor de eerste keer wordt bijvoorbeeld aangetoond dat het bezoldigingsniveau van bestuurders direct gekoppeld is aan de omvang van de onderneming. Grotere ondernemingen betalen meer dan kleinere ondernemingen voor verder vergelijkbare functies. Voorts blijkt uit het onderzoek dat de bezoldiging van de CEO van essentieel belang is voor de bezoldiging op lagere niveaus. Zie verder Patton 1961, p. vii.

15 Patton merkt op dat de acceptatie van het bezoldigingsoverzicht voor een deel het tekort reflecteerde aan bestuurlijk talent en de groeiende druk om bestuurders van buitenaf aan te trekken. Vanwege dit tekort hadden ondernemingen informatie over bezoldiging nodig, zowel om hun bestuurders te behouden, als om bestuurders aan te kunnen trekken. Patton 1961, p. vi.

16 Het concept van Pareto is gebaseerd op de gedachte dat in iedere grote groep van mensen de inkomens een geometrisch patroon volgen van het hoogste inkomen naar het laagste inkomen en dat de distributie van de inkomens binnen de groep in een constante mathematische verhouding staan. Als dus het hoogste inkomen wordt opgeteld bij het op-een-na hoogste inkomen, het op-twee-na-hoogste inkomen etc tot aan het laagste inkomen, kunnen de totale inkomens geometrisch geplaatst worden op een rechte lijn.

sation Survey' laat zien dat tussen 1939 en 1950 de bezoldiging van de gewone werknemer is verdubbeld, terwijl de bezoldiging van bestuurders slechts met 35% is toegenomen. Aangepast voor inflatie is de bezoldiging van bestuurders zelfs met 59% achteruit gegaan. Patton schrijft tien jaar later over het effect van deze publicatie:

“The bombshell dropped by the publication of the results of this study is still reverberating through the ‘executive suites’ of industry, for it demonstrated that executive pay had fallen far behind the compensation of hourly and supervisory employees.”¹⁷

Door het overzicht uit 1951 van Patton is de aandacht van bestuurders voor bezoldigingsdata definitief gewekt. Het bezoldigingsonderzoek wordt een jaarlijkse bezigheid en de resultaten worden in de tien daaropvolgende jaren gepubliceerd in de Harvard Business Review. Hierdoor verkrijgen de overzichten een wetenschappelijke status. Binnen afzienbare tijd is de beloningsconsultant niet meer weg te denken uit het vaststellingsproces van de verschillende bezoldigingsniveaus binnen de onderneming. Arch Patton, die de toegang tot deze nieuwe markt met zijn onderzoeken ontsloten heeft, groeit uit tot één van de belangrijkste beloningsconsultants van zijn tijd.

54. Milton L. Rock

Door het succes van bovengenoemde bezoldigingsoverzichten komt de aandacht nadrukkelijk te liggen op het vergelijken van bezoldigingsniveaus tussen ondernemingen en industrieën. Hierdoor verschuift de aandacht van het individu naar de functie. Deze nadruk op het waarderen van de functie zorgt voor een toename in het gebruik van referentiegroepen bij het bepalen van de bezoldiging van bestuurders. Tot op heden is het standaard om de bezoldiging van een bestuurder te bepalen op basis van deze referentiegroepen. Volgens enkele auteurs is de huidige aandacht voor de functie boven het individu en het gebruik van referentiegroepen voor het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders te herleiden tot één persoon: Milton L. Rock.¹⁸

Rock komt in 1949 bij het bedrijf van Edward N. Hay – het bedrijf dat zal uitgroeien tot het bekende beloningsconsultantkantoor Hay Group – op het moment dat het bedrijfsleven in de Verenigde Staten weer op gang komt na de Tweede Wereldoorlog. Hoewel arbeidsmarkten van oudsher lokaal georiënteerd zijn, is Rock door de wereldoorlog ervan overtuigd geraakt dat de diverse werkzaamheden niet zoveel

¹⁷ Zie voor het citaat Patton 1961, p. ix.

¹⁸ Elson & Ferrere 2012, p. 11. Milton Rock was de voormalige managing partner van het beloningsconsultantkantoor Hay Group.

variëren van plaats tot plaats en zelfs van land tot land. Met deze gedachte in het achterhoofd ontwerpen Rock en Hay een uniforme, systematische methode voor het evalueren en classificeren van de aard en de eisen van specifieke banen om zodoende het vergelijken van verschillende banen op brede schaal mogelijk te maken. Zij noemen dit systeem het ‘Hay Point System’.¹⁹ Het systeem kent punten toe aan banen gebaseerd op categorieën, zoals bijvoorbeeld omzet en aantal werknemers dat aan degene in die functie moet rapporteren. Op basis van deze maatstaven wordt de complexiteit van de functie bepaald, waaraan weer een geschikt bezoldigingsniveau gekoppeld wordt. Hierdoor wordt het mogelijk verschillende functies zowel binnen als buiten een onderneming of industrie met elkaar te vergelijken. Hetzelfde systeem kan uiteraard ook toegepast worden op de top van het bedrijfsleven. Naast de algemene informatie over bezoldiging die door de SEC vrij toegankelijk is geworden, vraagt Rock aan de topbestuurders van de clientèle van Hay om hun vertrouwelijke bezoldigingsinformatie met hem te delen. Hierdoor wordt hij in staat gesteld overzichten bij te houden en vergelijkingen met referenten te maken.

Het Hay Point System wordt een daverend succes en vele andere beloningsconsultants volgen het voorbeeld en creëren gelijksoortige systemen. Hierdoor evolueert de algemene perceptie dat werknemers en bestuurders onderdeel uitmaken van een mondiale uitruil van talent. Het gebruik van een referentiegroep bij het bepalen van het bezoldigingsniveau voor een bepaalde onderneming wordt geformaliseerd en groeit uiteindelijk uit tot de standaardpraktijk voor het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders. Vanaf de late jaren ’90 is het gebruik van referentiegroepen zoals bedacht door Milton Rock alom vertegenwoordigd.²⁰

Interessant is dat de Hay Group nooit gekeken heeft naar de waarde van een individuele bestuurder op de arbeidsmarkt, maar ervoor koos om vergelijkingen te baseren op de zwaarte van de functie om zodoende de relatieve waarde van vergelijkbare functies te kunnen berekenen.²¹ Robert Rock: “[...] peer groups were formed to weigh the value of a job not the individual. The goal was to create a universal measurement that could be a benchmark throughout the world.”²² Hier kunnen vraagtekens bij worden gezet. Bij verschillende lagen binnen de onderneming is de relatieve waarde van de functie belangrijker dan de individuele waarde. Bij de top van de onderneming is de waarde van het individu echter belangrijker dan de relatieve waarde van de functie die het individu gaat vervullen. Patton acht een dergelijke manier om de beloning voor een bestuurder te bepalen juist ongeschikt. “Unfortunately, the evaluation of executive jobs

19 Op zijn hoogtepunt werd het Hay Point System gebruikt om 80% van de wereldlijke, bestuurlijke markt te bepalen.

20 Elson & Ferrere 2012, p. 11 & 12.

21 Elson & Ferrere 2012, p. 11.

22 Zie het artikel van Arianne Minch over het debat op 14 mei 2012 bij de University of Delaware <http://www.udel.edu/udaily/2012/may/weinberg-compensation-051412.html>.

for compensation purposes followed, historically, the development of job evaluation for factory positions. As a result, the factory-orientated concept that evaluation is concerned with the job itself, and not the performance of the job holder, has carried over into the evaluation process for executive positions. This concept is valid in factory, where machines speeds and the pace of the assembly line limit productivity of the individual. But when it governs the evaluation of executive jobs – particularly at upper levels – a rigidity is built into the compensation structure that does not exist in fact.²³

55. De introductie van nieuwe prestatimaatstaven

De bezoldigingsconsultant heeft nog een andere belangrijke invloed gehad op de verdere ontwikkeling van de samenstelling van de bezoldiging van bestuurders. De toegenomen aandacht voor bezoldiging zorgt begin jaren '70 voor een herijking van de wijze waarop variabele beloning wordt toegekend. Naast het belonen met opties wordt op zoek gegaan naar andere manieren om de waarde van de bestuurder te meten. Aanleiding hiervoor is een verlies van vertrouwen van de ondernemingsleiding in de efficiënte werking van de aandelenmarkt.

Hoewel de daadwerkelijke reden voor het invoeren van opties vanaf de jaren '50 veelal voortkomt uit de wens een bestuurder zo belastinggunstig mogelijk te belonen, worden dergelijke optieplannen jegens de aandeelhouders gerechtvaardigd door te stellen dat gekozen is voor het belonen met opties om zodoende de bestuurdersbeloningen te koppelen aan het belang van de aandeelhouder. Aangezien aandeelhouders primair gebaat zijn bij een positieve ontwikkeling van de aandelenkoers, ligt het voor de hand bestuurders te belonen voor stijgende aandelenkoersen. Opties zijn op het eerste gezicht hiervoor het ideale instrument.²⁴

In de jaren '50-'70 kennen de Verenigde Staten de langstdurende bullmarket uit hun geschiedenis.²⁵ In die periode neemt het belonen van bestuurders met opties een vlucht. Deze bullmarket, in combinatie met de mogelijkheid opties te herprijzen en onder de aandelenkoers uit te geven, zorgt ervoor dat de daadwerkelijke reden voor het invoeren van opties (belastingvoordeel) en de rechtvaardiging voor de invoering jegens de aandeelhouders (alignment of interest) in elkaars verlengde liggen. Bestuurders maken zich in deze periode dan ook weinig zorgen

23 Patton 1961, p. 54/55.

24 De eenvoud van opties draagt bij aan de populariteit van deze vorm van bezoldiging. Voor het meten van de prestatie is immers geen complexe berekening nodig. Men kan de marktwaarde van de aandelen iedere dag opzoeken. Hierdoor wordt de mogelijkheid van manipulatie van de maatstaf door de bestuurders beperkt. Crystal 1991a, p. 216. Dat opties niet zo ideaal bleken te zijn als toen gedacht zou later pijnlijk duidelijk worden, zie randnummer 124.

25 Een 'bull market' betekent een aanhoudende opwaartse trend van de aandelenmarkten. De tegenhanger van een bull market is een 'bear market'.

over hun bezoldiging. Zij ontvangen, naast een redelijk vast salaris, opties op de aandelen van hun onderneming die door de stijgende aandelenprijzen voldoende inkomsten genereren.²⁶

Als de aandelenmarkt in de jaren '70 in elkaar stort terwijl de mogelijkheden tot het herprijzen van de opties beperkt zijn, lopen reden en rechtvaardiging echter uiteen. Bestuurders zien hun variabele beloning opdrogen door de dalende aandelenkoersen en verliezen hun vertrouwen in de efficiënte werking van de aandelenmarkt. Ontevreden over de gang van zaken wordt afstand genomen van de beroemde woorden van J.P. Morgan dat aandelenkoersen nu eenmaal stijgen en dalen. Geconcludeerd wordt dat de aandelenmarkten hun voorspellend vermogen over de waarde van de onderneming hebben verloren.²⁷ Daarbij wordt tevens geageerd tegen een belangrijke consequentie van de rechtvaardiging voor het bezoldigen met opties, namelijk dat als de aandelenkoers gelijk blijft of daalt de bestuurder geen beloning verdient.²⁸

Inspelend op de gedachte dat de aandelenmarkten onbetrouwbaar zijn geworden, overtuigen diverse consultants bestuurders ervan dat de reden dat zij niet dezelfde inkomsten ontvangen als voorheen niet zozeer ligt aan de inzet en prestaties van de bestuurders, maar eerder aan het feit dat de verkeerde maatstaven gebruikt worden om hun prestaties te meten. De aandelenkoers wordt immers niet alleen beïnvloed door het handelen van de bestuurder, maar is ook onderhevig aan externe factoren. Het duurt niet lang voordat bestuurders overtuigd raken van deze argumenten. Aan de beloningsconsultants wordt gevraagd onderzoek te doen naar het toepassen van variabele beloning, hetgeen leidt tot de introductie van nieuwe prestatiemaatstaven zoals 'growth in earnings per share' (hierna: EPS). Hierdoor verschuift de wijze waarop risico's verdeeld worden over de bestuurders, de aandeelhouders en de overige stakeholders. Eén van de belangrijkste consequenties is, dat de band tussen de beloning van de bestuurders en de prestatie die in het

26 Crystal 1991a, p. 215/216.

27 Deze conclusie wordt breder gedragen tijdens de jaren '70 en begin jaren '80 met als hoogtepunt een artikel op de voorpagina van BusinessWeek, getiteld: 'The Death of Equities'. Enkele maanden na het verschijnen van dit artikel van 13 augustus 1979 zou de Dow Jones weer een stijging inzetten en in één opwaartse beweging richting de 3000 punten gaan. Zie voor het artikel in BusinessWeek (met editor's note waarin de inhoud van het artikel wordt gerechtvaardigd door het in die tijdsgeest te plaatsen): <http://www.businessweek.com/stories/1979-08-13/the-death-of-equitiesbusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice> (laatst bezocht op 17 december 2013).

28 Ondernemingen hadden ervoor kunnen kiezen om de 'bear market' die volgde uit te zitten en door te gaan met het toekennen van opties. Bestuurders zouden een tijd lang geen extra variabele beloning ontvangen, maar de looptijd van toegekende opties duurt 10 jaar en geen enkele 'bear market', zelfs die na de Great Depression niet, heeft langer geduurd dan 10 jaar.

belang is van de aandeelhouders – de aandelenkoers en het dividend – zou verzwakken.²⁹

Het aantrekken van de aandelenkoersen zorgt ervoor dat de optie populair blijft als beloningsmiddel. De bereidheid om te belonen op basis van andere maatstaven om de prestatie van een onderneming (lees: bestuurder) te meten is dan echter volledig geaccepteerd, waardoor de variabele beloning van bestuurders meer geïsoleerd raakt van aandelenkoersen.

56. Afsluitende opmerkingen

De ‘Grote Compressie’ die zich afspeelt van 1940 tot 1970 zorgt ervoor dat de bezoldiging van bestuurders in deze periode van de publieke agenda afgaat. Bij de ondernemingsleiding komt het bezoldigingsbeleid juist op de radar. De industrie rondom de bezoldiging van bestuurders die ontstaat in de nadagen van de Tweede Wereldoorlog, behandelt in deze eerste jaren bezoldiging nog als een verzameling van financiële instrumenten waarmee bestuurders worden beloond. De aandacht gaat daarbij vooral uit naar het vinden van bezoldigingsinstrumenten die vanuit belastingoogpunt gunstig zijn voor de bestuurder. Met de komst van beloningsconsultants zoals Patton en Rock wordt de bezoldiging van bestuurders steeds meer gezien als een ‘instrument of leadership’.³⁰

De daling van bestuurdersbeloningen die inzet na 1942, houdt niet geheel toevallig op als duidelijk wordt dat de ontwikkeling van bestuurdersbeloningen tussen 1939 en 1950 achtergebleven is bij de ontwikkeling van de beloning van de overige werknemers. Een beperkte groei van de bezoldiging van bestuurders is het gevolg. Desalniettemin zou het gat tussen de inkomsten van de ondernemingsleiding en de gewone werknemer tot het begin van de jaren ’70 kleiner worden.

In deze periode wint het gebruik van bezoldigingsdata bij het vaststellen van de bezoldiging aan terrein. Steeds vaker wordt het bezoldigingsniveau bepaald aan de hand van externe bezoldigingsinformatie. Hierdoor is een tendens waar te nemen dat bezoldigingsbeslissingen in toenemende mate extern georiënteerd zijn. Bezoldi-

29 Ondernemingen gaan op zoek naar nieuwe maatstaven om minder afhankelijk te worden van ‘onvoorspelbare’ aandelenkoersen. Een van de eerste favoriete nieuwe maatstaven is ‘growth in earnings per share’. Aan de beloningsconsultants wordt opdracht gegeven om deze nieuwe variabele beloningsplannen in snel tempo te ontwerpen en binnen het bestaande beloningskader van de onderneming in te passen. Om dit te kunnen bewerkstelligen is het noodzakelijk dat iemand de economische waarde van de nieuwe plannen berekent, evenals de economische waarde van de variabele beloningsvormen die op dat moment nog gehanteerd werden, zoals de optieplannen. De beloningsconsultants grossierden in het werk en werden binnen korte tijd een onmisbare adviseur voor ondernemingen. Crystal 1991, p. 216/217.

30 Patton 1961, p. 2.

gingsniveaus die voorheen gebaseerd werden op interne data kunnen door de aanwezigheid van een schat aan bezoldigingsdata nu gebaseerd worden op ‘objectieve’ maatstaven en vergelijkingen binnen industrieën.³¹ Daarnaast wordt er bij het bepalen van de bezoldiging steeds meer gekeken naar de *functie* in plaats van naar het *individu*. Het gebruiken van bezoldigingsdata om een functie te waarderen en daar een bepaalde beloning aan te hangen – zoals bijvoorbeeld wordt gedaan door het immens populaire Hay Point System – zorgt ervoor dat de gedachte dat er sprake is van een volledig liquide markt van arbeidskrachten steeds meer de overhand krijgt. Patton waarschuwt in 1961 overigens nog voor deze tendens.

“The [...] more important element is an apparently irresistible tendency in the business community – from the president to the office boy – to impute values to an executive *position*. Yet the evidence is overwhelming – and admitted by one and all – that the skill, aggressiveness, and courage of the *individual* are what build value into an executive job.”³²

De komst van de beloningsconsultant heeft nog een andere uitwerking. John C. Baker hoopte met zijn boek in 1938 te bewerkstelligen dat zijn analyses van de bezoldiging van bestuurders als maatstaf konden dienen voor rechters bij het evalueren van de redelijkheid van beloningspakketten. Ironisch genoeg zorgde de toegankelijkheid van bezoldigingsdata en analyses juist voor het tegenovergestelde. De industrie die rondom de bezoldiging van bestuurders ontstaat, zorgt voor zoveel data die op zoveel verschillende manieren geïnterpreteerd kunnen worden, dat de top van de onderneming toegang krijgt tot een veelvoud aan rechtvaardigingsgronden die een nauwkeurige beoordeling door rechters minder voor de hand liggend maakt.

Intussen komt door de ineensstorting van de langdurige bull market de aandelenkoers onder druk te staan als ideale prestatie maatstaf. Bestuurders en commissarissen raken er steeds meer van overtuigd dat het succes van de onderneming beter berekend kan worden op basis van andere prestatie maatstaven. Hierdoor komen nieuwe prestatie maatstaven, zoals EPS, op. Beloningsconsultants ontpoppen zich in deze periode als onmisbare adviseurs bij het samenstellen van een juiste bezoldiging voor bestuurders.

31 Wells 2010, p. 759.

32 Patton 1961, p. 7.

Een nieuw theoretisch perspectief op bezoldiging

7.1 De agency theorie

57. Inleiding

Op het moment dat de beloningsconsultant zich in de praktijk ontpopt en onmisbaar wordt voor het ontwerpen van de bezoldiging van bestuurders, roert zich ook de academische wereld. Het is de financiële economie – en in het bijzonder de Chicago School of Economics – die een nieuwe visie introduceert op de onderneming en het belang waarvoor de onderneming gedreven dient te worden.¹ Tegelijk met het ontwikkelen van deze nieuwe visie op de onderneming komt in de Verenigde Staten ook de gestage stijging van de bezoldiging van bestuurders in een stroomversnelling terecht.

58. Theory of the ownership structure of the firm

In 1976 komen Michael C. Jensen en William H. Meckling² met een nieuwe theorie over de eigendomsstructuur van de onderneming, waarin zij voortborduren op de scheiding van eigendom en zeggenschap en onder meer de werken van Ronald Coase en Armen Alchian en Harold Demsetz.

Ronald Coase toont in *'The Nature of the Firm'* in 1937 reeds aan dat de economie geen positieve theorie kent waarmee de grenzen van de onderneming kunnen worden vastgesteld. Volgens hem bevinden de grenzen van de onderneming zich op het punt waar de invloed van de kracht van de markt ophoudt en de verdeling van bronnen op grond van bevoegdheid begint. In zijn werk richt hij zich op de kosten voor het gebruikmaken van markten om invloed uit te oefenen op contracten en handelingen. Hij beargumenteert dat activiteiten in de onderneming zelf worden opgenomen indien de kosten voor het gebruikmaken van de markten groter zijn dan de kosten voor het gebruiken van directe

1 De essay van Milton Friedman waarin hij de aanval opent op social responsibility is het startschot voor de nieuwe visie op (het doel van) de onderneming. Milton Friedman, 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits', *The New York Times Magazine*, 13 september 1970. Zie hierover tevens de dissertaties van De Jongh 2013, p. 384 en Overkleef 2017, hoofdstuk 4.

2 Jensen & Meckling 1976, p. 305-360.

bevoegdheid.³ Alchian en Demsetz borduren voort op deze gedachten van Coase. Zij verwerpen de aanname dat de activiteiten in de onderneming beheerst worden door verkregen bevoegdheid. In de benadering van Alchian en Demsetz staat de rol die contracten vervullen als vehikel voor vrijwillige uitwisseling tussen de actoren centraal. Daarbij benadrukken zij tevens de belangrijke rol van monitoren. Alchian en Demsetz beperken zich tot het monitoren in situaties waarin er sprake is van een gezamenlijke input of teamproductiviteit.⁴

Jensen en Meckling willen met hun nieuwe theorie de zwarte doos openbreken, die de onderneming dan nog is voor de economie. In hun artikel integreren zij elementen van de *‘agency theory’*, de *‘theory of property rights’* en de *‘theory of finance’*, om tot een nieuwe *‘theory of the ownership structure of the firm’* te komen.

59. Nexus of contracts⁵

Jensen en Meckling zien contractuele relaties als de basis van de onderneming.⁶ De meeste organisaties zijn eenvoudige juridische ficties die dienen als een web van contractuele relaties tussen individuen. Volgens hen bestaat er dus alleen een veelheid aan complexe relaties (contracten) tussen de juridische fictie (de vennootschap) en de eigenaren die arbeid, materiaal en kapitaal leveren, alsmede de consumenten die de output afnemen. Indien de vennootschap gezien wordt als een web van contractuele relaties tussen individuen dan verwerpt men de visie die ziet op de personalisatie van de vennootschap.⁷ De vennootschap is geen individu. Zij is een juridische fictie die dient als een focus voor complexe processen waarin de conflicterende doelen van individuen in een equilibrium worden gebracht binnen een kader van contractuele relaties.⁸

3 Coase 1937, p. 386–405.

4 Alchian & Demsetz 1972, p. 777-795.

5 Zie verder over de nexus of contracts onder andere Easterbrook & Fishel 1991 en Butler & Ribstein 1995.

6 Jensen en Meckling stellen een contract overigens gelijk aan iedere verplichting, ongeacht of deze voortkomt uit een overeenkomst, de statuten of voortvloeit uit de wet.

7 Volgens Jensen en Meckling wordt door deze visie duidelijk dat vragen als *‘wat moet de objectieve functie van de vennootschap zijn?’* of *‘heeft de vennootschap een sociale verantwoordelijkheid?’* misleidend zijn.

8 Jensen & Meckling 1976, p. 8/9. Zie over het verschil tussen de ‘nexus of contract’-visie van Jensen en Meckling en de oude Nederlandse contractuele leer: De Jongh 2013, p. 416/417.

60. Agency theory

Binnen deze contractuele benadering van de onderneming richten Jensen en Meckling zich op de positieve aspecten van de *agency theory*. Zij definiëren een *agency*-relatie als een contract, waaronder één of meer personen (de principaal of principalen) een verbintenis aangaan met een ander persoon (de agent) die bepaalde diensten in hun naam zal verrichten, waarbij er tevens sprake is van het delegeren van enige bevoegdheid aan de agent om beslissingen te nemen.

“We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some services on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.”⁹

Daarbij gaan Jensen en Meckling uit van de veronderstelling dat iedere partij die bij een contract betrokken is, steeds die handelingen verricht die het meest waarschijnlijk zijn eigen verwachte nut maximaliseren.¹⁰ Iedereen handelt dus altijd op een manier waar zijn eigen belang het meest bij gebaat is.¹¹

Voortbordurend op hun visie van de onderneming als een ‘web van contracten’ constateren Jensen en Meckling dat de relatie tussen aandeelhouders en bestuurders van een onderneming voldoet aan de definitie van een pure *agency*-relatie.¹² Zij gaan ervan uit dat er sprake is van een contract, waarbij de aandeelhouders een verbintenis aangaan met een bestuurder die bepaalde diensten in hun naam zal verrichten waarbij de bestuurder (enige) bevoegdheid van de aandeelhouders gedelegeerd krijgt om beslissingen te nemen.

61. Residual claimants en aandeelhouderswaarde

Van belang voor hun theorie is de constatering van Jensen en Meckling dat er onderscheid gemaakt dient te worden in de positie van de contractspartijen. Er bestaat volgens hen een fundamenteel verschil tussen de vordering van aandeelhouders (uit hoofde van hun aandeelhouderschap) enerzijds en de vorderingen van andere contractspartijen zoals werknemers, schuldeisers en leveranciers anderzijds. Deze laatstgenoemde contractspartijen hebben weliswaar een belang bij het welvaren van de vennootschap en de onderneming, maar dit belang is indirect. Zij

9 Jensen & Meckling 1976, p. 5.

10 Zij gaan hierbij uit van het mensbeeld dat voldoet aan het type REMM (Resourceful, Evaluative Maximizers). Zie Meckling 1976 en tevens Jensen & Meckling 1994, p. 4-19.

11 Hoewel deze aanname controversieel is onder economen, staat deze desalniettemin centraal in de *agency* theorie en speelt deze zienswijze een grote rol bij de manier waarop vandaag de dag de bezoldiging van bestuurders wordt vormgegeven.

12 Jensen & Meckling 1976, p. 6.

zijn immers in staat wederzijdse rechten en verplichtingen vast te leggen in een contract (voor zover deze niet reeds beschermd worden door bijvoorbeeld het faillissementsrecht of het arbeidsrecht).¹³ De belangen van deze contractspartijen zijn derhalve beperkt tot de voldoening van hetgeen tevoren overeengekomen is en hangen daardoor slechts in mindere mate af van het welvaren van de vennootschap.

De waarde van de aandelen van aandeelhouders en de hoogte van het uit te keren dividend hangen daarentegen geheel en al af van het welvaren van de vennootschap. De opbrengst staat niet op voorhand vast, maar is afhankelijk van hetgeen overblijft na het voldoen van de verplichtingen jegens alle andere contractspartijen. De aandeelhouders worden daarom door Jensen en Meckling aangemerkt als de ‘*residual claimants*’.¹⁴

Jensen en Meckling zijn van mening dat de vennootschap gedreven moet worden in het belang van de aandeelhouders, juist omdat zij de residual claimants zijn. Daarbij speelt bij hen niet de gedachte dat de belangen van de andere contractspartijen irrelevant zijn, maar dat de maximalisering van aandeelhouderswaarde impliceert dat ook de vorderingen van de andere contractspartijen voldaan zijn. Voordat immers de aandeelhouders aan de beurt komen, hebben de andere contractspartijen al gekregen wat hun toekomt.¹⁵ Bestuurders dienen zich aldus, bij het gebruikmaken van de aan hen gedelegeerde bevoegdheden, te richten op het belang van de aandeelhouders. De vraag is of bestuurders dit altijd zullen doen.

Tegen de visie van Jensen en Meckling op de positie van de aandeelhouder als principaal en de bestuurder als agent binnen het ondernemingsrechtelijk bestel zijn verschillende argumenten in te brengen.¹⁶ Ik volsta met de constatering dat deze visie in het Nederlandse vennootschapsrecht reeds lange tijd verlaten is. Van de Grinten merkte ver voor het artikel van Jensen en Meckling in dit kader op: “De verhouding van het bestuur tot de n.v. wordt in de oudere literatuur beschouwd als een mandaatsverhouding. Deze voorstelling van zaken is meer en meer verlaten. De geheel eigen plaats, die het bestuur in de n.v. inneemt, kan onvoldoende verklaard worden uit lastgeving.”¹⁷ Maeijer is even-

13 Zie hierover De Jongh 2013, p. 386.

14 Jensen & Meckling 1976. Zie ook Fama & Jensen 1983a, p. 301-325 en Fama & Jensen 1983b, p. 327-349.

15 Zie onder andere Kraakman e.a. 2009, p. 28. Het gelijkstellen van het succes van de onderneming aan het aandeelhoudersbelang dient nog een tweede doel; het geeft aan bestuurders een duidelijke taakopdracht. Door te kiezen voor het aandeelhoudersbelang, in tegenstelling tot bijvoorbeeld het belang van alle ‘*stakeholders*’, heeft de raad van bestuur een helder kader aan de hand waarvan hij beoordeeld kan worden. De Jongh 2013, p. 386/387.

16 Stout 2002, p. 1191.

17 Van der Grinten 2004, p. 324.

eens duidelijk wanneer hij stelt: “Een aandeelhouder is geen ‘eigenaar’ van de onderneming; deze behoort met al haar onderdelen toe aan de rechtspersoon. De aandeelhouder krijgt vanwege zijn inbreng een aandeel, dat is een door het bedrag van het aandeel bepaald vermogensrecht van eigen aard, waaraan recht in het financiële vlak (recht op winst en recht om te delen in het liquidatiesaldo) en rechten in het vlak van de zeggenschap (o.a. stem- en vergaderrecht) zijn verbonden.”¹⁸ Ook de gedachte dat de onderneming gedreven dient te worden in het belang van de aandeelhouders als residual claimant komt niet overeen met het stakeholdersmodel dat leidend is in het Nederlandse vennootschapsrecht. Vorenstaande kwam recent tot uitdrukking in de voorlopige beschikking van de Ondernemingskamer inzake Elliott/AkzoNobel. De Ondernemingskamer overweegt daar ten aanzien van de beoordeling van een (ongevraagd) overnamevoorstel: “Het bestuur van een doelvennootschap dient zich ook bij de beoordeling van voorstellen van een potentiële bidder, onder toezicht van de raad van commissarissen, te richten op – in de termen van de Corporate Governance Code – de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en daartoe de in aanmerking komende belangen van de *stakeholders* te wegen. Dat richtsnoer brengt logischerwijs mee dat denkbaar is dat de doelvennootschap besluit een voorstel van een potentiële bidder niet te steunen, ook indien een meerderheid van de aandeelhouders van de doelvennootschap een dienovereenkomstig bod zou willen aanvaarden. Om dezelfde reden is evenzeer denkbaar dat de doelvennootschap besluit een voorstel voor een potentiële bidder niet te steunen terwijl aannemelijk is dat een *stand alone* scenario minder aandeelhouderswaarde genereert (op lange termijn) dan het overnamevoorstel (op korte termijn). Korter gezegd: het feit dat een besluit van de doelvennootschap om een bod niet te steunen niet strookt met de wil van (een meerderheid van) de aandeelhouders, betekent niet zonder meer dat de doelvennootschap in redelijkheid niet tot dat besluit heeft kunnen komen.”¹⁹ Desalniettemin is de agent-principaaltheorie ook in Nederland van overweldigende invloed geweest op de ontwikkeling van het ondernemingsrecht, onder meer vanwege het inzicht dat deze theorie geeft in de (mogelijke) belangenconflicten tussen bestuurders en aandeelhouders.

62. Belangenconflicten

Het delegeren van bevoegdheden door aandeelhouders aan bestuurders heeft belangrijke voordelen. Indien alle aandeelhouders moeten participeren bij iedere beslissing, verwordt de onderneming al snel tot een log apparaat. Door de beslissingsbevoegdheid bij een kleine groep bestuurders neer te leggen, kan slagvaardiger te werk worden gegaan terwijl tegelijkertijd de aandeelhouders bij hogere kapitaaleisen in staat worden gesteld hun risico te spreiden over vele beleggingen. Tevens is het mogelijk de zeggenschap over te laten aan personen die gespecialiseerd zijn in het besturen van een onderneming, terwijl de aandeelhouders zich kunnen richten

¹⁸ Maeijer 2000, p. 385.

¹⁹ OK 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, r.o. 3.34 (Elliott/AkzoNobel).

op het investeren van hun vermogen in verschillende ondernemingen om zodoende hun persoonlijke financiële risico te minimaliseren door te diversifiëren.²⁰

Het delegeren van bevoegdheid aan de bestuurder zorgt volgens de *agency* theorie ook voor problemen. Tussen de bestuurder en de aandeelhouders kunnen belangenconflicten aanwezig zijn. Belangenconflicten komen onder meer voort uit een verschil in *risk appetite*. Aandeelhouders hebben een belang bij het optimaal gebruiken van de bronnen van de onderneming om een zo hoog mogelijke ondernemingswaarde te creëren, waarbij zij relatief risiconeutraal zijn, aangezien zij in hun aandelenportfolio gediversifieerd zijn. Verondersteld wordt dat de bestuurder een winstmaximalisatie door een zo hoog mogelijke bezoldiging voor ogen heeft, terwijl hij risico-avers is, aangezien een bestuurder zijn gehele *human capital* in de onderneming steekt en door een falen en een daarmee gepaard gaand ontslag harder getroffen wordt dan de aandeelhouder.

Een ander, en mogelijk groter, probleem is dat de bestuurder, doordat hij bovengenoemde bevoegdheid gedelegeerd krijgt, toegang krijgt tot informatie die veelal niet toegankelijk is voor de aandeelhouder. De bestuurder is immers op de hoogte van de dagelijkse gang van zaken, terwijl een aandeelhouder slechts beperkt geïnformeerd wordt door middel van veelal openbaar gemaakte stukken. Hierdoor ontstaat er informatie-asymmetrie tussen de bestuurder en de aandeelhouder, die de bestuurder een discretionaire speelruimte verschaft om te handelen. De combinatie van een belangenconflict en informatie-asymmetrie zorgt ervoor dat *moral hazard* zich voor kan doen. De informatie-asymmetrie stelt de bestuurder in staat zijn eigen nut te maximaliseren ten koste van de aandeelhouder. Een bestuurder kan bijvoorbeeld zijn persoonlijke 'kosten' minimaliseren door niet de inspanning te leveren die de aandeelhouder van de bestuurder zou mogen verwachten. Doordat de aandeelhouder niet in staat is het gedrag van de bestuurder te monitoren, kan de bestuurder nieuwe winstgevendende projecten uit de weg gaan, simpelweg omdat het hem te veel moeite of inspanning kost om bijvoorbeeld nieuwe technologieën te leren.²¹ Het ontwijken van deze persoonlijke kosten kan ervoor zorgen dat de waarde van de onderneming substantieel lager ligt dan anders het geval zou zijn geweest.²²

Uiteraard kan ook het traditionele tegenstrijdige belang spelen doordat de bestuurder de mogelijkheid heeft de middelen van de onderneming aan te wenden voor zijn eigen nut door middel van '*unfair self-dealing*'.²³

20 Fama & Jensen 1983a, p. 11.

21 Jensen & Meckling 1976, p. 12.

22 Het probleem van het minimaliseren van persoonlijke kosten door de bestuurder wordt '*shirking*' genoemd.

23 Eisenberg 1989, p. 1471.

De bestuurder kan tevens zijn positie willen behouden en verbeteren, ook als dit ten koste gaat van de aandeelhouders. Dit (mogelijk) tegenstrijdige belang wordt ‘*positional conflicts*’ genoemd.²⁴ Bestuurders kunnen het moeilijk maken voor anderen om hun (individuele) prestaties objectief te monitoren. Ze kunnen barrières opwerpen om ontslagen te worden in geval van slechte(re) prestaties. Ook kunnen bestuurders zich opportunistisch gedragen door bijvoorbeeld bovenmatig in te zetten op de groei van de onderneming (*empire building*) om zodoende tevens hun macht, prestige en salaris te maximaliseren, ook als de toename van de omvang van de onderneming geen aandeelhouderswaarde creëert. Ze kunnen geld en andere middelen oppotten of diversificatie binnen de onderneming doorvoeren om het risico van hun menselijk kapitaal dat zij in de onderneming gestoken hebben te reduceren, ondanks het feit dat diversificatie niet in het belang van de aandeelhouders is.²⁵

Ten slotte kan een bestuurder zijn eigen belang dienen ten koste van aandeelhouders door ‘*consumption on the job*’, zoals bij voorbeeld de onnodige aankoop van een ‘corporate jet’.²⁶

Indien men, zoals Jensen en Meckling, ervan uitgaat dat zowel de principaal als de agent louter zijn eigen nut wil maximaliseren, dan is er goede reden om aan te nemen dat de agent niet altijd in het belang van de principaal zal handelen. Dezelfde conclusie zagen wij reeds bij Adam Smith en Berle en Means.²⁷ Jensen en Meckling nemen deze vooronderstelling als uitgangspunt om de kosten die gepaard gaan met de relatie tussen principaal en de agent vast te stellen. Deze kosten worden de ‘*agency-costs*’ genoemd.

24 Eisenberg 1989, p.1472.

25 Aandeelhouders kunnen immers hun risico verkleinen door het diversifiëren van hun portfolio. “In the real world positional conflicts are more important than either shirking or traditional conflicts of interest. Most top managers will probably refrain from shirking simply because their self-esteem is tied to hard work and accomplishment. Most top managers will probably refrain from unfair self-dealing simply because they have internalized the rules of social morality. However, self-esteem and morality may often be inadequate to curb positional conflicts. The top manager’s self-esteem often crucially depends on the maintenance and enhancement of his position, and conduct designed to maintain and enhance one’s position may not be immoral in any obvious sense.” Zie Eisenberg 1989, p. 1472/1473.

26 Fama 1980, p. 288-307.

27 Adam Smith achtte de naamloze vennootschap als rechtsvorm juist daarom ongeschikt voor het drijven van een onderneming. Berle en Means vroegen zich nog af wat de drijfveer van de bestuurder was. Als dat het maximaliseren van zijn eigen nut zou zijn, dan liepen de belangen van de aandeelhouder en de bestuurder uiteen en stonden deze soms zelfs lijnrecht tegenover elkaar. Zocht de bestuurder echter prestige en macht, dan konden de belangen van de bestuurder en de aandeelhouders parallel lopen. Smith 1776, Boek 5, hoofdstuk 1, deel 3, art. 1; Berle & Means 1932, p. 122.

63. Agency costs

Volgens Jensen en Meckling kan de principaal de tegenstelling tussen de belangen van de agent en zijn eigen belangen tegengaan door de juiste prikkels te creëren voor de agent en monitoringskosten op zich te nemen die ontworpen zijn om het afwijkende gedrag van de agent in te dammen.²⁸

Ook de agent maakt kosten. In sommige situaties is het voordelig voor de agent om zich op een bepaalde manier te binden om zo te waarborgen dat hij geen acties zal ondernemen die nadelig zijn voor de principaal of om zeker te stellen dat de principaal gecompenseerd wordt als hij zulke acties wel onderneemt. Deze kosten worden ‘*bonding costs*’ genoemd.

Het is praktisch onmogelijk voor de principaal en de agent om er zeker van te zijn dat deze laatste altijd vanuit het oogpunt van de principaal de meest optimale beslissingen neemt, zonder kosten te maken. In het hypothetische geval dat aandeelhouders toegang zouden hebben tot alle informatie over de activiteiten van de bestuurder en de investeringsmogelijkheden van de vennootschap, zouden zij een contract kunnen ontwerpen waardoor zij iedere bestuurlijke handeling of elk nalaten in elke mogelijke situatie zouden kunnen specificeren en afdwingen.²⁹ Bestuurlijke handelingen en investeringsmogelijkheden zijn echter niet volledig zichtbaar voor aandeelhouders. Er is eerder sprake van het tegenovergestelde: aandeelhouders weten veelal niet welke handelingen een bestuurder kan ondernemen of welke van deze handelingen de waarde voor de aandeelhouders doet toenemen.³⁰

In de relatie tussen een principaal en een agent zal het voor beide partijen dus onvermijdelijk zijn monitoring- en/of bondingkosten (zowel financiële als niet-financiële) voor lief te nemen. En zelfs als het monitoren en bonden optimaal worden uitgevoerd, dan nog zal er enige afwijking blijven bestaan tussen de handelingen van de agent en de handelingen die de waarde van de principaal zouden maximaliseren. Het euro-equivalent van de afname in waarde die door de principaal ervaren wordt als gevolg van deze afwijking, moet ook gerekend worden tot de kosten van de *agency*-relatie. Deze laatste kosten worden ‘*residual loss*’ genoemd.

28 Jensen & Meckling 1976, p. 5. Het monitoren van een agent behelst meer dan het meten en observeren van zijn gedrag. Ook de inspanningen van de principaal om het gedrag van de agent te controleren door bijvoorbeeld het stellen van een budget of een daarop gericht bezoldigingsbeleid moet onder dit begrip worden geschaard.

29 Zelfs in deze hypothetische situatie kan men de gemaakte kosten voor het ontwerpen van het optimale contract aanmerken als *agency* kosten, waardoor deze kosten alsnog spelen (zij het minimaal).

30 Jensen & Murphy 1990a, p. 225-264.

Volgens Jensen en Meckling zijn de *agency costs* dan ook de totale som van de monitoringkosten, de bondingkosten en de residual loss.³¹

64. Monitoren van de bestuurder

Aandeelhouders worden dus geconfronteerd met monitoringskosten en residual loss. Tot op zekere hoogte zijn deze kosten communicerende vaten. Hoe meer monitoringskosten de aandeelhouders maken, des te lager zal de residual loss zijn.³²

De aandacht van de aandeelhouders dient derhalve uit te gaan naar het monitoren van de bestuurder. Daarbij dient te worden opgemerkt dat het monitoren door de aandeelhouders in een brede context moet worden geplaatst. Het monitoren van een bestuurder behelst meer dan het meten en observeren van zijn gedrag. Ook de inspanningen van de aandeelhouders om het gedrag van de bestuurder te sturen en de bestuurder te motiveren moeten onder het monitoren geschaard worden. De aandeelhouders dienen conform de agency theorie dus, behalve te observeren, tevens de juiste prikkels te creëren voor de bestuurder om in hun belang te handelen teneinde hem te kunnen controleren.

65. Rationele apathie en het free riding probleem

Uit de *agency* theorie vloeit derhalve de noodzaak voort mechanismen te vinden waardoor aandeelhouders ondanks de informatieasymmetrie toch de ‘agent’ kunnen controleren. Daarbij wordt er wel van uitgegaan, dat een voortdurende controle op het bestuur door de aandeelhouders zelf niet te realiseren is. In het bijzonder voor de aandeelhouder met een beperkt aandeel in de onderneming staan de kosten die de aandeelhouder moet maken om een zo groot mogelijke controle op de bestuurder uit te oefenen niet in verhouding tot het risico op verlies vanwege mismanagement van de onderneming of de voordelen die door efficiënte controle behaald kunnen worden. De aandeelhouder met een beperkt aandelenbezit is dus rationeel apathisch.³³ Daarnaast bestaat tevens de kans dat bepaalde aandeelhouders

31 Jensen & Meckling 1976, p. 6.

32 Het zijn geen perfect communicerende vaten die zich bewegen langs een lineaire lijn. De eerste inspanningen op het gebied van monitoring zullen een sterkere invloed hebben op de afname van de residual loss dan latere inspanningen. Uiteindelijk komt men op een punt waarbij extra monitoringskosten niet meer opwegen tegen de afname in residual loss.

33 Adam Smith schreef reeds over apathische aandeelhouders in zijn *Wealth of Nations*: “The trade of a joint stock company is always managed by a court of directors. This court, indeed, is frequently subject, in many respects, to the control of a general court

hun deelname aan de controle weigeren om vervolgens wel van de voordelen van de controle door andere aandeelhouders te profiteren (het zogenaamde *free riding* probleem). De rationele apathie van de aandeelhouder zorgt er in combinatie met het *free riding* probleem voor dat het praktisch gezien voor de aandeelhouders onmogelijk is gemeenschappelijk de controle over de bestuurders uit te oefenen.³⁴ De aandeelhouders zullen dus alternatieve monitoringsmechanismen moeten vinden. Hierbij staan zowel externe als interne mechanismen de aandeelhouders ter beschikking.

66. Externe controlemechanismen

Een extern mechanisme waarvan wordt aangenomen dat deze een beduidende controle uitoefent op de bestuurders is de kracht van de kapitaalmarkt en in het bijzonder de *market for corporate control*.³⁵ Als het zwaard van Damocles hangt altijd de mogelijkheid van een (vijandige) overname boven het hoofd van de bestuurder. Indien de onderneming op de kapitaalmarkt ondergewaardeerd wordt doordat het bestuur niet zorg draagt voor een efficiënte bedrijfsvoering en er voldoende mogelijkheden tot waardecreatie worden voorzien, ligt een (vijandig) bod op de loer, waarna het bestuur van de overgenomen onderneming vervangen wordt.³⁶

Naast de kracht van de kapitaalmarkt wordt tevens aangenomen dat de arbeidsmarkt voor bestuurders een vorm van controle uitoefent. Een bestuurder die zijn aanstelling verliest op grond van slechte prestaties, heeft meestal slechtere vooruitzichten op de arbeidsmarkt na ontslag.³⁷

of proprietors. But the greater part of those proprietors seldom pretend to understand anything of the business of the company; and when the spirit of faction happens not to prevail among them, give themselves no trouble about it, but receive contentedly such half-yearly or yearly dividend as the directors think proper to make to them.” Smith 1776, volume 4, boek 5, hoofdstuk I, p. 32.

34 Robert Clark noemt deze houding van de aandeelhouders ‘rational apathy’, zie Clark 1979. Easterbrook en Fischel zien het meer als een probleem van ‘collective choice’. Als velen mogen stemmen dan gaat niemand ervan uit dat zijn stem beslissend zal zijn. Easterbrook & Fischel 1996, p. 66.

35 Zie uitgebreid over de theorievorming door Manne rondom de market for corporate control: Overkleef 2017, 4.4.2.

36 Eén van de eerste auteurs die over de market for corporate control schreef was Henry Manne; zie bijvoorbeeld Manne 1965.

37 Jensen en Murphy noemen verder ook nog de ‘competition in the product market’. Jensen & Murphy 1990a, p. 35 onder verwijzing naar Hart 1983, p. 366-382.

Aangenomen wordt dat het louter vertrouwen op de externe werking van de verschillende markten niet voldoende is om de bestuurder efficiënt te kunnen controleren, waardoor aandeelhouders op zoek moeten gaan naar efficiënte interne vennootschappelijke monitoringsmechanismen.³⁸

67. Interne controlemechanismen

De interne controlemechanismen kunnen worden verdeeld in twee groepen. De eerste groep heeft betrekking op de interne controlemechanismen waarbij wordt ingezet op het ‘fysiek’ monitoren van het bestuur. Men kan hierbij denken aan de rol die de raad van commissarissen – of bij een one-tier board de non-executives – spelen in het fysiek toezicht houden op het bestuur.

De tweede groep is het geven van de juiste (financiële) prikkels voor bestuurders. Murphy en Jensen spreken van drie beleidselementen die de juiste prikkels voor bestuurders creëren om de waarde van hun bedrijf te maximaliseren.³⁹ Allereerst kan de raad van commissarissen ervoor zorgen dat bestuurders substantiële eigenaars worden van (de aandelen in) de onderneming.⁴⁰ Ten tweede kan de dreiging van ontslag wegens slechte prestaties realistisch gemaakt worden.⁴¹ De grootste troef is echter het op zodanige wijze structureren van salarissen, bonussen en aandelen(opties) dat grote beloningen worden uitgekeerd voor superieure prestaties en er zware (financiële) straffen staan op slechte prestaties.

De meest krachtige verbinding tussen het welzijn van de aandeelhouders en de rijkdom van een bestuurder is uiteraard het directe eigenaar- ofwel aandeelhouderschap. Daarbij dient men niet alleen te kijken naar de waarde in euro's van het aandeelhouderschap van de bestuurder of naar de waarde van zijn aandelen als een percentage van zijn jaarlijkse vaste (cash)bezoldiging, maar tevens naar het percentage van de uitstaande aandelen van de onderneming dat de bestuurder bezit. De scheiding van eigendom en zeggenschap brengt met zich, dat bij de grote beursgenoteerde ondernemingen het aandeelhouderschap van een bestuurder in zijn onderneming veelal te verwaarlozen is. Door de enorme omvang van deze ondernemingen is het onredelijk en tevens onmogelijk te verlangen dat de bestuurder een substantieel en betekenisvol aandeel houdt in zijn

38 Zie bijvoorbeeld Stout 2014, p. 29, waar Stout ingaat op de vraag in hoeverre reputatieschade een bestuurder ervan weerhoudt om opportunistisch te handelen. Williamson, die onderzoek heeft gedaan naar reputatieschade, stelt “the efficacy of reputation effects is easily overstated.” Zie Williamson 1996, p. 116.

39 Door het monistische systeem (de one-tier board) dat in de Verenigde Staten de (beursgenoteerde) vennootschappen beheerst en de centrale rol die de CEO in de VS inneemt, wordt door Jensen en Murphy steeds over de CEO's gesproken in plaats van bestuurders.

40 Zie voor bovenstaande voorbeeld Jensen & Murphy 1990b, p. 7.

41 Jensen & Murphy 1990b, p. 10.

onderneming. De grootte van een bedrijf legt dus een beperking op (en levert daardoor een kostenpost op) aan de prikkels die men voor bestuurders kan ontwerpen. Bij de meeste beursgenoteerde ondernemingen bezit de mediaanbestuurder minder dan 0.1% van de aandelen in zijn onderneming. Indien hij moet beslissen over de aankoop van een ‘corporate jet’ van € 10 miljoen, dan is het aandelengerelateerde effect van deze potentieel waardevernietigende investering voor de mediaanbestuurder minder dan € 10.000. Deze vermindering van de rijkdom van de bestuurder is hetzelfde wanneer het aandelenbezit een grote of een kleine fractie van de totale rijkdom van de bestuurder vertegenwoordigt. Indien een bestuurder een substantieel pakket aandelen bezit in zijn onderneming dan is de prikkel die hij ontvangt om verspilling tegen te gaan door de daling in de waarde van zijn aandelen krachtiger. Zolang hij echter minder dan 100% van de aandelen houdt, zullen additionele financiële prikkels nodig zijn om de bestuurder te controleren.

7.2 De pay-for-performancebenadering

68. ‘Pay for performance’ als oplossing voor het agency probleem

Eind jaren ’70 en begin jaren ’80 wordt vanuit de (financiële) economie de gedachte ontwikkeld dat de oplossing voor de *agency* problematiek ligt in het ontwerpen van een bezoldigingsbeleid waardoor bestuurders de prikkels krijgen om voor die handelingen te kiezen die de aandeelhouderswaarde verhogen.⁴² De bezoldiging dient op een zodanige wijze gestructureerd te worden dat grote beloningen worden uitgekeerd voor superieure prestaties en er zware (financiële) straffen staan op slechte prestaties.

In 1990 komen Jensen en Murphy met een belangwekkend artikel over deze noodzaak van ‘pay for performance’. De samenhang tussen prestatie en beloning is dan nog ver te zoeken.⁴³ Jensen en Murphy roepen op tot een herijking van de wijze waarop bestuurders beloond dienen te worden. Het gaat er in hun visie niet om *hoeveel* een bestuurder betaald krijgt, maar *hoe* hij beloond wordt.

“In most publicly held companies, the compensation of top executives is virtually independent of performance. On average, corporate America pays its most important leaders like bureaucrats. Is it any wonder then that so many CEOs act like bureaucrats rather than

42 Zie onder andere: Jensen & Murphy 1990a, p. 225-264; Jensen & Murphy 1990b, p. 138-153.

43 Jensen en Murphy berekenden dat begin jaren ’90 van de vorige eeuw de bezoldiging van bestuurders (inclusief de kans op ontslag en de aandelen die de bestuurders houden) per \$1000 verandering in aandeelhouderswaarde gemiddeld af of toeneemt met \$3.25. Jensen & Murphy 1990a, p. 225-264.

the value-maximizing entrepreneurs companies need to enhance their standing in world markets?”⁴⁴

Door een bezoldigingsbeleid te ontwerpen dat gekoppeld is aan een prestatiemaatstaf die bijdraagt aan het realiseren van het doel van de aandeelhouders, wordt een bestuurder aangezet tot het ondernemen van activiteiten die de waarde van de onderneming (en daarmee de waarde voor de aandeelhouders) maximaliseert en zodoende het belangenconflict verkleint, aldus de auteurs.⁴⁵

Omdat het vaste salaris niet mee kan veranderen met de waarde van de onderneming, is de vaste beloning niet effectief om bestuurders te motiveren om te handelen in het belang van de aandeelhouders.⁴⁶ Vandaar dat Jensen en Murphy variabele beloning het meest effectieve instrument vinden voor het op één lijn brengen van de belangen van bestuurders en aandeelhouders.⁴⁷

69. Optimaal contract

Cruciaal voor de pay-for-performancebenadering is het ontwerpen van een optimaal en tevens afdwingbaar contract waarin de financiële prikkels worden vastgelegd. Er wordt van uitgegaan dat zowel de principaal als de agent zijn eigen belang nastreeft. Een agent zal gaan ‘shirken’ als hij de kans geboden krijgt, terwijl de principaal zal terugkomen op betalingsbeloftes tenzij beiden beperkt worden door een afdwingbaar contract waarin de juiste (financiële) prikkels zijn opgenomen.⁴⁸ De oplossing voor beide partijen is om een ‘efficiënt’ of ‘optimaal’ contract op te stellen op basis waarvan de principaal juridisch verplicht is de agent een specifieke beloning te betalen welke ex ante gekoppeld is aan specifieke observeerbare en meetbare criteria die betrekking hebben op de prestaties van de agent.⁴⁹ Het recht – en in het bijzonder het ‘pacta sunt servanda beginsel’ – speelt binnen deze theorie derhalve een ondergeschikte, maar belangrijke rol. Doordat er een systeem bestaat waarbinnen contracten daadwerkelijk kunnen worden afgedwongen, kunnen de agent en de principaal over en weer tegen elkaar worden beschermd.

Daarbij is men zich ervan bewust dat iedere overeenkomst, en in het bijzonder een overeenkomst tussen een onderneming en een bestuurder, altijd incompleet is. Het is immers onmogelijk alle potentiële situaties of problemen in een contract op te nemen die zich in de toekomst tussen partijen kunnen voordoen. Door echter

44 Jensen & Murphy 1990b, p. 1.

45 Jensen & Murphy 1990b, p. 1.

46 Jensen & Murphy 1990b, p. 21/22.

47 Jensen & Murphy 1990a, p. 32/33; Jensen & Murphy 1990b, p. 21/22.

48 Stout 2014, p. 26.

49 Stout 2014, p. 7.

te betalen voor de prestatie moet de incompleetheid van de overeenkomst overwonnen worden.⁵⁰

De zoektocht is derhalve die naar het optimale contract tussen de principaal en de agent. Indien voldoende nauwkeurig de prestaties van de agent worden gemeten en beloond, dan stelt het optimale contract de principaal in staat om de kracht die uitgaat van hebzucht en het eigenbelang in te zetten om te komen tot efficiëncy en betere economische prestaties.⁵¹ Aangenomen wordt daarbij dat beide partijen geïnformeerd zijn en op armengte afstand met elkaar onderhandelen waardoor uiteindelijk tot een optimaal contract gekomen wordt.

70. De selectiefunctie van een juiste bezoldiging

Indien een optimaal contract overeengekomen wordt, is er volgens Jensen en Murphy, naast het verkleinen van het belangenconflict, nog een tweede voordeel om de prestaties van bestuurders te koppelen aan hun bezoldiging. Een adequaat vormgegeven bezoldiging behelst namelijk een selectiefunctie.

Een goed ontworpen bezoldigingspakket voor bestuurders zal drie dingen bewerkstelligen: (i) het trekt de juiste bestuurder aan voor de laagste kosten, (ii) het houdt de juiste bestuurder vast voor de laagste kosten (en moedigt de juiste bestuurder aan de onderneming te verlaten op het meest geschikte tijdstip) en (iii) het motiveert de bestuurder om handelingen te ondernemen die lange termijn aandeelhouderswaarde creëren en om handelingen te vermijden die waarde vernietigen.⁵²

Een prestatiegericht bezoldigingsbeleid schept volgens Jensen en Murphy niet alleen de voorwaarden voor de wijze waarop een bestuurder zich dient te gedragen, maar het helpt ook bij het bepalen van welke soort bestuurders een organisatie wil aantrekken.⁵³ Een bezoldigingsbeleid waarbij prestatie ‘agressiever’ wordt beloond en waarbij een grotere mogelijkheid bestaat op het vertrek van de bestuurder bij slechte prestaties, zal ervoor zorgen dat minder getalenteerde bestuurders een substantieel lagere bezoldiging ontvangen. In de loop der tijd zullen deze bestuurders worden vervangen door meer kundige en gemotiveerde bestuurders die, gemiddeld, beter zullen presteren en daardoor een hoger bezoldigingsniveau zullen halen. Ook de zittende bestuurders zullen sterkere prikkels krijgen om

50 Zie over de incompleetheid van overeenkomsten, onder andere Scott 2003.

51 Stout 2014, p. 3.

52 Jensen, Murphy & Wruck 2004, p. 19.

53 “If you pay peanuts, you get monkeys” versie 2.0. Je moet niet alleen voldoende betalen om geschikte kandidaten aan te kunnen trekken, maar je moet ook betalen voor prestatie waardoor de bestuurders worden aangetrokken die meer getalenteerd en gemotiveerd zijn.

creatieve manieren te vinden om de ondernemingsprestatie te intensiveren. Als resultante zal ook hun bezoldiging toenemen.⁵⁴

Gaat men prestatiegericht bezoldigen dan zal de bezoldiging van bestuurders volgens deze visie dus stijgen. De potentiële toename van ondernemingsprestaties en de potentiële winst van aandeelhouders zullen volgens de theorie echter ook evenredig groter zijn.⁵⁵ De stijging is derhalve geen verdeling van rijkdom die eigenlijk toebehoort aan de aandeelhouders en nu in de zakken van de bestuurder terecht komt, maar wordt betaald uit de extra inkomsten die gegenereerd worden door verbeterde ondernemingsprestaties.⁵⁶

71. Prestatie

Jensen en Murphy stellen dus dat er bezoldigd moet worden voor prestatie. Daarbij dient volgens hun visie het creëren van aandeelhouderswaarde als prestatie aange-merkt te worden. Aangezien de activiteiten van de bestuurder niet honderd procent te observeren zijn, dienen zijn prestaties achteraf gemeten te worden. Nu de input van de bestuurder moeilijk te monitoren is, zal men voornamelijk moeten kijken naar de output oftewel de verandering in aandeelhouderswaarde.⁵⁷ Door de bezoldiging te baseren op de verandering in aandeelhouderswaarde creëert men volgens hen de juiste prikkels.⁵⁸ Hoewel de aandeelhouderswaarde ook door verschillende andere factoren dan de handelingen van de bestuurder wordt beïnvloed, bijvoorbeeld door de handelingen van andere bestuurders en werknemers, valutawijzigingen of een daling van de olieprijs, dient de bezoldiging van een bestuurder volgens Jensen en Murphy alleen gekoppeld te worden aan de aandeelhouderswaarde, aangezien dat het ultieme belang van de aandeelhouders is.⁵⁹

54 Het creëren van betere prikkels voor bestuurders betekent noodzakelijk wel een toename van het financiële risico voor bestuurders. Indien het financiële risico van de bestuurder toeneemt, zal daar automatisch ook een (potentieel) hogere bezoldiging tegenover moeten staan. Jensen & Murphy 1990b, nr. 3, p. 3/4.

55 Jensen & Murphy 1990b, p. 4.

56 De vraag is of dit argument wel steek houdt. Vanuit economisch oogpunt dient de bestuurder immers al zo efficiënt mogelijk te werk te gaan in het belang van de aandeelhouders. Aandeelhouders zijn niet alleen gerechtigd tot de winst *an sich*, maar zelfs gerechtigd tot de winst die het bestuur met een redelijke uitoefening van zijn zeggenschap *zou kunnen* maken. Deze extra inkomsten behoren de aandeelhouders dus eigenlijk al toe.

57 Jensen & Murphy 1990a, p. 33.

58 Jensen & Murphy 1990a, p. 34.

59 “Shareholders wealth is affected by many factors in addition to the CEO, including actions of other executives and employees, demand and supply conditions, and public policies. It is appropriate, however, to pay CEOs on the basis of shareholders wealth since that is the objective of shareholders”; Jensen & Murphy 1990a, p. 2.

72. Geld alleen maakt niet gelukkig

Opvallend is de eenzijdige focus op financiële prikkels als de centrale motivator van het gedrag van bestuurders. Hierdoor lijken Jensen en Murphy te ontkennen dat er ook belangrijke niet-financiële prikkels gepaard gaan met het besturen van een grote beursgenoteerde onderneming. Dit is geenszins het geval. Zij erkennen wel degelijk dat bepaalde bijkomstigheden zoals macht, prestige, status en publieke bekendheid invloed hebben op de hoogte van de financiële bezoldiging, teneinde hooggekwalificeerde personen als bestuurders aan te trekken. Omdat non-financiële ‘beloningen’ echter niet mee veranderen met de waarde van de onderneming, zijn non-financiële beloningen niet effectiever dan een vast salaris om bestuurders te motiveren te handelen in het belang van de aandeelhouders. Meer nog, aangezien non-financiële voordelen veelal gelieerd zijn aan een positie of rang is het moeilijk om ze van periode tot periode op basis van prestatie te laten variëren terwijl men dezelfde positie binnen de onderneming behoudt.⁶⁰

Het is zelfs zo dat non-financiële beloningen de bestuurders gewoonlijk motiveren om tot acties over te gaan die de productiviteit niet ten goede komen en aandeelhouders kunnen schaden. Denk bijvoorbeeld aan de neiging van bestuurders om andere ondernemingen over te nemen en de diversiteit van hun ‘koninkrijk’ uit te breiden, ondanks het feit dat overnames vaak leiden tot vermindering van aandeelhouderswaarde.⁶¹ Als prominente leden in de samenleving staan bestuurders tevens vaak onder druk om economisch onrendabele fabrieken open te houden om de lieve vrede te bewaren met de vakbonden, terwijl dat het concurrerend vermogen vermindert. Voornoemde redenen zorgen ervoor dat Jensen en Murphy (variabele financiële) bezoldiging en aandelenbezit de meest effectieve instrumenten blijven vinden voor het op één lijn brengen van de belangen van bestuurders en aandeelhouders.⁶²

⁶⁰ Jensen & Murphy 1990b, nr. 3, p. 21/22.

⁶¹ Zie in dit kader de diverse onderzoeken die zijn verricht door onder meer Hans Schenk waaruit blijkt dat 65% tot 85% van de overnames geen succes is. Ter illustratie: <https://fd.nl/frontpage/events/the-financial-agenda/969/hans-schenk-65-tot-85-van-de-overnames-mislukt> (laatst bezocht 29 augustus 2017).

⁶² Jensen & Murphy 1990a, p. 32/33; Jensen & Murphy 1990b, p. 21/22.

Consequenties van de pay-for-performancebenadering

8.1 Een toename van de variabele bezoldiging

73. Hosanna

De pay-for-performancebenadering van Jensen en Murphy vindt gehoor bij een groot publiek. Sinds hun artikel is de samenstelling en complexiteit van de bezoldiging van bestuurders drastisch veranderd. Variabele beloning is een steeds belangrijkere functie gaan vervullen binnen het bezoldigingsbeleid van beursgenoteerde ondernemingen. De invloed van de pay-for-performancebenadering blijft niet beperkt tot de Verenigde Staten, maar heeft ook op ons continent vaste voet aan de grond gekregen. De verschuiving die de financiële economie met de pay-for-performancebenadering teweeg heeft gebracht is niet zonder consequenties gebleven.

74. Toename van de variabele beloning in de VS

In de jaren '80 groeit de variabele beloning in de Verenigde Staten nog gestaag, maar vanaf de jaren '90 is er in de Verenigde Staten sprake van een explosieve groei van de variabele beloning. Tussen 1992 en 2001 is de gemiddelde jaarlijkse bezoldiging van een CEO (aangepast voor inflatie) van een onderneming met een beursnotering aan de S&P 500 meer dan verdrievoudigd van \$2,9 miljoen naar \$9,3 miljoen.¹ Het leeuwendeel van de stijging van de bezoldiging van bestuurders komt voort uit toegekende opties die tijdens de langdurige bull-market van de jaren '90 voor een steeds hogere variabele beloning zorgen. Hoewel het vaste salaris nagenoeg gelijk blijft in de periode 1992-2001 (ongeveer rond de \$1 miljoen) stijgt de gemiddelde variabele beloning van circa \$1,9 miljoen naar \$8,2 miljoen. De gemiddelde waarde van toegekende opties vernegenvoudigt in die periode, terwijl de overige variabele beloningsvormen zoals de bonussen en 'restricted stock' in diezelfde periode verdriedubbelen.²

1 Zie ook Murphy 2012, p. 72. Uit het onderzoek van Hall en Murphy uit 2003 komt zelfs naar voren dat de bezoldiging verviervoudigd is van \$3,5 miljoen naar \$14,7 miljoen, zie Hall & Murphy 2003, p. 3.

2 Murphy 2012, p. 72; Hall & Murphy 2003, p. 3/4.

Een belangrijke reden voor het gelijk blijven van het vaste salaris is de door Clinton in 1993 ingevoerde belastingregeling (Sectie 162(m) van de Tax Code) die bepaalt dat alle bezoldiging boven de \$1 miljoen ‘performance-based’ moet zijn om binnen het belastinggunstige tarief te vallen.

Na het barsten van de dotcom-bubbel en de schandalen van Enron en WorldCom daalt de gemiddelde bezoldiging van een CEO van een onderneming met een beursnotering aan de S&P 500, voornamelijk door een lagere opbrengst van toegekende opties.³ Eenzelfde kortstondige dip in toegekende variabele beloning zien we ook na het uitbreken van de kredietcrisis. Tussen 2001 en 2011 blijft de gemiddelde bezoldiging, evenals de verhouding tussen vaste en variabele beloning, echter nagenoeg gelijk. Wel zien we een wijziging in de gebruikte vorm van de variabele beloning. Het aandeel in opties neemt na 2001 geleidelijk af. De opties worden ingewisseld voor een groter aandeel in ‘restricted stock’. Ook nemen de bonussen ten opzichte van 2001 gemiddeld iets toe.⁴

75. Toename van de variabele beloning in Nederland

De tendens om bestuurders meer variabel te belonen waait uiteindelijk over van de Verenigde Staten naar Europa. Vanaf halverwege de jaren '90 van de vorige eeuw gaat variabele beloning ook in Nederland een steeds belangrijker deel uitmaken van de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen. In 1996 ontvangt een ‘typische bestuursvoorzitter’ een korte termijn bonus die ongeveer 20% bedraagt van zijn of haar vaste salaris.⁵ Van een lange termijn variabele beloning is in die tijd nog geen sprake.

Vanaf 1996 is een duidelijk opwaartse trend waar te nemen, zowel van het gebruik van de korte termijn bonus als van de lange termijn beloning. Binnen tien jaar tijd groeit de korte termijn beloning uit tot een percentage van circa 55% van het vaste salaris. De lange termijn beloning wordt pas rond 1996 bij de meeste beursgenoteerde ondernemingen geïntroduceerd. Tien jaar later is de omvang van de lange termijn beloning gegroeid tot 40% van het vaste salaris.⁶

Na een kleine dip vanwege de corporate governance schandalen zet de opwaartse trend naar meer variabel belonen in de jaren voorafgaand aan de krediet-

3 Murphy 2012, p. 97; Hall & Murphy 2003, p. 3/4.

4 Murphy 2012, p. 97.

5 Als typische bestuursvoorzitter wordt gezien de ‘CEO’ van een productieonderneming met \$500 miljoen aan jaarlijkse omzet.

6 Zie figuur 3.2 en 3.3 in RUG/Towers 2007, p. 47/48.

crisis door.⁷ De laatste jaren is na een kleine daling van het variabele deel ten aanzien van het vaste deel van de beloning weer een stijging zichtbaar.⁸

76. Toename van de variabele beloning in Duitsland

Nederland staat in Europa niet alleen in de (recente) stijging van de verhouding van de variabele beloning ten aanzien van het vaste salaris. De toename van variabele beloning in Europa wordt gekenschetst door de ontwikkeling die variabele beloning in Duitsland heeft doorgemaakt. Duitsland kent, evenals Nederland, tot 1997 een bescheiden aandeel variabele beloning. Van de totale bezoldiging is tot 1997 ongeveer 16% variabel. Vanaf 1997 neemt het percentage variabele beloning in Duitsland drastisch toe. Een belangrijke reden voor deze toename in variabele beloning wordt gevonden in de aanpassing van het Aktiengesetz in 1998. Voor 1998 is het beursgenoteerde ondernemingen niet toegestaan aandelen uit te vaardigen of in te kopen om daarmee te voldoen aan de optierechten die door bestuurders worden uitgeoefend. Aandelengerelateerde variabele beloning is derhalve voornamelijk gekoppeld aan ‘convertibel bonds’ en ‘warrant bonds’. Voor toekenning van deze ‘bonds’ is een $\frac{3}{4}$ meerderheid nodig van de aandeelhouders van de onderneming op grond van § 221 AktG. Aandeelhouders zijn terughoudend bij het geven van toestemming voor een te hoog percentage van deze vorm van belonen vanwege de mogelijke verwatering van hun aandelenkapitaal in de onderneming. De beperkingen voor het uitvaardigen of inkopen van aandelen worden opgeheven door invoering van de KonTrag van 27 april 1998. Op grond van deze wet wordt het inkopen van aandelen gedereguleerd. In het bijzonder maakt het nieuwe § 71 Abs 1 nr. 8 AktG het mogelijk voor de raad van commissarissen om door de aandeelhouders bevoegd te worden aandelen in te kopen zonder een vooraf aangeduide reden, mits de inkoop van aandelen plaatsvindt binnen een periode van 18 maanden nadat de aandeelhouders de toestemming hebben gegeven en het percentage ingekochte aandelen niet boven de 10% van het uitstaande kapitaal uitkomt. Deze aanpassing in 1998 resulteert in een drastische toename van aandelenbeloningsplannen voor bestuurders.⁹

7 Zie onder andere de verslagen van Eumedion in 2006 en 2007 http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2006_ava_evaluatie.pdf, p. 12 en http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2007_ava_evaluatie.pdf, p. 12.

8 Deze daling in de verhouding variabel/vast is voornamelijk te zien bij financiële instellingen met een beursnotering. Een klein aantal niet-financiële instellingen volgt de trend om de ‘remuneratiemix’ te wijzigen. Zie bijvoorbeeld PostNL, waar de verhouding van het vaste salaris ten aanzien van het variabele deel steeg van 50% naar 57%. Zie ook ASML, waar de verhouding van het vaste salaris ten aanzien van het variabele deel van de beloning van de bestuursvoorzitter steeg van 34,6% naar 43,5%.

9 Haar 2011, p. 488 en 491.

In 2005 is het variabele deel van de beloning al gegroeid tot 70% (40% korte termijn bonussen en 30% lange termijn beloningen). In de jaren erna blijft het aandeel variabele beloning stijgen, totdat de financiële crisis uitbreekt en het aandeel variabele beloning ook in Duitsland voor een korte periode iets afneemt. In 2009 ontvangt de CEO van een onderneming met een beursnotering aan de DAX gemiddeld 33,2% vast salaris, 44,4% korte termijn bonussen en 22,4% lange termijn beloningen.¹⁰

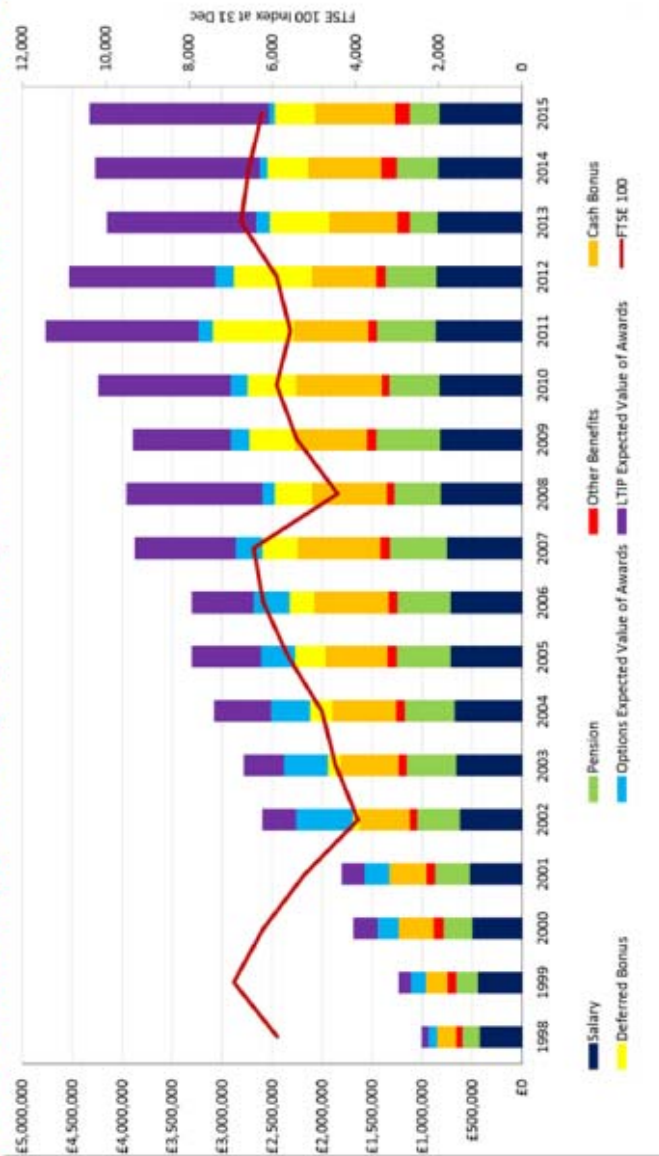
77. Toename van de variabele beloning in het Verenigd Koninkrijk

De ontwikkeling van de variabele beloning in het Verenigd Koninkrijk laat eenzelfde beeld zien. De totale bezoldiging van CEO's van beursondernemingen die behoren tot de FTSE 100, is de laatste twee decennia significant toegenomen. In 1998 bedroeg de gemiddelde bezoldiging £1 miljoen. Een voorlopig hoogtepunt werd bereikt in 2011 waarin gemiddeld £4.75 miljoen werd verdiend. Na een lichte daling in 2012 en 2013 is vanaf 2014 weer een stijging van de gemiddelde bezoldiging waar te nemen. In 2015 bedraagt de gemiddelde bezoldiging £4.3 miljoen.

Zoals te zien is in hierna volgende figuur is de verviervoudiging van de bezoldiging van de CEO voornamelijk het gevolg van een drastische toename van de variabele beloning vanaf 1998. Bestond de totale bezoldiging van een bestuurder in 1998 voor slechts 5% uit een lange termijn variabele beloning, in 2015 is dit meer dan 33%. Opmerkelijk is dat de waarde van de ondernemingen min of meer gelijk is gebleven.

¹⁰ Haar 2011, p. 487.

Figure 1: FTSE 100 CEO pay and company values (Manifest Pay & Performance Survey 2015)



Figuur 1: overgenomen uit de Green Paper: Corporate Governance Reform, BEIS, november 2016, p. 17.

8.2 De functieverbreding van bezoldiging

78. De functies van bezoldiging in een ander daglicht

De nieuwe (financieel economische) visie op bezoldiging zorgt ervoor dat de oorspronkelijke functies van de bezoldiging van bestuurders – en in het bijzonder de variabele bezoldiging van bestuurders – in een ander daglicht komen te staan.

Voorheen had de bezoldiging van bestuurders voornamelijk ten doel de bestuurder te compenseren voor het hoogwaardige werk dat hij verrichtte. Daarnaast diende de totale bezoldiging dusdanig te zijn dat een bestuurder voor de onderneming wil werken en blijven werken. De geschiktheid van een bestuurder werd overgelaten aan het selectieproces waar de structuur van de bezoldiging geen noemenswaardige invloed op uitoefent. Als de bestuurder een variabele beloning ontving, dan was deze afhankelijk van de winst van de gehele onderneming. Het variabele gedeelte van de bezoldiging zag op het efficiënt omgaan met de (loon)kosten om de aantrekkelijkheid van de vennootschap te vergroten. Daarnaast werd het variabele gedeelte gebruikt om de bestuurder te laten delen in een eventueel succes. Het variabele deel van de bezoldiging heeft in een dergelijk geval twee belangrijke eigen functies: (i) kostenefficiëntie en (ii) motiveren.

De ‘cost control’ functie van variabele beloning is een resultante van de functie die de totale bezoldiging speelt in het aantrekken en behouden van bestuurders. Door toekomstige extra winsten in het vooruitzicht te stellen aan bestuurders kan een aantrekkelijkere totale bezoldiging worden aangeboden zonder dat het risico wordt gelopen dat de onderneming met hoge vaste lasten komt te zitten bij tegenvallende resultaten. Als een bestuurder louter en alleen zijn keuze voor een onderneming zou baseren op de (mogelijke) financiële opbrengst, dan zal hij, indien gegeven is dat het vaste salaris bij beide ondernemingen gelijk is, eerder geneigd zijn voor een onderneming te kiezen die naast dat vaste salaris wel een variabele beloning aanbiedt dan een onderneming die geen variabele beloning aanbiedt.¹¹ Een onderneming die haar bezoldiging mee laat ademen met haar verdiensten kan dus een meer op maat gesneden bezoldiging aanbieden. Naarmate de verdiensten voor de onderneming groter worden, zal de bezoldiging aantrekkelijker worden voor de bestuurder.

In het verlengde hiervan kan de overgang van winstdelingen naar opties na de Tweede Wereldoorlog worden gezien. Ondernemingen kiezen voor instrumenten die het meest

¹¹ Naarmate ondernemingen met een variabele beloning een lager vast salaris aanbieden, hangt de mate waarin de bezoldiging aantrekkelijker is voor de bestuurder af van zijn of haar *risk appetite*.

belastinggunstig zijn voor de bestuurder, waardoor de bestuurder uiteindelijk een hogere netto bezoldiging kan worden geboden.

De tweede functie van variabele beloning binnen de traditionele visie is om bestuurders te motiveren de onderneming winstgevend(er) te maken door hen een deel van de winst in het vooruitzicht te stellen. Het motiveren van de bestuurder speelt binnen de traditionele visie slechts een globale, ondergeschikte rol.¹² Aangenomen wordt dat de motivatie van de bestuurder aanwezig is.¹³ Desalniettemin is men wel van mening dat het de motivatie van de bestuurder ten goede zal komen om hem te laten meedelen in de winst van de onderneming als de onderneming goed gepresteerd heeft. De gedachte achter het motiverende aspect van de bezoldiging van bestuurders is dan ook meer het geven van een blijk van waardering bij positieve resultaten. De bestuurder begrijpt op zijn beurt dat hij geen variabele beloning zal ontvangen wanneer de onderneming geen winst maakt. De variabele beloning is immers afhankelijk van het algehele succes van de onderneming.¹⁴ De bestuurder loopt in dat geval twee risicovormen om geen variabele beloning te ontvangen, namelijk (i) indien specifieke risico's van de onderneming zich verwezenlijken, waaronder het risico dat zijn inspanningen beneden de maat zijn waardoor er geen winst wordt gemaakt en (ii) indien systematische risico's van de totale kapitaalmarkt zich verwezenlijken waardoor de resultaten tegenvallen vanwege oorzaken die buiten zijn invloedssfeer liggen.¹⁵ Als we kijken naar de traditionele functieverdeling van bezoldiging staat derhalve het compenseren voor het hoogwaardige werk en het aantrekken en behouden van de bestuurder voorop, speelt de kostenefficiëntiefunctie van variabele beloning een belangrijke rol bij het aantrekken en behouden van de bestuurder en kreeg het motiveren van de bestuurder een ondergeschikte rol toebedeeld.

79. Een functieverbreding

De pay-for-performancebenadering legt juist de nadruk op het motiveren van de bestuurder. Daarbij wordt, in navolging van de praktijk, afscheid genomen van

12 Burritt e.a. schrijven in de tijd over de winstdelingen: "Profit sharing, as usually applied in the form of general profit sharing, is only an indirect stimulus to increase effort, since the profits received by the individual depend not only upon its own productiveness, but upon the productiveness of all the other employees, that is upon the financial results of the business as a whole." Burritt e.a. 1918, p. 17.

13 Zie Taussig & Barker 1925.

14 Doordat de variabele beloning afhankelijk is van het algehele succes van de onderneming, verschuift een deel van het risico van de vennootschap naar de bestuurder.

15 Daar tegenover stond dat hij ook meedeelde in de winst als de resultaten door oorzaken die buiten zijn invloedssfeer liggen omhoog schoten, ondanks dat zijn inspanningen weinig hadden toegevoegd aan deze prestaties.

winst als (enig) criterium om het succes van de vennootschap te meten. De bezoldiging dient de bestuurder aan te zetten te handelen in het belang van de vennootschap. Het succes van de vennootschap wordt – conform de financieel economische visie op de vennootschap – gemeten aan de hand van de gecreëerde aandeelhouderswaarde.¹⁶ Aangenomen wordt dat een juist ontworpen bezoldiging die een bestuurder beloont voor prestatie impliceert dat de juiste bestuurder aangetrokken en behouden wordt.¹⁷ De kostenefficiëntiefunctie wordt tevens impliciet verondersteld, aangezien er alleen voor prestaties dient te worden beloond.¹⁸ De financieel-economische visie zet derhalve het motiveren van de bestuurder op de belangrijkste plaats binnen de functionele rangorde van bezoldiging en hangt de overige functies – het aantrekken en behouden van de bestuurder en kostenefficiëntie – als een impliciet gegeven daaronder.¹⁹ Van belang is dus primair om de aandacht te richten op het motiverende aspect van de bezoldiging. Daarbij zij opgemerkt dat niet alleen de functionele rangorde veranderd is, maar ook de invulling van het begrip motiveren is geëvolueerd. In de traditionele visie wordt ervan uitgegaan dat een bestuurder gemotiveerd is. De idee is dat de motivatie van de bestuurder gebaat is bij het geven van een blijk van waardering bij positieve resultaten in de vorm van een winstdeling. In de nieuwe visie wordt de motivatie van de bestuurder om de vennootschap in het belang van de aandeelhouders te drijven als afwezig verondersteld. Het ‘motiveren’ van een bestuurder wordt binnen deze visie dan ook veel meer gelijk gesteld aan het controleren en sturen van de bestuurder. Hierdoor heeft zich een verbreding van de functie van bezoldiging voltrokken.

80. Bezoldiging als prikkel in plaats van beloning

De bezoldiging van bestuurders – en in het bijzonder variabele beloning – wordt sinds de omarming van de pay-for-performancebenadering gewaardeerd op basis van de prikkel die de bezoldiging geeft aan de bestuurder. De rechtvaardiging voor een bezoldiging vanuit economisch oogpunt hangt hierdoor af van de wijze waarop

16 Zie hierover randnummer 71.

17 De hoogte van de ‘opportunity pay’ is daarbij natuurlijk wel van belang. Niet alleen dient prestatie beloond te worden, maar de hoogte van die beloning dient ook in lijn te zijn met de verwachting van de bestuurder.

18 Dat deze impliciete aanname bij de uitwerking van de pay-for-performancebenadering voor problemen zal zorgen, wordt behandeld in hoofdstuk 9 e.v.

19 Dit is vergelijkbaar met de wijze waarop het belang van de aandeelhouders voorop gesteld wordt omdat de belangen van andere stakeholders in een dergelijk systeem als impliciet voldaan worden verondersteld.

de bezoldiging aanzet tot het behalen van toekomstige prestaties.²⁰ De onrust in de maatschappij ten aanzien van variabele beloningen van bestuurders is veelal te herleiden tot dit verschil in visie op de rechtvaardiging van (variabele) beloningen.

De maatschappij hanteert nog de traditionele visie – niet de financieel-economische visie – en verwacht dat de bestuurder meedeelt in de risico's van de overige stakeholders. Daarnaast wordt in de maatschappij de beloning van een bestuurder veelal afgezet tegen het (behaalde) succes van de onderneming. Een beloning moet 'verdiend' zijn. De top van de onderneming en de beloningsconsultants die de top adviseren waarderen de bezoldiging van bestuurders echter op basis van de financiële prikkels die de bezoldiging aan de bestuurder geeft. Een rechtvaardige variabele beloning is een beloning die de bestuurder prikkelt in de toekomst optimale prestaties te (blijven) leveren.

Vaak wordt, ten onrechte, gedacht dat het vaste salaris toegekend wordt als compensatie voor de inspanningen van de bestuurder. Vanuit het perspectief van pay-for-performance wordt het vaste salaris alleen toegekend omdat bestuurders in het algemeen risico-avers zijn en een bestuurder daarom altijd zal verlangen dat een deel van zijn beloning uit zekere inkomsten bestaat. Het vaste salaris wordt gezien als een noodzakelijk kwaad ter ondersteuning van de variabele beloning en dient zo beperkt mogelijk gehouden te worden.

Er wordt dus geen onderscheid gemaakt tussen *reward* (verdiende beloning) en *incentive* (prikkel). Volgens Jensen en Murphy is het maken van onderscheid tussen beloning en prikkel overbodig, aangezien de beloning binnen de pay-for-performancebenadering geïncorporeerd is in de mate van effectiviteit van de prikkel.

"Note that our discussion of the pay-performance relation makes no distinction between reward and motivation. If what we reward (ex post) in this period sets a precedent for what will be rewarded in future periods in the mind of the executive, then the reward this period signals something about the pay-performance relation for future periods and therefore affects motivation or incentives. If what we reward this period has no relation in the mind of the executive for what will be rewarded in the future, then it can have no affect on incentives or motivation. A purely random reward system would do this."²¹

20 Variabele beloning dient (vanuit financieel economisch perspectief) primair een bestuurder aan te zetten tot het leveren van prestaties die hij anders niet zou leveren. Bij het vaststellen van de bezoldiging is de blik dus op de toekomst gericht. Waar staan we nu en waar moeten deze financiële prikkels de bestuurder brengen.

21 Jensen, Murphy & Wruck 2004, p. 19/20.

Er bestaan binnen de visie van de pay-for-performancebenadering geen verdiende of onverdiende bonussen, maar slechts efficiënte en inefficiënte bonussen. Doordat de aanhangers van de pay-for-performancebenadering bezoldiging louter als prikkel zien, terwijl de rest van de samenleving van mening is dat een bonus of bezoldiging verdiend moet worden, zorgt het niet maken van een onderscheid tussen incentive en reward ervoor dat er binnen de discussie over de bezoldiging van bestuurders telkens weer langs elkaar heen gesproken wordt.

“This is why people who defend large [...] bonuses for corporate executives and people who criticize them “talk past each other”. The former see the money as an incentive, while the latter are concerned with equity. They assume that people should in some way earn, merit, or deserve their monetary compensation on the job. [...] If the benefits that are viewed strictly as incentives, the question of fairness simply doesn’t arise.”²²

81. Afsluitende opmerkingen

De verschillende visies op de functie(s) van bezoldiging zorgen voor een verstoord bezoldigingsdebat. De bezoldigingsdiscussie wordt daardoor op een weinig constructieve manier gevoerd, met wederzijds onbegrip als gevolg. Hierdoor blijven de daadwerkelijke vraagstukken over bezoldiging veelal onaangeroerd en worden wet- en regelgeving geïntroduceerd zonder precies voor ogen te hebben welk falen ze moeten repareren. De doelen zijn weliswaar duidelijk: (i) het tegengaan van excessen en perverse prikkels en (ii) het matigen van de bezoldigingsontwikkeling van de top. Welke (eventuele) onderliggende problemen er spelen, en of het (vennootschaps)recht het meest geschikte instrument is om deze problemen op te lossen, zijn echter vragen die eerst beantwoording behoeven om tot gefundeerde oplossingen te komen en niet te verzanden in symptoombestrijding of symboolpolitiek.

In het tweede deel van mijn boek wordt op zoek gegaan naar de schaduwzijde van het moderne bezoldigingsvraagstuk. Dit tweede deel is opgedeeld in twee onderwerpen die elk een eigen onderzoek verdienen: (i) de structuur en (ii) de hoogte van de bezoldiging van bestuurders.

In het onderzoek naar het eerste deelonderwerp wordt de pay-for-performancebenadering ontrafeld. Vervolgens wordt deze financieel-economische visie op het motiveren van bestuurders afgezet tegen de bevindingen op het toepassen van prikkels vanuit de (sociale) psychologie om uiteindelijk te concluderen *hoe* een bestuurder bezoldigd dient te worden.

Het onderzoek naar de hoogte van de bezoldiging begint met een theoretische analyse van de vraag of de bezoldigingsniveaus van bestuurders het gevolg zijn van onderhandelingen op armlengte afstand die leiden tot optimale contracten.

²² Grant 2012, p. 37/38.

CONSEQUENTIES VAN DE PAY-FOR-PERFORMANCEBENADERING

Vervolgens vindt een institutionele analyse plaats van de ontwikkeling van de bezoldigingsniveaus als uitvloeisel van een werkende of verstoorde markt voor bestuurders. Dit onderzoek wordt afgesloten met een conclusie over het vaststellen van de hoogte van de bezoldiging van de bestuurder, waarmee een benadering wordt gegeven van de wijze waarop zou moeten worden bepaald *hoeveel* een bestuurder zou moeten verdienen.

D E E L II

EEN THEORETISCHE & INSTITUTIONELE INVALSHOEK

De schaduwzijde van bezoldiging

DE STRUCTUUR VAN BEZOLDIGING

82. Inleiding

Voordat kan worden toegekomen aan een bespreking van de rol van het vennootschapsrecht bij het oplossen van eventuele problemen die betrekking hebben op de bezoldiging van bestuurders, zal allereerst duidelijk moeten worden welk (eventueel) falen een (vennootschapsrechtelijke) oplossing verdient. In dit deel wordt daarom op zoek gegaan naar de schaduwzijde van het moderne bezoldigingsvraagstuk en in het bijzonder naar de vraag *hoe* een bestuurder bezoldigd dient te worden. Gekeken wordt naar de consequenties die het toepassen van de pay-for-performancebenadering met zich brengen en de uitwerking van deze benadering in de praktijk. Ook worden de aan de pay-for-performancebenadering ten grondslag liggende economische aannames tegen het licht gehouden om de noodzaak voor de huidige wijze van bezoldigen nader te onderzoeken. Ten slotte wordt ingegaan op de werking van financiële prikkels. Zijn eventuele perverse prikkels een resultante van slecht vormgegeven bezoldigingsovereenkomsten of is de mens simpelweg niet geschikt om gemotiveerd te worden door zijn bezoldiging? Het isoleren van de problemen die spelen bij de wijze waarop bezoldigd wordt, dient als opmaat tot het beantwoorden van de vraag of, en zo ja hoe het vennootschapsrecht een oplossing kan bieden. Deze laatste vraag zal, tezamen met een bespreking van de status quo, in het derde deel aan bod komen.

De toepassing van de pay-for-performancebenadering

83. De schoonheid van de theorie en haar innerlijke tegenstrijdigheid

In theorie klinkt de pay-for-performancebenadering als een ideale manier om tot een rechtvaardige bezoldiging te komen. De bestuurder wordt immers, behoudens zijn vaste salaris, alleen beloond voor geleverde prestaties. Daarnaast wordt de bezoldiging van bestuurders ingezet om ondernemingen beter te laten presteren. Dit is niet alleen in het belang van de aandeelhouders en de andere betrokkenen bij de onderneming. De hele samenleving is gebaat bij beter presterende ondernemingen.

De pay-for-performancebenadering kent echter een innerlijke tegenstrijdigheid die samenhangt met de verschuiving naar het beschouwen van bezoldiging als prikkel in plaats van als beloning. De waarde van een bezoldiging wordt binnen deze benadering bepaald aan de hand van de prikkel die deze bezoldiging geeft aan de bestuurder om te presteren. Jensen en Murphy stellen dan ook dat de prikkelwerking vanuit het perspectief van de bestuurder van doorslaggevend belang is. Hij moet immers gemotiveerd worden. Bij het vaststellen van de prestatie waarvoor beloond moet worden, sluiten Jensen en Murphy aan bij de absolute aandeelhouderswaarde. Wat de prestatie betreft, is het perspectief van de aandeelhouders dus leidend. In dit hoofdstuk zal worden ingegaan op de consequenties die deze gezichtspunten met zich brengen om vervolgens aan te geven hoe in de praktijk met de botsing tussen beide wordt omgegaan.

84. In the mind of the executive

Binnen de pay-for-performancebenadering wordt de waarde van de bezoldiging bepaald aan de hand van de prikkel die deze bezoldiging geeft aan de bestuurder. Niet verwonderlijk benadrukken Jensen en Murphy dat voor de prikkelwerking van de bezoldiging het perspectief van de bestuurder van doorslaggevend belang is. De vraag of een bezoldiging als een redelijke of verdiende beloning kan worden aangemerkt is daarom irrelevant omdat het beloningselement impliciet is meegenomen in de prikkelwerking van de bezoldiging. Deze aanname is slechts ten dele waar. Alleen in het geval dat een variabele beloning vanuit de perceptie van de bestuurder als ongerechtvaardigd (laag) wordt ervaren, zal de prikkelwerking van de (toekomstige) bezoldiging worden beïnvloed en dient zodoende rekening gehou-

den te worden met de vraag of een bezoldiging verdiend of billijk is. De bezoldiging moet immers ‘in the mind of the executive’ als motiverend worden gezien.¹ Als ‘beloning’ en ‘billijkheid’ al een rol spelen binnen de pay-for-performancebenadering, dan is dat dus slechts in een ondergeschikte rol ten gunste van de bestuurder. Indien een bezoldiging vanuit het perspectief van aandeelhouders, werknemers, consumenten of de rest van de samenleving als onverdiend wordt gezien, dan speelt de ‘onredelijkheid’ van de beloning geen rol en wordt deze buiten beschouwing gelaten.² De prikkelwerking van de bezoldiging voor de bestuurder wordt daar immers niet door aangetast.

85. Self-serving bias

Het belonen vanuit het perspectief van de bestuurder brengt nog een andere moeilijkheid met zich. Nassim Taleb wijst in zijn boek ‘The Black Swan’ op het menselijk fenomeen om gebeurtenissen uit te leggen op een manier die positief is voor ons zelfbeeld waardoor wij de werkelijkheid negeren, die vaak complexer en minder geordend is dan wij willen doen voorkomen.³ Ten grondslag hieraan ligt het sociaal-psychologische begrip ‘cognitieve dissonantie’. Wij ervaren een onaangename spanning wanneer wij geconfronteerd worden met twee onverenigbare cognities, bijvoorbeeld wanneer wij het idee hebben dat wij ons buitengewoon hebben ingespannen om een positief resultaat te bereiken, terwijl wij waarnemen dat het resultaat ondanks deze inspanning negatief is. In een dergelijk geval voelen mensen een sterke drang de dissonanties te verkleinen door ofwel onze opvattingen over onze inspanning te veranderen of te rationaliseren waarom er gefaald is.⁴ Daarbij hebben wij de neiging gebeurtenissen op een voor ons zelfbeeld positieve manier uit te leggen. Dit laatste wordt in de sociale psychologie onze ‘self-serving bias’ genoemd die onderdeel uitmaakt van de attributietheorie. Positieve gebeurtenissen attribueren wij intern (het ligt aan onszelf), terwijl negatieve gebeurtenissen juist extern worden geattribueerd (het ligt aan iets of iemand anders). Door onze self-serving bias zijn wij geneigd onze eigen invloed op succes te overschatten en andere factoren, die vaak een relevantere bijdrage hebben geleverd aan dit succes, te negeren.⁵ Als wij daarentegen te maken krijgen met falen onderschatten

1 Zie Jensen, Murphy & Wruck 2004, p. 19/20.

2 Behoudens de rol van de ‘outrage constraint’, waar ik het verderop over zal hebben, zie randnummer 146.

3 Nassim Taleb 2008; Zie ook Winter 2010, p. 6.

4 Eén van de eerste wetenschappers die over cognitieve dissonantie schreef was Leon Festinger in zijn werk ‘When Prophecy Fails’, zie Festinger, Riecken & Schachter 1956.

5 Denk onder meer aan timing, bepaalde omstandigheden, inbreng van anderen en simpelweg datgene dat wij ‘geluk’ noemen omdat wij het rationeel niet anders kunnen plaatsen.

we onze invloed en wijzen wij sneller naar oorzaken die buiten onze invloedssfeer liggen.

Het overschatten van onze eigen invloed bij succes en het onderschatten van onze eigen invloed bij falen zorgt voor een opportunistisch perspectief van de bestuurder op de vraag waarvoor hij beloond dient te worden: (i) het toevoegen van waarde of (ii) het verrichten van inspanningen. Als het goed gaat met de onderneming dan wordt gesteld dat de bestuurder beloond dient te worden voor de gecreëerde waarde, onafhankelijk van de vraag hoeveel waarde de bestuurder zelf precies heeft gecreëerd en hoeveel waarde toe te schrijven is aan factoren die buiten de invloedssfeer van de bestuurder liggen. Gaat het minder goed met de onderneming, dan wordt veelal gewezen op de buitengewone inspanningen van de bestuurder die beloond dienen te worden.⁶ Uit onderzoek van Garvey en Milbourn blijkt dat de self-serving bias van bestuurders doorwerkt in de praktijk doordat bestuurders wel beloond worden voor ‘geluk’, maar niet gestraft worden voor ‘pech’.⁷ Het belonen vanuit het perspectief van de bestuurder is vanuit de pay-for-performancebenadering nodig om de bestuurder optimaal te motiveren. Vanwege de self-serving bias lijkt het belonen vanuit het perspectief van de bestuurder echter te leiden tot wisselende rechtvaardigingsgronden waarvoor beloond dient te worden, die uitgelegd worden in het voordeel van de bestuurder.

86. Blijven motiveren⁸

Een andere consequentie van de pay-for-performancebenadering volgt uit de aanname dat de bestuurder in beginsel zijn eigen belang nastreeft ten koste van de vennootschap en haar aandeelhouders. Om een bestuurder wel de juiste handelingen te laten verrichten moet de bestuurder dus continu door zijn variabele beloning worden gemotiveerd. De consequentie hiervan is, dat zodra de variabele beloning vanuit het perspectief van de bestuurder geen motiverende werking meer heeft, de beloning waardeloos is en opnieuw dient te worden vormgegeven. Immers, de waarde van de bezoldiging hangt af van de prikkel die de bezoldiging geeft aan de bestuurder. Ter illustratie van deze consequentie een kleine uitweiding over de wijze waarop bestuurders in de jaren '90 bezoldigd werden met opties.

Vanaf de opkomst van de pay-for-performancebenadering tot het moment dat de wereld wordt opgeschud door de corporate governanceschandalen rondom de eeuwwisseling ziet men een explosieve groei in het bezoldigen met opties.⁹ De

6 Winter 2010, p. 6/7.

7 Garvey & Milbourn 2003.

8 Lokin 2014.

9 Hall & Murphy 2003; Zie ook Shue & Townsend 2015.

uitoefenprijs van een optie wordt in de regel vastgesteld op de waarde van het corresponderende aandeel op de dag dat de optie wordt toegekend. Tijdens de bull-market in de jaren '90 zorgt dit voor onvoorstelbare rijkdommen voor bestuurders. In sommige gevallen blijft de aandelenkoers van een onderneming echter (tijdelijk) achter en komen de opties 'onder water' te liggen.¹⁰ Omdat de opties die onder water liggen geen effectieve prikkel geven aan de bestuurder, wordt verdedigd dat de opties vanuit financieel-economisch oogpunt op dat moment waardeloos zijn.¹¹ Om ervoor te zorgen dat bestuurders toch effectief geprikkeld worden door hun bezoldiging, wordt aan de bestuurders veelal een nieuw optiepakket met een lagere uitoefenprijs (corresponderend met de aandelenkoers van dat moment) aangeboden of worden de oude opties 'repriced'.¹² Voorstanders van het herprijsen van opties beargumenteren dat het aanpassen van de uitoefenprijs nodig is voor het vasthouden en motiveren van de bestuurders in het geval de uitoefenprijs van de opties ver onder water komt te liggen.¹³ Hierdoor kan het voorkomen dat wanneer de aandelenkoers zakt van bijvoorbeeld € 100 naar € 50 en het jaar erop weer stijgt naar € 90 de aandeelhouder een reëel verlies heeft van € 10 per aandeel terwijl de bestuurder € 40 maal zijn aantal opties als variabele beloning mag incasseren. Het kan zelfs een prikkel geven aan een bestuurder om de koers in het ene jaar drastisch te laten dalen en het jaar erop weer te laten stijgen. Door de bereidheid opties te herprijsen ontstaat derhalve een 'heads I win, tale you lose' situatie.¹⁴ Zoals Graef Crystal benadrukt:

-
- 10 Als opties onder water liggen dan betekent dit, dat de uitoefenprijs van een optie hoger is dan de prijs van het corresponderende aandeel.
- 11 Hetzelfde zagen wij reeds in de jaren '60. De noodzaak voor het 'repricen' van de opties wordt door sommige financieel economen betwist. De opties die onder water liggen hebben immers nog een prikkelfunctie. Als de aandelenkoers stijgt, kunnen de opties weer boven water komen te liggen. De kans dat de opties weer boven de uitoefenprijs komen is daarnaast groter als de uiterlijke uitoefendatum ver in de toekomst ligt. De opties zijn dan ook niet geheel waardeloos als ze nog een (lange) looptijd hebben. Desondanks kan verdedigd worden dat opties die ver onder water liggen geen effectieve prikkel geven.
- 12 Zie het onderzoek van Brenner, Sundaram & Yermack 1998. De S&P 500 steeg in de onderzochte periode met 50%, zonder opmerkelijke dalingen. Gemiddeld zakte de prijs van de opties die 'repriced' werden met 40%. Zie ook Bebchuk & Fried 2004, p. 165 e.v. waarin zij wijzen op de wijdverspreide praktijk van 'repricing' en 'backdoor repricing' van opties in de jaren '90.
- 13 Zie ook Bebchuk & Fried 2004, p. 166.
- 14 Zie voor talloze voorbeelden onder andere Crystal 1991a (bijvoorbeeld hoofdstuk 7 'Share Swappers').

“if you combine a volatile stock with a willingness to reprice the stock options then you have created a money machine, an antigravity device, which guarantees that the senior executives will get super-rich.”¹⁵

Omdat de bezoldiging louter gezien wordt als prikkel om de bestuurder aan te zetten in de toekomst betere prestaties te leveren kan iedere jaar als nulpunt worden beschouwd dat als uitgangspunt dient voor het vormgeven van een prikkelende bezoldiging. Hierdoor maakt het niet uit of de reeds toegekende opties ‘waardeloos’ zijn geworden vanwege slechte prestaties of exogene factoren waar de bestuurder geen invloed op kon uitoefenen.¹⁶ De continue focus op het motiveren van de bestuurder in combinatie met de angst een bestuurder te verliezen kan derhalve leiden tot beloningen die weliswaar als variabel worden gepresenteerd, maar een gegarandeerd karakter hebben.¹⁷

87. De keerzijde van ons aanpassingsvermogen: The Hedonic Treadmill

Meer in het algemeen zorgt het afhankelijk maken van de variabele bezoldiging vanuit het perspectief van de bestuurder ervoor dat rekening moet worden gehouden met het aanpassingsvermogen van de mens. In de psychologie wordt dit aanpassingsvermogen ‘adaptation’ genoemd. Hieruit volgt dat een toename van het inkomen van de bestuurder slechts een tijdelijk effect heeft op zijn motivatie, omdat de mens zich nu eenmaal progressief aanpast aan nieuwe omstandigheden.¹⁸ Uit verschillende onderzoeken blijkt, dat de prikkel die een extra euro aan inkomen in het eerste jaar geeft, het jaar erop afneemt met gemiddeld ongeveer 40% omdat wij dan gewend zijn aan dit inkomen.¹⁹

“So when I earn an extra dollar this year, it makes me happier, but next year I shall measure my income from a benchmark that is 40 cents higher. In this sense at least 40% of this year’s gain is ‘wiped out’ next year.”

Door het aanpassingsvermogen van de mens zal de bezoldiging van bestuurders jaarlijks dus toe moeten nemen om dezelfde prikkel te genereren. In het verlengde

15 Zie John Cassidy, “The Greed Cycle.” *The New Yorker*, 23 september 2002, waarin hij verwijst naar zijn gesprek met Graef Chrystal.

16 Hetzelfde geldt overigens voor het incasseren van ‘in-the-money’ opties. Ik kom verderop terug op de ‘prestatie’ van de bestuurder en het aansluiten bij de aandelenkoers, zie randnummer 89 e.v.

17 Te lang geen bonus ontvangen kan immers ook demotiverend werken.

18 Zie onder andere Helson 1964; Brickman & Campbell 1971, p. 287–302. Bartolini 2007, p. 342.

19 Zie Layard 2005, p. 49. Layard verwijst hierbij naar onderzoeken van Van Praag & Frijters 1999 en Stutzer 2004, p. 89-109.

hiervan ligt de economische wet van het afnemende grensnut (the law of diminishing marginal utility).²⁰ De marginale waarde van een euro neemt af naarmate iemand daar meer van heeft. Een persoon die onder de armoedegrens leeft deelt een euro meer waarde toe dan een miljardair. Voor een bestuurder geldt dat de waarde van één miljoen euro aan het begin van zijn carrière een stuk hoger zal liggen dan aan het einde als hij al enkele miljoenen vergaard heeft. Als de bestuurder eenmaal zijn eerste miljoen euro heeft verdiend dan zal de volgende miljoen euro een zwakkere prikkel genereren. Niet alleen went de bestuurder dus aan het inkomen dat hij krijgt waardoor hetzelfde inkomen het volgende jaar een minder sterke prikkel geeft, maar naarmate het vermogen van de bestuurder toeneemt, verliest een euro in zijn ogen aan waarde waardoor verhoudingsgewijs meer euro's in het vooruitzicht gesteld moeten worden om dezelfde prikkel te genereren. Dit betekent dat, om een bestuurder continu te kunnen motiveren, de bezoldiging jaarlijks substantieel en progressief zal moeten toenemen om de bestuurder van dezelfde prikkel te voorzien.

88. Van prestatie naar prestatiemaatstaf

De aanname dat de financiële prikkels moeten worden vormgegeven vanuit het perspectief van de bestuurder om hem aan te zetten tot het leveren van prestaties, is dus niet zonder consequenties. De eerder aangehaalde innerlijke tegenstrijdigheid van de pay-for-performancebenadering zorgt echter voor nóg verstrekkender problemen.

Jensen en Murphy stellen expliciet dat de ultieme prestatie in beginsel vaststaat; het creëren van aandeelhouderswaarde.²¹ Bij het vaststellen van de prestatie wordt derhalve het belang – en daarmee het perspectief – van de aandeelhouder als uitgangspunt genomen. Het omzetten van deze ultieme prestatie in een prestatiemaatstaf die de optimale prikkel creëert voor de bestuurder om beter te gaan presteren geeft een bijzondere moeilijkheid omdat bij het vormgeven van de optimale prikkel volgens Jensen en Murphy juist het perspectief van de bestuurder van belang is. Gezocht moet daardoor worden naar een prestatiemaatstaf die én de bestuurder optimaal motiveert én leidt tot verbetering van het algehele succes van de onderneming (welk succes volgens Jensen en Murphy gelijk is aan de gecreëerde (lange termijn) aandeelhouderswaarde).

20 Deze wet wordt ook wel de eerste wet van Gossen genoemd naar de Duitse econoom Hermann Heinrich Gossen (1810-1858).

21 Nu kan men uiteraard van mening verschillen of het creëren van aandeelhouderswaarde het ultieme doel van een vennootschap is, maar deze discussie laat ik hier rusten.

89. Belonen voor absolute aandeelhouderswaarde

“As a shareholder I would say that for every dollar I get in stock appreciation plus dividends, I’ll give you – the manager – so many cents. During depressions shareholders lost fortunes and employees were thrown out of work. Why should executives make a lot of money in such a situation? The fact that circumstances are beyond their control is not an issue. If a company doesn’t do well, executives shouldn’t.”²²

Dit citaat geeft in heldere bewoordingen de redenering weer waarom de welvaart van bestuurders, evenals de welvaart van aandeelhouders en werknemers, onderhevig zou moeten zijn aan de systematische risico’s van de kapitaalmarkt. Op grond van deze redenering wordt in de praktijk ervoor gekozen de bezoldiging van bestuurder te koppelen aan de aandelenkoers: (i) hetzij door de uitkering van de variabele beloning afhankelijk te maken van prestatie maatstaven die gerelateerd zijn aan de aandelenkoers, (ii) hetzij door de bestuurder te bezoldigen met aandelen-gerelateerde instrumenten zoals aandelen of aandelenopties. Op deze wijze wordt een zo rechtstreeks mogelijk verband gelegd tussen de belangen van de aandeelhouders en de bestuurder. De gedachte hierachter is dat de bestuurder aan dezelfde risico’s onderhevig moet zijn waaraan een aandeelhouder ook onderhevig is. De bestuurder deelt dus niet alleen in de specifieke risico’s van de onderneming, maar ook in de systematische risico’s van de totale kapitaalmarkt.

90. De informatieve waarde van de absolute aandeelhouderswaarde

Het kiezen voor het belonen van bestuurders op basis van de absolute aandeelhouderswaarde heeft zijn beperkingen. Eén van de belangrijkste beperkingen is, dat de verandering in aandeelhouderswaarde een imperfecte manier is om de prestatie van het bestuur en de individuele prestaties van iedere bestuurder afzonderlijk te meten.²³ Aan de verandering in aandeelhouderswaarde kan een aandeelhouder slechts zien of zijn kapitaal in de desbetreffende vennootschap rendabel is geïnvesteerd. Of een goed ondernemingsresultaat rust op de prestaties van het bestuur of op gunstige exogene factoren kan de aandeelhouder niet (althans niet geheel) onderscheiden.²⁴ Vanuit het perspectief van de aandeelhouder is dit niet direct

22 Zie de quote van Jude T. Rich opgenomen in Rappaport 1986, p. 179.

23 Holmström 1979, p. 74.

24 Denk bij exogene factoren aan bijvoorbeeld de algemene economische situatie, het sentiment op de beurs, stijgende olieprijsen of valutawijzigingen. Dit probleem laat zich enigszins ondervangen door een schatting te maken van het deel van de beweging in de koers van een aandeel, die aan de resultaten van de vennootschap toe te schrijven zijn, los van de algemene koersontwikkeling. Het beursrendement kan daardoor worden gecorrigeerd voor factoren die buiten de zeggenschap van de bestuurders liggen, maar voor het kwantificeren van de berekeningen is men afhankelijk van subjectieve oordelen.

een probleem. De bestuurder ontvangt immers in het ergste geval ten onrechte een hoge(re) bezoldiging als het goed gaat met de aandelenkoers en het dus ook goed gaat met de aandeelhouder (repricing e.d. daargelaten). Voor de bestuurder ligt dit anders.

Om een bestuurder optimaal te motiveren dient, zoals ook Jensen en Murphy stellen, de bezoldiging ‘in the mind of the executive’ gerechtvaardigd zijn. Door aan te sluiten bij de verandering in aandeelhouderswaarde, wordt een belangrijk deel van de bezoldiging onafhankelijk gemaakt van de persoonlijke prestaties van de bestuurder. Hierdoor kan het voorkomen dat juist het tegenovergestelde wordt bewerkstelligd van hetgeen de pay-for-performancebenadering probeert te bereiken. Vanuit het perspectief van de bestuurder is er niets méér demotiverend dan gestraft worden voor iets waar hij geen invloed op heeft. Ondanks het uitmuntend vervullen van zijn functie kunnen de resultaten door exogene krachten dusdanig negatief beïnvloed worden, dat de bestuurder zijn recht op een variabele beloning verliest.²⁵ Zolang de aandelenkoersen stijgen, zal het aansluiten bij de absolute aandeelhouderswaarde wellicht voor weinig problemen zorgen. Indien de aandelenkoersen negatief beïnvloed worden door exogene factoren kan het aansluiten bij de verandering in de aandeelhouderswaarde een demotiverend effect hebben op de bestuurder.

Het belonen vanuit het perspectief van de bestuurder brengt derhalve mee, dat oorzaken die buiten de invloedssfeer van de bestuurder liggen niet moeten worden meegenomen bij het berekenen van de ‘prestatie’. De bestuurder dient dan ook afgerekend te worden op basis van de daadwerkelijk door hem geleverde prestaties, oftewel die prestaties waar hij ook direct invloed op heeft kunnen uitoefenen. Om dit te bewerkstelligen is het noodzakelijk afscheid te nemen van de absolute aandeelhouderswaarde als ultieme prestatie en een bestuurder te vrijwaren van bepaalde risico’s die hij in het verleden nog deelde met de aandeelhouders (en de rest van de stakeholders zoals werknemers, schuldeisers en leveranciers). Voor de toepassing van de pay-for-performancebenadering in de praktijk dient dus een

Zie Rappaport 1986, p. 177. Een bijkomend nadeel is dat de bestuurder door het laten meewegen van exogene factoren aangezet wordt nog risicoaverser te worden. Aandeelhouders kunnen immers, in tegenstelling tot de bestuurder, hun risico spreiden door het voeren van een gediversifieerde portfolio.

25 Aan de andere kant kan het voorkomen dat de aandelenkoers substantieel stijgt door de aanwezigheid van gunstige exogene factoren en een bestuurder een hoge variabele beloning ontvangt, terwijl de bestuurder daar zelf geen enkele invloed op heeft gehad en wellicht dramatisch gepresteerd heeft. Ook kan het voorkomen dat er weliswaar sprake is van een stijging, maar dat deze toename bij goed presteren nog vele malen steiler had kunnen zijn. Overigens kan ook worden betoogd dat één van de prestaties van een bestuurder juist afhangt van de mate waarin hij anticipeert op exogene factoren. Desalniettemin blijft de mate waarin hij hierin goed presteert een relatieve kwestie, die niet weerspiegeld wordt in de aandelenkoers van zijn vennootschap.

keuze te worden gemaakt die Jensen en Murphy over het hoofd zien: of de bezoldiging is afhankelijk van de absolute toegevoegde aandeelhouderswaarde of de bezoldiging is afhankelijk van prestaties waar de bestuurder daadwerkelijk invloed op kan uitoefenen. Voor beide gaan is niet mogelijk.

Een ander nadeel van het belonen voor de absolute aandeelhouderswaarde is, dat het behaalde rendement wezenlijk kan worden beïnvloed door buitensporig optimistische of pessimistische verwachtingen aan het begin of het einde van een beoordelingsperiode.²⁶ De verwachtingen van bestuurders zijn immers niet alleen op publiekelijk toegankelijke informatie gebaseerd, maar ook op meer gedetailleerde 'inside information'.²⁷ Hierdoor kan de onderneming in de ogen van de bestuurder over- of ondergewaardeerd zijn. Indien de onderneming in zijn ogen ondergewaardeerd is, zal hij meer geprikkeld worden door een bezoldiging gebaseerd op de absolute ondernemingsprestatie, dan in het geval de onderneming in zijn ogen overgewaardeerd is.

26 Zie Rappaport 1986, p. 176. Als derde beperking wordt genoemd, dat er geen rechtstreekse koppeling gemaakt kan worden tussen de resultaten van een businessunit of divisie en de koersontwikkeling van het aandeel.

27 Ik merk hier op dat het niet zozeer gaat om koersgevoelige informatie die op dat moment naar buiten gebracht dient te worden, maar op een kennis van zaken waardoor een bestuurder beter kan inschatten of de onderneming over- of ondergewaardeerd is.

De uitwerking van de pay-for-performancebenadering in de praktijk

91. De perfecte prestatimaatstaf

De absolute aandelenkoers is dus geen perfecte maatstaf om de bestuurder te motiveren. De vraag is of er een andere prestatimaatstaf bestaat die ervoor zorgt dat én de bestuurder gemotiveerd wordt zijn prestaties te verbeteren én dat deze verbeterde prestaties bijdragen aan het algehele succes van de onderneming. Deze twee vereisten worden in de praktijk veelal vertaald met ‘beïnvloedbaarheid’ en ‘doelrealisatie’.¹ Met beïnvloedbaarheid wordt bedoeld de mate waarin een bestuurder invloed kan uitoefenen op de uitkomst van hetgeen waarop hij beoordeeld wordt. Een prestatimaatstaf moet, zoals hiervoor uiteengezet, zo min mogelijk afhankelijk zijn van krachten die buiten de invloedssfeer van de bestuurder liggen. Indien de prestatimaatstaf wel varieert door de invloed van dergelijke krachten, bijvoorbeeld het sentiment op de beurs, de olieprijs of de wisselkoersen, dan is de prestatimaatstaf niet of slechts beperkt beïnvloedbaar en vanuit het perspectief van de bestuurder onderhevig aan risico.² Hoe hoger het ervaren risico, des te minder heeft de prestatimaatstaf een motiverende werking op de bestuurder.³

1 Baker 2000, p. 2. Zie ook Cools & Van Praag 2003.

2 Cools noemt drie redenen waarom een prestatimaatstaf slechts beperkt beïnvloedbaar kan zijn, namelijk omdat (i) de maatstaf van een te hoog aggregatieniveau is – bijvoorbeeld de ondernemingswinst of de aandelenkoers –, (ii) de medewerking van collegae vereist is of (iii) externe factoren het resultaat te sterk beïnvloeden, zoals de olieprijs of rente- of valutaschommelingen. Ten aanzien van de laatste reden dient te worden opgemerkt, dat dergelijke externe invloeden weliswaar niet door individuele bestuurders kunnen worden beïnvloed, maar dat veelal op de gevolgen voor de eigen resultaten wel degelijk invloed kan worden uitgeoefend. De beïnvloedbaarheid van een prestatimaatstaf zou derhalve moeten worden gedefinieerd als beïnvloedbaarheid van de *gevolgen* van externe factoren en niet als beïnvloedbaarheid van de externe factoren *an sich*. Zo kunnen de gevolgen van valutaschommelingen deels worden opgevangen door deze te hedgen. De kwetsbaarheid voor stijgende of dalende olieprijsen kan worden beperkt door termijncontracten af te sluiten, etc. Cools 2005, p. 86.

3 De beïnvloedbaarheid van een prestatimaatstaf en de risico's ervan voor een bestuurder zijn twee kanten van dezelfde medaille: een prestatimaatstaf met een hoog risico is niet of slechts beperkt beïnvloedbaar, een prestatimaatstaf met een laag risico is wel beïnvloedbaar. Naarmate een prestatimaatstaf door de bestuurder als risicovoller wordt

Ter illustratie van een prestatimaatstaf die in hoge mate doelmatig is maar slechts beperkt beïnvloedbaar kan gedacht worden aan een bedrijfsleider van een Albert Heijn die zijn caissière probeert te motiveren harder te werken door een bonus in het vooruitzicht te stellen op basis van een toename van de aandelenkoers van Ahold. Omdat haar handelen een volledig verwaarloosbare invloed heeft op deze aandelenkoers zal van de in het vooruitzicht gestelde bonus geen prikkel uitgaan. Door harder te werken verbetert haar kans op een bonus immers niet. De keerzijde is, dat de caissière zonder beter te presteren alsnog kans heeft op haar bonus als de koers stijgt.

Naast de beïnvloedbaarheid hangt de kwaliteit van de prestatimaatstaf tevens af van de doelmatigheid van de maatstaf. Een prestatimaatstaf leidt tot doelrealisatie als het de bestuurder prikkels geeft bepaalde handelingen te verrichten die niet alleen een positief effect hebben op het behalen van de prestatimaatstaf, maar tevens een positief effect hebben op de doelstelling van de onderneming. Indien het mogelijk is de prestatimaatstaf positief te beïnvloeden zonder dat daarmee het uiteindelijke doel van de onderneming is gediend, dan is er sprake van een ondoelmatige of verstorende maatstaf.⁴ Het gebruik van een ondoelmatige of verstorende prestatimaatstaf waaraan de bezoldiging van een bestuurder is gekoppeld, geeft een verkeerde prikkel waardoor het een ongewenst effect kan hebben op het gedrag van de bestuurder.⁵ Naarmate de beschikbare prestatimaatstaf lager scoort op doelmatigheid zal de optimale relatie tussen (uiteindelijke) prestatie en bezoldiging ook zwakker worden.⁶

Ter illustratie van een prestatimaatstaf die in hoge mate beïnvloedbaar is, maar laag scoort op doelmatigheid kan gedacht worden aan het belonen van een secretaresse van

bestempeld, zal de optimale relatie tussen prestatie en beloning zwakker zijn. Er is derhalve sprake van een afruil tussen de optimale sterkte van de relatie tussen prestatie en beloning enerzijds en de beïnvloedbaarheid van de prestatimaatstaf anderzijds. Van Praag 2005.

4 Baker 2000, p. 2.

5 Een voorbeeld doet zich voor bij Sears Auto Repair Centers waar commissie werd toegekend aan het personeel op basis van uitgevoerde reparaties. Later blijkt dat Sears wordt verdacht van het misleiden van consumenten, omdat er te veel onnodige reparaties door het zeer gemotiveerde personeel zouden zijn uitgevoerd. Zie Baker 2000, p. 1 en 2.

6 Van Praag 2005, p. 14. De bruikbaarheid van een prestatimaatstaf voor een contract met prikkels hangt af van de beïnvloedbaarheid en de doelrealisatie van de maatstaf. Hoe minder beïnvloedbaar de maatstaf door de bestuurder en hoe minder de maatstaf leidt tot de realisatie van het uiteindelijke doel, des te minder waardevol zal de maatstaf zijn voor de organisatie en des te minder zal de maatstaf gebruikt worden in een prestatiecontract. De grote moeilijkheid is, dat ondernemingen zelden toegankelijke maatstaven hebben met een hoge beïnvloedbaarheid en een hoge doelrealisatie, waardoor in het algemeen een afruil plaatsvindt tussen maatstaven met een lage beïnvloedbaarheid en een hoge doelrealisatie of met een hoge beïnvloedbaarheid en een lage doelrealisatie. Baker 2000, p. 22.

een beursgenoteerde onderneming voor een bepaald aantal toetsaanslagen per maand. Hoewel het behalen van de prestatie volledig beïnvloedbaar is, zal een toename van haar toetsaanslagen niet direct bijdragen aan het succes van de onderneming. Zo heeft Lincoln Electric (LE) in het verleden een bezoldigingsbeleid ingevoerd waarbij haar secretaresses per toetsaanslag betaald kregen. Niet snel daarna komen ze er bij LE achter dat een secretaresse haar lunchpauze gebruikte om continu één toets aan te slaan.⁷ Bij een versturende prestatimaatstaf waarbij sprake is van een hoge beïnvloedbaarheid maar een lage doelmatigheid ligt manipulatie sneller op de loer.

De perfecte prestatimaatstaf scoort maximaal op beïnvloedbaarheid en doelrealisatie.⁸ De afgelopen decennia hebben een zoektocht laten zien naar de perfecte prestatimaatstaf waarbij getracht is om beïnvloedbaarheid en doelrealisatie samen te laten komen. De grote moeilijkheid is, dat ondernemingen geen toegankelijke maatstaven hebben met én een hoge beïnvloedbaarheid én een hoge doelrealisatie.⁹ Daar komt bij dat het werk van de bestuurder zodanig complex is, dat er in de praktijk altijd een afruil tussen beïnvloedbaarheid en doelrealisatie aanwezig zal zijn. Is de beïnvloedbaarheid van de maatstaf hoog, dan is de doelrealisatie laag en andersom.¹⁰ De perfecte prestatimaatstaf bestaat derhalve niet.¹¹

92. 'Prestatie' in de praktijk

De tegenstrijdigheid die voortvloeit uit de toepassing van de pay-for-performance-benadering vanwege de afruil tussen de doelmatigheid en de beïnvloedbaarheid van een prestatimaatstaf is de praktijk niet ontgaan. De opkomst van de financieel-economische visie op variabele bezoldiging zorgt er dan ook voor dat de nadruk bij variabele beloning niet meer (alleen) op de prestatie van de gehele onderneming, maar tevens op de (individuele) prestatie van de bestuurder komt te liggen. Dit zorgt er mede voor dat vanaf het begin van de jaren '70 de weg wordt vrijgemaakt voor het toepassen van andere maatstaven dan de aandelenkoers voor het bepalen van de variabele beloning. Hierdoor wordt de bezoldiging van bestuurders in de praktijk minder afhankelijk van de algehele prestaties van de onderneming en komt

7 Baker 2000, p. 1 en 2.

8 Bij alle handelingen van een bestuurder waarbij de prestatimaatstaf toeneemt (afneemt), stijgt (daalt) ook de aandelenkoers. Cools 2005, p. 85.

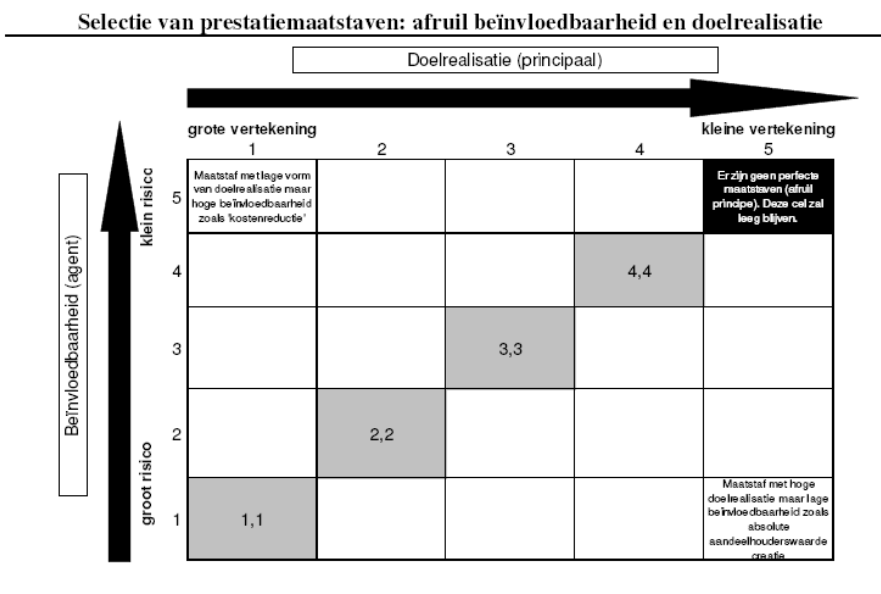
9 Vrijwel alle functies binnen een onderneming bestaan uit multidimensionale taken, waarbij bijvoorbeeld zowel de kwaliteit, snelheid, technisch vernuft, veiligheid, klantvriendelijkheid, service, samenwerking, maximaal moeten zijn, als de kosten minimaal, en dat niet voor één product maar voor een hele reeks producten en diensten. Cools & Van Praag 2003.

10 Baker 2000, p. 22.

11 Het feit dat de perfecte maatstaf niet bestaat wordt onderkend. Zie Cools & Van Praag 2003. Zie ook Van Ees e.a. 2007, p. 30.

het voor dat bestuurders, ook indien het slecht gaat met de onderneming, een variabele beloning kunnen ontvangen.

De trend om een bestuurder niet meer alleen voor de absolute prestatie van de onderneming te belonen heeft zich tot op heden doorgezet. In de huidige praktijk zien we dat er gekozen wordt voor een suboptimale mix van variabele beloningsvormen die betrekking hebben op zowel de prestaties met een hoge(re) beïnvloedbaarheid en een lage(re) doelrealisatie als op prestaties met een hoge(re) doelrealisatie maar een lage(re) beïnvloedbaarheid. De directe koppeling tussen het prestatie criterium en het ultieme doel – binnen de pay-for-performancebenadering het creëren van lange termijn (aandeelhouders)waarde – wordt zodoende in de praktijk ten aanzien van bepaalde prestatiecriteria losgelaten. In die gevallen wordt gekozen voor een afgeleide prestatie maatstaf ten gunste van de beïnvloedbaarheid door de bestuurder van de gemeten prestaties.



Figuur 2: overgenomen uit Van Ees e.a. 2007, p. 30.

In de praktijk wordt vaak gebruik gemaakt van een soortgelijke matrix als hierboven afgebeeld om de afruil tussen beïnvloedbaarheid en doelrealisatie (vertekening) weer te geven van een prestatie maatstaf.

De korte termijn variabele beloning wordt veelal uitgekeerd in contanten en is gebaseerd op (financiële en niet-financiële) afgeleide maatstaven waarvan de

uitkomsten in hoge mate beïnvloedbaar zijn door de bestuurder. De korte termijn variabele beloning weerspiegelt derhalve in grotere mate de prestaties van de bestuurder. Het nadeel van de gebruikte afgeleide maatstaven voor de korte termijn variabele beloning is dat ze een lage doelrealisatie kennen en in hoge mate manipuleerbaar zijn.¹²

De lange termijn variabele beloning wordt veelal uitgekeerd in aandelen en opties. Hierdoor wordt de uiteindelijke lange termijn variabele beloning gekoppeld aan het succes van de onderneming, gemeten aan de hand van de aandelenkoers. Het belonen met opties en aandelen scoort dus hoger op doelrealisatie vanuit het oogpunt van de aandeelhouders, maar levert in ten aanzien van de beïnvloedbaarheid. De waarde van de aandelen en opties bewegen immers mee met oorzaken die buiten de invloedssfeer liggen van de bestuurder.¹³

De toekenning of vestiging van de aandelen en opties gebeurt weer veelal op basis van prestatimaatstaven die betrekking hebben op de relatieve verandering van de aandeelhouderswaarde. Deze maatstaven zijn ontworpen om de ruis van de markt eruit te filteren, zodat de prestaties van de onderneming ten opzichte van haar referenten inzichtelijker kunnen worden gemaakt. Hierdoor wordt getracht om de lange termijn beloning zoveel mogelijk te vrijwaren van oorzaken die buiten de invloedssfeer van de bestuurder liggen.

De suboptimale mix van verschillende prestatimaatstaven is een compromis waarbij in de marge telkens weer gezocht wordt naar de ‘ideale’ prestatimaatstaf.¹⁴ Tot op heden is deze ideale maatstaf niet gevonden. Vandaar dat in de praktijk bezoldigd wordt op basis van zowel de absolute aandeelhouderswaarde als afgeleide prestatimaatstaven zoals de relatieve aandeelhouderswaarde en andere (financiële en non-financiële) afgeleide prestatimaatstaven.

12 Zo kunnen er bijvoorbeeld diverse boekhoudkundige mogelijkheden voorhanden zijn waardoor de uitkomsten kunnen variëren (lees: verbeteren) zonder dat er sprake is van een materiële invloed op de waarde van de onderneming.

13 Overigens zij hier opgemerkt dat ook het belonen met aandelen en in het bijzonder opties kan leiden tot manipulatie. Ik kom daar later nog op terug.

14 Een voorbeeld van de zoektocht naar de juiste beloningsvormen is onder meer de overgang van opties naar geblokkeerde aandelen (restricted stock). Over geblokkeerde aandelen is men ook niet onverdeeld positief, onder meer omdat een geblokkeerd aandeel eigenlijk een optie met een uitoefenprijs van 0 euro is. Hierdoor geven geblokkeerde aandelen een veel minder effectieve prikkel om de aandelenkoers te verbeteren.

93. Belonen voor relatieve aandeelhouderswaarde¹⁵

Om aan de beperkingen van het bezoldigen voor de absolute verandering in aandeelhouderswaarde tegemoet te komen, wordt in de praktijk gekozen voor het belonen op basis van de relatieve verandering in aandeelhouderswaarde.¹⁶ Vergeleken wordt de verandering in aandeelhouderswaarde van de desbetreffende onderneming met de verandering van aandeelhouderswaarde van vergelijkbare ondernemingen. Hierdoor kan de uitwerking van macro-economische factoren en factoren die specifiek gelden voor een bepaalde bedrijfstak – factoren die buiten de invloedssfeer van de bestuurder liggen – worden geëlimineerd. Men sluit bij het vaststellen van de prestatie op deze wijze dus meer aan bij de daadwerkelijke prestaties van het bestuur en van de bestuurder, hoewel enige ruis onvermijdelijk is. De variabele beloning, gebaseerd op de relatieve ondernemingsprestatie zal, doordat de uitkomst in directer verband staat met het handelen van de bestuurder, eerder voor een effectieve prikkel kunnen zorgen.

Ook het bezoldigen voor de relatieve ondernemingsprestatie heeft echter zijn beperkingen. Om te beginnen loopt de prestatie van de onderneming voor de aandeelhouder niet parallel met de relatieve prestatie van de onderneming. Door te bezoldigen voor de relatieve verandering in aandeelhouderswaarde van de onderneming sluit men dus niet aan bij het uiteindelijke doel van de aandeelhouders.¹⁷ Daar kan tegenin worden gebracht dat het bezoldigen op basis van relatieve aandeelhouderswaarde alsnog in het belang van de aandeelhouders is. Een aandeelhouder is er immers bij gebaat dat een bestuurder, ondanks de invloed van exogene factoren, beter presteert dan zijn referenten.

Hoewel hierin een zekere waarheid schuilt, kan het afstappen van de absolute aandeelhouderswaarde om te gaan belonen op basis van relatieve prestaties zorgen voor (onverwachte) negatieve gevolgen voor aandeelhouders en de onderneming in haar geheel. Bij de bestuurder kan bijvoorbeeld de prikkel afnemen om zich terug te trekken uit onaantrekkelijke activiteiten, waarbij de rendabiliteit lager ligt dan de kosten op vermogen, indien de onderneming daar relatief gezien hoger

15 Eén van de meeste gebruikte prestatiemaatstaven voor de lange termijn beloning is Total Shareholder Return (TSR). TSR wordt over een bepaalde periode berekend en is de procentuele verandering van de aandelenkoers over die periode plus het in die periode uitgekeerde dividend. De term relatief geeft aan dat de TSR van een bedrijf wordt beoordeeld ten opzichte van de TSR van een referentiegroep van vergelijkbare ondernemingen.

16 Meer in algemene zin wordt dit ook wel Relative Performance Evaluation (RPE) genoemd.

17 Er wordt derhalve afgestapt van de aan prestatiebezoldiging ten grondslag liggende theorie.

scoort dan haar referenten.¹⁸ Het gebruikmaken van een voor de industrie aangepaste prestatiemaatstaf kan daardoor reeds aanwezige prikkels van de bestuurders verstoren.

“Using industry-adjusted performance could distort managerial incentives. [...] Assume that the CEO can take actions that affect her industry benchmark. This could be by choosing the industry (through acquisition, for instance) against which she will be compared. Being in a good industry may help firm performance, but it also raises the benchmark against which the CEO will be evaluated.”¹⁹

Het grootste probleem dat speelt bij het ontwerpen van prestatiebeloningssystemen die gericht zijn op de relatieve verandering in aandeelhouderswaarde, is echter het vinden van een geschikte referentiegroep. Niet verwonderlijk hangt de uitkomst van het relatieve succes geheel af van de referentiegroep waar de onderneming mee vergeleken wordt. Enig bewijs voor het effectief gebruiken van evaluaties van relatieve prestatie is tot op heden zwak.²⁰ Manipulatie van de referentiegroep – zowel bewust als onbewust – ligt daarbij op de loer.²¹

Uit een onderzoek naar de kwaliteit van de samengestelde referentiegroepen van ondernemingen met een beursnotering aan de AEX kwam naar voren dat de kwaliteit van de referentiegroepen niet goed is. Haanen et al. concluderen dat slechts in 22% van de gevallen er sprake is van een goede referentiegroep. 44,4% van de referentiegroepen werd als voldoende aangemerkt en 33,3% merkten zij aan als slecht.²²

Naast de vraag of de gekozen referenten kwalitatief goed zijn, bestaat er tevens geen eenduidigheid over de vraag wie als referent zou moeten dienen voor de referentiegroep. Het ligt het meest voor de hand om een referentiegroep samen te stellen met de directe concurrenten van de onderneming. Vaak zijn deze directe concurrenten echter niet gemakkelijk aan te wijzen, waardoor er alsnog een grote discretionaire ruimte bestaat bij het samenstellen van de referentiegroep.²³ Daarnaast blijven er tussen referenten altijd belangrijke verschillen bestaan die in belangrijke mate invloed hebben op de positie van de onderhavige onderneming

18 Rappaport 1986, p. 178/179.

19 Baker 2000, p. 16.

20 Frydman & Jenter 2010, p. 15.

21 Aggarwal en Samwick noemen bijvoorbeeld strategische competitie als één van de nadelen van relatieve prestatiemeting (Relative Performance Evaluation of ‘RPE’), waarvan (relatieve) TSR een voorbeeld is. Zie Aggarwal & Samwick 1999, p. 1999-2043. Zie ook Porac, Wade & Pollock 1999, p. 112-144.

22 Haanen, Maas & van Triest 2006, p. 494-502. Haanen e.a. vinden overigens geen bewijs dat de referentiegroepen strategisch samengesteld zijn.

23 Problemen ten aanzien van het bepalen van de juiste referentiegroep komen verderop nog uitvoerig aan bod, zie randnummer 160 e.v.

binnen de referentiegroep.²⁴ Ondernemingen – ook concurrerende ondernemingen – zijn nu eenmaal niet identiek.

Betoogd kan daarnaast worden dat elk bestuur van een onderneming moet concurreren met niet alleen de directe concurrenten, maar met het veel ruimere spectrum van de beleggingsmogelijkheden van aandeelhouders. In dat geval moet ter vergelijking een veel ruimere schaal aangenomen worden, zoals de AEX-index of de S&P 500. Een variabele beloning kan bijvoorbeeld worden toegekend indien de aandelenkoers van de onderneming het gemiddelde van de index met meer dan een bepaald percentage overstijgt.

Een keuze voor één van beide kan tot opmerkelijk verschillende uitkomsten leiden. De ontwikkeling van bedrijf X kan bijvoorbeeld precies meebewegen met het gemiddelde van de index, waardoor vastgesteld kan worden dat de onderneming het niet bovengemiddeld heeft gedaan. Wordt er gekeken naar de directe referenten van bedrijf X, dan is het mogelijk dat bedrijf X het ten opzichte van haar referenten wel uitzonderlijk veel beter heeft gedaan.²⁵

Naast vorengenoemde kritieken zijn er nog andere onvolmaaktheden waardoor het belonen op basis van de relatieve aandeelhouderswaarde onder druk is komen te staan. In hoeverre worden invloeden van buitenaf nu daadwerkelijk gecorrigeerd? Grote externe oorzaken die de gehele markt beïnvloeden worden weliswaar eruit gefilterd, maar er zijn voldoende externe oorzaken die de prestaties van de onderneming in grotere mate kunnen beïnvloeden dan die van bepaalde referenten. Zoals Jensen en Murphy benadrukken: “Shareholders wealth is affected by many factors in addition to the CEO, including actions of other executives and employees, demand and supply conditions, and public policies.”²⁶ Daar komt bij dat de uitkomst van een prestatiemeting op basis van Total Shareholder Return (momenteel de meest gebruikte prestatiemaatstaf voor de lange termijn beloningen, hierna: TSR) voor een groot deel afhangt van de gekozen periode. Een dag verschil kan in sommige gevallen zelfs al leiden tot een andere uitkomst. Omdat het belonen op basis van de relatieve aandeelhouderswaarde in de praktijk een stuk weerbarstiger blijkt, staan maatstaven zoals TSR de laatste jaren onder druk.²⁷ Sinds de crisis maakt TSR

24 Hierdoor kan alsnog vraagtekens worden gezet bij het directe verband tussen het handelen van de bestuurder of het bestuur en de positie van de onderneming ten opzichte van haar referenten.

25 Rappaport 1986, p. 180/181. Rappaport geeft voorbeelden waarbij door de desbetreffende onderneming zelfs tot 100% beter wordt gepresteerd.

26 Jensen & Murphy 1990a, p. 2.

27 Zie hierover ook het voorstel tot herzieningen van de corporate governance in het Verenigd Koninkrijk uit 2016: “Some longterm investors have also expressed concern that the proxy measures used in long-term incentive plans, such as total shareholder return or earnings per share, may not be helpful in tracking long-term changes in the value of the company, taking into account a range of financial and non-financial factors such as

als maatstaf steeds meer plaats voor een discretionaire beoordeling door de raad van commissarissen.²⁸

Ten slotte dient nog opgemerkt te worden dat, indien een bestuurder op basis van de relatieve ondernemingsprestatie recht heeft op een lange termijn variabele beloning, deze lange termijn beloning in de regel wordt uitbetaald in geblokkeerde aandelen (restricted stock). Deze aandelen dient de bestuurder aan te houden voor een bepaalde periode voordat hij de aandelen mag vervreemden. De reden hierachter is onder meer dat daardoor bestuurders aan de onderneming worden gebonden en minder snel de onderneming zullen verlaten. Op die manier is de lange termijn variabele beloning onderhevig aan eventuele toekomstige correcties in de aandelenkoers. Door de lange termijn beloning uit te betalen in (geblokkeerde) aandelen, wordt dus alsnog aangeknoopt bij de aandelenkoers van de onderneming. De uiteindelijke beloning – het bedrag dat de bestuurder op zijn rekening mag bijschrijven na verkoop van de (geblokkeerde) aandelen – is derhalve alsnog afhankelijk van de absolute ondernemingsprestatie en zodoende (in ieder geval deels) onafhankelijk van de individuele prestatie van de bestuurder.

94. Belonen op basis van andere afgeleide prestatiemaatstaven

Naast het afhankelijk maken van de bezoldiging van bestuurders van de absolute aandeelhouderswaarde en relatieve aandeelhouderswaarde, wordt in de praktijk de korte termijn variabele beloning ('short term incentive' of 'STI') gekoppeld aan afgeleide financiële (bijvoorbeeld boekhoudkundige en groeimaatstaven) en niet-financiële prestatiemaatstaven (bijvoorbeeld klanttevredenheids- en duurzaamheidsmaatstaven). Hiervoor worden twee rechtvaardigingsgronden aangedragen.²⁹ Allereerst zijn afgeleide financiële en niet-financiële prestatiemaatstaven ten opzichte van de absolute en relatieve aandeelhouderswaarde in hogere mate beïnvloedbaar waardoor deze prestatiemaatstaven een krachtigere prikkel geven aan de bestuurder. Daarnaast kunnen deze afgeleide prestatiemaatstaven informatie geven over het functioneren van een bestuurder. Holmström meent dan ook dat een optimaal bezoldigingscontract voor een risicoaverse bestuurder niet alleen gebaseerd dient te worden op het doel van de aandeelhouder – verandering in aandeelhouderswaarde –

changes in the strategic strength and reputation of a company over the period of a CEO's tenure." Green Paper: Corporate Governance Reform, BEIS, November 2016, p. 32.

28 Zie o.a. de evaluaties van Eumedion: http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2010_ava_evaluatie.pdf, p. 4; http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2011_ava_evaluatie.pdf, p. 10; http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2013_ava-evaluatie.pdf, p. 8.

29 Geen rechtvaardigingsgrond, maar wel een belangrijke reden is, dat het gemakkelijk is om een bestuurder op basis van deze afgeleide prestatiemaatstaven te belonen omdat deze cijfers simpelweg voorhanden zijn.

maar ook op iedere variabele die aanvullende informatie geeft en die van waarde is voor de beoordeling van de niet-observeerbare keuzes van de bestuurders.³⁰ Naast Holmström gaat ook Baker ervan uit dat ‘almost any piece of data can be used as a performance measure’.³¹

Een veel gehoorde kritiek op het gebruiken van deze andere variabelen is, dat het baseren van bezoldiging op potentiële aanvullende informatieve variabelen contra-productief kan zijn, omdat het prikkels kan geven aan een bestuurder om inspanningen te verrichten die weliswaar deze variabelen positief beïnvloeden, maar geen (aandeelhouders)waarde creëren of anderszins bijdragen aan het algehele succes van de onderneming.³² Het meten van boekhoudkundige winsten, bijvoorbeeld, kan nuttige informatie verschaffen over de niet-observeerbare handelingen van de bestuurder. Door de bestuurder echter te belonen op basis van boekhoudkundige winsten in plaats van veranderingen in aandeelhouderswaarde wordt er voor de bestuurder niet alleen een prikkel gegenereerd om invloed uit te oefenen op het boekhoudsysteem maar tevens om projecten te negeren met een grote netto contante waarde en te kiezen voor minder waardevolle projecten met een grotere onmiddellijke boekhoudkundige winst.³³ Een ander voorbeeld is belonen voor klanttevredenheid. Als klanten tevreden zijn dan heeft dat in de meeste gevallen een positievere uitwerking op de prestaties van de onderneming dan wanneer de klanten ontevreden zijn. Door echter te belonen op basis van klanttevredenheid kan een bepaald handelen gestimuleerd worden waarbij de klanttevredenheid weliswaar verbetert

30 Holmström 1979, p. 75. Cools en Van Praag pleiten ook voor het gebruik van afgeleide maatstaven onder verwijzing naar de afruil tussen doelrealisatie (zij noemen het doelcongruentie) en beïnvloedbaarheid (ruis); Cools & Van Praag 2003. Opgemerkt dient overigens te worden dat Holmström er in zijn model van uitgaat, dat de aandeelhouder op de hoogte is van alle potentiële mogelijke handelingen (*‘business opportunities’*) die een bestuurder kan maken, evenals de mogelijke uitkomsten van die handelingen. In werkelijkheid is het onwaarschijnlijk dat ooit aan deze voorwaarde wordt voldaan.

31 Baker 2000, p. 12/13.

32 Zie Jensen & Murphy 1990a, p. 26/27 waarin zij verwijzen naar Gibbons & Murphy 1989. Zie in dit kader ook het proefschrift van Kilian Wawoe waarin hij onderzoek doet naar welke persoonlijkheidskenmerken bepalen wanneer medewerkers worden gewaardeerd door hun leidinggevende, wanneer ze goede beoordelingen krijgen en wanneer ze een bonus krijgen van hun baas. In totaal deden er 1.800 bankmedewerkers mee van verschillende banken in de VS, Brazilië, India, Nederland en Roemenië. Zijn belangrijkste conclusie is dat ondernemende mensen niet beter beoordeeld worden door hun baas, maar wel hogere bonussen krijgen. De verklaring hiervoor is dat mensen met een proactieve persoonlijkheid zich zo gedragen dat ze hun targets halen, maar dat wil nog niet zeggen dat ze hun werk beter doen. Vandaar dat managers hun proactieve medewerkers wél hogere bonussen geven, maar als je aan diezelfde manager vraagt wat ze van diezelfde bankier vinden, worden ze niet beter gewaardeerd. Wawoe 2010.

33 Jensen & Murphy 1990a, p. 27.

maar dat ten koste gaat van het uiteindelijke succes van de onderneming. Zo kan er bijvoorbeeld voor gekozen worden klanten te allen tijde tegemoet te komen en gratis producten op te sturen. Hierdoor zal de klanttevredenheid naar alle waarschijnlijkheid toenemen terwijl de prestaties van de onderneming niet of zelfs negatief beïnvloed worden.³⁴

“Consider the example of using customer satisfaction as a performance measure. While high levels of customer satisfaction may be a by-product of a well-run organization, and carefully designed studies may show that customer satisfaction is correlated with firm performance, it is nonetheless dangerous to develop an incentive program that pays for happy customers. There are simply too many techniques that increase customer satisfaction that do not increase profits. Should employees begin to be rewarded explicitly for customer satisfaction, they may learn to exploit these non-profitmaximizing ways to curry favor with customers, and drive the performance measure up while driving performance down. Customer satisfaction and firm performance will thus be highly correlated only so long as incentives are not placed on customer satisfaction.”³⁵

Het belonen op basis van afgeleide maatstaven kan er derhalve voor zorgen dat de afgeleide prestatiemaatstaf positief beïnvloed wordt door de bestuurder waardoor het recht ontstaat op een bonus zonder dat er daadwerkelijke waarde is gecreëerd voor de vennootschap. In veel van die gevallen zal er zelfs sprake zijn van waardevernietigend gedrag.

95. ‘Good numbers turning bad’

Op basis van de hiervoor genoemde voorbeelden kan de conclusie getrokken worden dat bij het belonen voor boekhoudkundige winst of klanttevredenheid voor een verkeerde maatstaf is gekozen. De vraag is echter in hoeverre maatstaven die gebruikt worden om prestaties te meten op basis waarvan een beloning wordt toegekend in het algemeen nog de juiste informatie geven over de geleverde prestaties. Baker merkt weliswaar op dat bijna ieder stukje data gebruikt kan worden als een prestatiemaatstaf, maar hij wijst ook op de gevaren van het gebruiken van schijnbaar informatieve prestatiemaatstaven die afbreuk doen aan of disfunctioneel worden wanneer ze gebruikt worden voor het geven van prikkels aan bestuurders. Hij verwijst daarbij naar het onderzoek van John Darley die over dit probleem het volgende schrijft:

“The essence of my claim about control systems can be quickly stated. In any organizational system, it is likely that some ‘numbers’ exist that provide reasonable evidence about the success of that organization. Profits for a business, cases closed for a police

34 Zie over de onbedoelde uitwerkingen van prestatiemaatstaven, randnummer 118 e.v.

35 John Darley in Baker 2000, p. 12/13.

department, or test scores for children graduating from high school are all reasonable candidates for such standing; they tell us a good deal about the success of the organization that produces those outcomes.

Naturally, there is a temptation to use those numbers to control that organization. [...] The problem is this. The criteria we took measured the success of the organization. Or at least they did, before we [...] announced that henceforth those were the numbers by means of which we would measure the success of [...] those in the organization. Corporate executives would be paid bonuses for reaching certain profit figures, police departments that failed to close a reasonable number of cases would be subject to organizational shakeups, schools that did well on students' SAT scores would do well when teacher raises were granted.

When we did this, we unleashed a complex set of social processes. [...] [We] caused all the players in the system to turn their attention to maximizing those numbers. Sometimes – often – they did so in ways that we did not anticipate, and that caused actions that “maximized the numbers” without maximizing what we really care about. In fact, the act of imposing the control system often destroyed what we really cared about.”³⁶

Bepaalde informatie kan een goede indicatie geven van de prestaties van de onderneming of van de bestuurder totdat de indicator tot prestatimaatstaf wordt verheven en een beloning afhankelijk wordt gesteld van het behalen van deze maatstaf. Dit kan het geval zijn bij afgeleide prestatie-indicatoren. Maar zelfs een prestatimaatstaf die correleert met de waarde van de onderneming hoeft niet direct goede prikkels te geven aan een bestuurder. Indien te veel gewicht wordt gehecht aan een prestatimaatstaf kan dit zelfs leiden tot zeer versturende en disfunctionele prikkels.³⁷

96. De prestatie van de bestuurder

Ten slotte blijft nog de vraag over in hoeverre de daadwerkelijke prestaties van de bestuurder kunnen worden vastgesteld. Het is niet zonder reden dat een prestatimaatstaf ontbreekt die zowel 100% beïnvloedbaar is als 100% overeenkomt met het doel van de onderneming. Duidelijk is dat het bezoldigen op basis van de aandelenkoers ruimte biedt om bestuurders te belonen voor allerlei oorzaken die buiten de invloed van de bestuurder liggen. Zelfs in het geval dat de ruis van algemene markttrends eruit wordt gefilterd door gebruik te maken van relatieve prestatimaatstaven geeft – naast de onvolmaaktheden die in een dergelijk geval nog steeds spelen – deze geïsoleerde prestatie van de onderneming geen correcte indicatie voor de prestaties van de bestuurder.³⁸ Het lijkt erop dat het onmogelijk

36 John Darley in Baker 2000, p. 12/13.

37 John Darley in Baker 2000, p. 12/13.

38 Zie Winter 2010, p. 6.

is om een bestuurder alleen te belonen op basis van de bijdrage die hij daadwerkelijk geleverd heeft.

In zijn boek ‘Indispensable and Other Myths’ gaat Michael Dorff in op het meten van de prestaties van de bestuurder. Hij wijst erop dat de gedachte dat de CEO de meest belangrijke oorzaak is van de ondernemingsprestatie, wijdverbreid is zonder dat daar empirisch bewijs voor is. Intuïtief hebben de meesten van ons het gevoel dat de leider beslissend is voor de resultaten van de onderneming. De CEO gaat immers over de uiteindelijke beslissingen die genomen worden, dus moet hij ook de verantwoordelijkheid dragen voor de uitkomsten.³⁹ Verantwoordelijk zijn voor de prestaties van de onderneming wil echter niet zeggen dat de prestaties ook toe te wijzen zijn aan de handelingen van de bestuurder.⁴⁰

Dorff wijst het gebruik van korte termijn prestatimaatstaven, gebaseerd op bijvoorbeeld de inkomsten van de onderneming of de ontwikkeling van de aandelenkoers, van de hand. Volgens hem kunnen prestaties alleen vastgesteld worden door te kijken naar de lange termijn resultaten omdat het te gemakkelijk is om voor korte termijn gewin de winst kunstmatig te verhogen. Zo kunnen bestuurders ervoor kiezen minder geld uit te geven aan onderzoek en ontwikkeling, te bezuinigen op marketing, de kwaliteit van de goederen van de onderneming te verlagen en het aantal uren dat aan klantenservice besteed wordt te verminderen. Al deze handelingen hebben het effect, zoals Dorff zegt, “of robbing Peter to pay Paul”. Om daadwerkelijk naar de invloed van een bestuurder te kijken, zal dus naar een langere termijn gekeken moeten worden zonder gebruik te maken van ‘gimmicks’ zoals de hiervoor genoemde prestatimaatstaven.⁴¹

Ter ondersteuning van zijn stelling wijs ik op het feit dat sommige van de meest gelauwerde CEO’s later fraudeurs of bestuurders met een roekeloze expansiedrift bleken te zijn die hun onderneming (bijna) de afgrond in dreven. Cees van der Hoeven werd bijvoorbeeld vijf maal uitgeroepen tot topman van het jaar voordat het boekhoudschandaal bij Ahold aan het licht kwam.

39 Dorff 2014, p. 152.

40 Overigens geeft het feit dat de bestuurder verantwoordelijk is voor de resultaten van de onderneming mijns inziens wel een grondslag voor het belonen van bestuurders op basis van deze resultaten. De keerzijde daarvan is wel dat een bestuurder geen variabele beloning ontvangt wanneer de onderneming slecht presteert, ook als de redenen voor de slechte prestatie niet te wijten zijn aan het handelen van de bestuurder. In dit geval is het motiverende aspect van de bezoldiging uiteraard beperkt tot slechts het laten meedelen van de bestuurder in het succes van de onderneming. Zie hierover randnummer 132.

41 Dorff 2014, p. 154.

Ook is het volgens Dorff niet genoeg om alleen te kijken naar de resultaten van de onderneming die behaald zijn onder het bewind van de bestuurder. De handelingen van voorgangers hebben immers nog invloed op de resultaten van de onderneming na het aantreden van de nieuwe bestuurder. De invloed van de oude bestuurder werkt uiteraard ook na zijn aftreden nog geruime tijd door. Hoe meer jaren worden meegenomen, des te moeilijker het wordt om de invloed van de bestuurder te isoleren van andere interne en externe invloeden. Meer in het algemeen wijst Dorff op de talloze externe en interne factoren die de resultaten van de onderneming beïnvloeden zonder dat de inzet en kunde van de CEO daar nu een rol speelt.

“The company’s industry, culture, history, technology, branding, employees, and other officers can all play a large role. In addition, the external environment – the growth rate of the economy, interest rates, inflation, the price of oil, unemployment – also has an impact on the firm’s success.⁴² [...] the CEO cannot succeed on his or her own. There is a supporting cast of literally thousands whose work is also essential to the firm’s success. How should we divide the credit (and more important for our purposes, the financial rewards) for a successful high-tech product launch, for example, among shareholders who financed the operation, the senior management team who helped supervise and direct the company, the board that set broad policy, the scientists who developed the product, the sales force who sold the product, the advertising team who marketed it, and the workers who assembled it?”⁴³

Ten slotte moet de factor geluk (of pech) niet worden onderschat. Toen de aandelen vanwege het uitbreken van de kredietcrisis door de grond zakten, betekende dit niet dat iedere bestuurder van al deze beursgenoteerde ondernemingen dramatisch gepresteerd hadden. En de stijging van de aandelenkoersen na de crisis is waarschijnlijk eerder te danken aan het herstel van de economie (en bijvoorbeeld de historisch lage olieprijs) dan de juiste handelingen van de top van deze beursgenoteerde ondernemingen.

“To really understand the impact of a CEO on a firm, we would need to isolate the influences of luck and the environment, including the impact of past leaders on the firm’s position, resources, and culture.”⁴⁴

Het vorenstaande wil uiteraard niet zeggen dat een bestuurder geen waarde toevoegt aan een onderneming. Al de verschillende factoren maken het echter wel praktisch onmogelijk om de exacte prestaties van een bestuurder te meten. Bij de uitwerking van de pay-for-performancebenadering in de praktijk komt men dus voor diverse

42 Dorff 2014, p. 154.

43 Dorff 2014, p. 156.

44 Dorff 2014, p. 155.

moeilijkheden te staan. Als er al gekozen wordt om alleen voor de daadwerkelijk geleverde prestaties van een bestuurder te belonen, dan zal er altijd enige ruis bestaan waarop een bestuurder wordt afgerekend.

97. Afsluitende opmerkingen

De pay-for-performancebenadering is intuïtief uiterst aantrekkelijk. De bezoldiging zorgt er niet alleen voor dat de bestuurder wordt aangezet de prestaties van de onderneming te verbeteren, maar de vennootschap heeft ook nog eens minder loonkosten bij tegenvallende prestaties. Een eerlijkere bezoldiging is moeilijk te bedenken. Als we echter kijken naar de consequenties van deze benadering, evenals de uitwerking ervan in de praktijk, dan stuiten we op verschillende problemen.

Allereerst zorgt het aan de pay-for-performancebenadering ten grondslag liggende mensbeeld van de bestuurder die alleen zijn eigen belang nastreeft ervoor, dat een bestuurder continu gemotiveerd dient te worden door zijn bezoldiging. Ontbreekt deze prikkel, dan heeft dit desastreuze gevolgen voor de vennootschap. Deze noodzaak om een bestuurder te blijven motiveren heeft ervoor gezorgd dat bestuurders bonussen ontvingen die als variabel werden gepresenteerd maar in de praktijk een gegarandeerd karakter hadden. Een andere consequentie van de noodzaak om een bestuurder door middel van zijn bezoldiging continu te motiveren is, dat de in het vooruitzicht gestelde bezoldiging van een bestuurder ieder jaar substantieel en progressief moet toenemen vanwege het aanpassingsvermogen van de bestuurder en de wet van het afnemende grensnut. Hierdoor doet de toepassing van de pay-for-performancebenadering denken aan het fabeltje waarin de bedenker van het schaakspel aan de koning vraagt om hem te belonen per vakje. Voor het eerste vakje hoeft hij slechts één rijstkorrel, voor het tweede vakje het dubbele (dus slechts twee) en voor alle andere vakjes telkens het dubbele van de vorige.⁴⁵ Hoewel de beloning op het eerste gezicht uiterst gunstig lijkt, komt de koning er uiteindelijk achter dat hij meer rijst moet betalen dan er in zijn koninkrijk te vinden is.

De toepassing van pay-for-performance legt tevens een tegenstrijdigheid binnen deze benadering bloot. De ultieme prestatie waarvoor betaald dient te worden, wordt immers gelijk gesteld met het belang van de aandeelhouder terwijl de prikkelwerking van dezelfde prestatie wordt benaderd vanuit het perspectief van de bestuurder. Het omzetten van de prestatie in een prestatimaatstaf geeft dan ook problemen. Moet er aangesloten worden bij een maatstaf met een hoge doelmatigheid of een hoge beïnvloedbaarheid? Vanwege de afruil tussen beide is een perfecte maatstaf

45 Dit fabeltje wordt toegedicht aan H.J. Raverty die het als eerste publiceerde in "History of Chess and Backgammon" (verschenen in het Journal of the Royal Asiatic Society of Bengal in Calcutta in 1902).

niet voor handen. In de praktijk wordt derhalve gekozen voor een suboptimale mix van prestatimaatstaven, waarbij ofwel de invloed van exogene factoren ervoor kan zorgen dat een effectieve prikkel ontbreekt ofwel een bestuurder beloond kan worden voor het beïnvloeden van een afgeleide prestatimaatstaf – en dus recht heeft op een bonus – zonder daadwerkelijk waarde te creëren voor de vennootschap.

De afgelopen decennia hebben laten zien dat de toepassing van de pay-for-performancebenadering in de praktijk weerbarstiger is dan de theorie doet vermoeden. Hierdoor zijn steeds meer voorbeelden beschikbaar van het falen van deze benadering in de praktijk.

De hiervoor genoemde inherente onvolmaaktheden van deze benadering hebben een belangrijk aandeel in het verklaren van dat falen. Deze onvolmaaktheden hebben betrekking op de moeilijkheden bij het toepassen van de pay-for-performancebenadering in de praktijk, maar raken niet de wortels van pay-for-performance. De vraag is of de impliciete aannames die aan de pay-for-performancebenadering ten grondslag liggen niet ook bij hebben gedragen aan haar falen. Twee van die aannames zou ik in het bijzonder onder de loep willen nemen, namelijk de aanname dat de mens getypeerd kan worden als een Homo economicus en de daaruit voortvloeiende aanname dat financiële prikkels prestaties zullen verbeteren.

De noodzaak tot het motiveren van de bestuurders

98. De principaal-agenttheorie en haar mensbeeld

“At the level of pay that those of you who run banks get, why the hell do you need bonuses to do the right thing? Do we really have to bribe you to do your jobs? I don’t get it. Think what you are telling the average worker, that you who are the most important people in the system and at the top, your salary isn’t enough, you need to be given an extra incentive to do your jobs right.”¹

Met deze woorden stelde Barney Frank de noodzaak van de hoge bonussen ter discussie in zijn toespraak tijdens het jaarlijkse diner van het financiële dagblad *American Banker*.² Weinigen van de aanwezige bestuurders zal zich kunnen verenigen met de gedachte dat zij omgekocht moeten worden om hun bestuurstaak goed uit te voeren. Toch steunt de noodzaak om op de moderne manier te bezoldigen op de idee dat bestuurders, indien zij niet door hun bezoldiging gemotiveerd worden, hun bestuurstaak niet naar behoren zullen vervullen. De noodzaak voor het belonen voor prestatie is dus gebaseerd op een wantrouwen jegens bestuurders. Dit wantrouwen rust niet op empirische bevindingen over het handelen van bestuurders binnen ondernemingen, maar vloeit simpelweg voort uit het mensbeeld dat ten grondslag ligt aan de principaal-agenttheorie.

De principaal-agenttheorie heeft de afgelopen decennia het theoretisch landschap dat de corporate governance vraagstukken herbergt, gedomineerd. De principaal-agenttheorie en de daarin vervatte aannames zijn echter niet vrij van kritiek. Deze kritiek strekt zich tevens uit tot de oplossingen voor het principaal-agentprobleem, zoals de pay-for-performance benadering.³ Eén van de belangrijkste kritiekpunten op de principaal-agenttheorie ziet op het mensbeeld dat aan de basis ligt van deze theorie. Een (marginale) toetsing van dat mensbeeld doet het fundament, waarop de noodzaak voor de moderne beloningsvisie rust, ernstig wankelen.

-
- 1 Zie onder meer het artikel in de New York Times door Jane L. Levere van 5 december 2004: Who Invited the Speaker? (beschikbaar op http://www.nytimes.com/2004/12/05/business/yourmoney/05suits.html?_r=0 (laatst bezocht op 5 augustus 2017).
 - 2 Barney Frank was op dat moment lid van ‘the US House of Representatives’ van Massachusetts en ‘senior Democrat’ van ‘the House Financial Services Committee’.
 - 3 Brennan 1994; Brennan 1998; Sen 1977.

99. De Homo economicus

De kern van de kritiek richt zich op het mensbeeld dat de principaal-agenttheorie hanteert: de Homo economicus. Dit model van de mens heeft zich in meer dan 200 jaar binnen de economie ontwikkeld. De Homo economicus wordt gekarakteriseerd als een rationeel persoon die handelt ten behoeve van het maximaliseren van zijn eigen utiliteit.⁴

Een rationeel persoon is iemand die handelt op een manier waarvan hij gelooft dat dit handelen consistent is met zijn nutsfunctie.⁵ Het individu weet wat hij wil, is in staat om de dingen die hij wil te rangschikken van meest gewild naar minst gewild en handelt op een manier waarop hij gelooft dat hij hetgeen hij wil maximaal zal bevredigen. Deze voorkeuren van de mens zijn volgens de financiële economie transitief.⁶

Met maximaliseren wordt binnen deze visie van de mens bedoeld op de aanname dat de mens liever meer heeft van hetgeen hij als positief bestempelt, dan minder. Daar komt bij dat de mens nooit genoeg heeft van hetgeen hij wil. De mens wordt beperkt in zijn mogelijkheden om zijn wil te bevredigen door bijvoorbeeld tijd, rijkdom en de fysische wetten der natuur, maar binnen de mogelijkheden die voorhanden zijn, zoekt de mens naar het maximaliseren van zijn utiliteit.⁷

Bij de Homo economicus staat zijn eigen belang voorop. Op basis van een kosten/batenanalyse streeft de mens ernaar zijn persoonlijk nut, dat hij uit zijn voorkeuren afleidt, te maximaliseren.⁸ De meest simpele vorm van de economische mens maakt zich bij het maximaliseren van zijn persoonlijk nut niet druk om iets

4 Zoals we zullen zien zijn er verschillende verschijningsvormen van de Homo economicus. Ik zal mij hier beperken tot de meest karakteristieke kenmerken. Daarbij richt ik mij op de Homo economicus die centraal staat in de door Jensen en Meckling vormgegeven principaal-agenttheorie en de Homo economicus die wordt opgevoerd ten behoeve van de pay-for-performance benadering.

5 Albanese, Dacin & Harris 1997, p. 610. Binnen de economie wordt telkens gesproken over 'utility'. Hierna zal dit telkens worden aangeduid met utiliteit of nut.

6 Transitieve voorkeuren zijn die voorkeuren waarvan als vast is gesteld dat goed A de voorkeur geniet boven goed B, goed B de voorkeur geniet boven goed C en dat goed A de voorkeur geniet boven goed C.

7 Zie onder meer Jensen & Meckling 1994, p. 4, waarbij zij specifiek ingaan op het begrip maximaliseren. Hoewel zij dit begrip uitleggen binnen het 'Resourceful Evaluative Maximising Model' waar ik later over kom te spreken, wordt eenzelfde uitleg gehanteerd over maximaliseren bij de eenvoudige Homo economicus die hier beschreven wordt.

8 Ulen 1999, p. 790.

als moraal, ethiek, liefde, eerlijkheid, respect of andere mensen.⁹ Hij denkt alleen aan zichzelf. Calculerend en opportunistisch streeft hij naar die handelingen die hem het grootste materiële voordeel opleveren.¹⁰

100. Kritiek op het mensbeeld

Vanuit verschillende kanten is kritiek geleverd op het gebruik van de Homo economicus als mensbeeld, omdat het mensbeeld belangrijke menselijke gedragingen uitsluit.¹¹ Zo komt men dagelijks voorbeelden tegen van altruïstisch gedrag, terwijl hiervoor geen plaats is bij de Homo economicus.¹²

Amartya Sen demonstreert de absurdheid van de Homo economicus als realistisch mensbeeld met een voorbeeld van twee vreemden die elkaar op straat tegenkomen:

“‘Where is the railway station?’ he asks me. ‘There,’ I say, pointing at the post office, ‘and would you please post this letter for me on the way?’ ‘Yes,’ he says, determined to open the envelope and check whether it contains something valuable.”¹³

Om de kritiek op het gebruik van de Homo economicus te pareren wordt vaak gesteld dat de economische theorie niet noodzakelijk ervan uitgaat dat mensen ‘materieel egoïstisch’ zijn. In de meeste discussies wordt de Homo economicus immers omschreven als een ‘rational maximizer’ niet zozeer met betrekking tot geld of rijkdom (zoals in zijn meest simpele vorm), maar van zijn eigen utiliteit.¹⁴ Het begrip utiliteit kan meer bevatten dan alleen materieel voordeel. Indien iemand ervoor kiest om op grond van ethische of morele overwegingen op een bepaalde manier te handelen is dat gedrag niet inconsistent met dat van de Homo econo-

9 Paul Milgrom en John Roberts schrijven over het Homo economicus-model dat hiermee mensen worden weggezet als “fundamentally amoral, ignoring rules, breaking agreements, an employing guile, manipulation, and deception if they see personal gain in doing so.” Milgrom & Roberts 1992, p. 42.

10 Stout 2011, p. 4. Zie tevens Jensen & Meckling 1994, p.15, waarin zij ingaan en kritiek hebben op ‘the economic model of human behavior’.

11 Niet alleen zijn er talrijke experimenten uitgevoerd waaruit blijkt dat de mens niet altijd rationeel handelt, maar ook zijn er tal van voorbeelden waaruit blijkt dat de mens niet louter in zijn eigen belang handelt. Hier kom ik later meer uitgebreid op terug. Henrich e.a. 2001.

12 Oude vrouwtjes worden de straat over geholpen en aan toeristen wordt de weg uitgelegd door totale vreemden die daaraan geen enkel materieel gewin beleven en er zelfs slechter van worden doordat ze kostbare tijd verliezen. Zie onder andere Stout 2011, p. 49. De Homo economicus zou dergelijk gedrag nooit vertonen.

13 Sen 1977, p. 332.

14 Stout 2011, p. 33.

micus, zolang het handelen bijdraagt aan zijn persoonlijk nut.¹⁵ Er is dus eerder sprake van een Homo utilis dan een Homo economicus.

Door het begrip utiliteit een breder bereik te geven, wordt de opvatting dat mensen op een rationele wijze hun utiliteit maximaliseren echter gereduceerd tot een tautologie. Alle gedragingen komen immers onder de definitie van het eigen belang te vallen.¹⁶ Zolang ieder handelen van de Homo economicus bijdraagt aan zijn persoonlijk nut, is ieder gedrag – zowel dat van een moeder die haar kind verlaat als dat van een moeder die zich opoffert voor haar kind – consistent met het economisch mensbeeld. Een dergelijke brede opvatting doet afbreuk aan de voorspellende waarde van de economische theorie.¹⁷

Demsetz is daarom van mening dat, om toch deze voorspellende waarde te behouden, men zal moeten aannemen dat de utiliteit van mensen zich primair richt op het verbeteren van hun materiële omstandigheden.¹⁸ Hierdoor komt de econoom terecht in een lastige spagaat. Of hij kiest voor een meer realistisch mensbeeld met als consequentie dat het mensbeeld niet of nauwelijks kan worden ingepast in een model en de economie aan ‘voorspellende waarde’ verliest. Of hij gaat uit van een gesimplificeerd mensbeeld, waarbij de mens zich alleen laat leiden door materieel gewin. Hierdoor behoudt de econoom het grote voordeel dat hij gebruik kan maken van een model van de mens dat volkomen voorspelbaar is. Men kan er immers altijd op rekenen dat de Homo economicus zijn eigen materiële belang na zal jagen. Dit laatste heeft een belangrijk bijkomend voordeel: wat het probleem ook is, betere (financiële) prikkels zullen het oplossen.¹⁹ Het grote nadeel is dat het gehanteerde model zover van de realiteit afstaat, dat men alsnog vraagtekens kan zetten bij de voorspellende waarde van de uitkomsten, (evenals de fundering

15 Het mensbeeld van het ‘Resourceful Evaluative Maximizing Model’ (REMM) dat Michael Jensen en Meckling in 1994 opvoeren is daar een voorbeeld van. Hoewel de term nieuw is, is het concept dat niet. Het REMM is een uitbreiding van de enge benadering van de Homo economicus. De basiselementen van het REMM bestaan uit vier hypothesen; (i) Het individu geeft om bijna alles en iedereen, is in staat om te evalueren (beoordelen) en is altijd bereid om trade-offs te maken of voor substituties te gaan. Ook zijn de voorkeuren van het individu transitief, (ii) de wensen van een individu zijn onbeperkt. Hij prefereert altijd meer van een (positief) goed dan minder en heeft nooit genoeg (iii) ieder individu is een ‘maximizer’ en (iv) het individu is vindingrijk. Jensen & Meckling 1994, p. 5.

16 Brennan 1998, p. 8. Demsetz 1996, p. 492.

17 Stout 2011, p. 32/33. Brennan merkt daarnaast nog op: “This attitude is at odds with the Popperian view, generally held by economists, that a scientific hypothesis is of interest, only to the extent that it is potentially falsifiable. An hypothesis that is consistent with any observation is empirically empty”. Brennan 1998, noot 18.

18 Demsetz concludeert dat we moeten aannemen dat wij “an acquisitive species” zijn die meer rijkdom boven minder rijkdom verkiezen. Demsetz 1996, p. 492.

19 Stout 2011, p. 39.

die de uitkomsten kunnen bieden voor het ontwerpen van corporate governance mechanismen).

Ik wil overigens niet beweren dat de beperkte visie op de mens ieder nut ontbeert. Het kan uitermate geschikt zijn dit model toe te passen bij het observeren van een perfect concurrerende markt waarbij er bijvoorbeeld slechts sprake is van eenmalige (anonieme) markttransacties.²⁰ Bij relationele overeenkomsten leidt de imperfectie van de beperkte visie op de mens naar mijn mening tot onbruikbare voorspellingen.²¹

101. De Homo economicus en de pay-for-performance benadering

In de *Theory of the Firm*, waarin de principaal-agenttheorie uiteen wordt gezet, lijken Jensen en Meckling de keuze voor een expliciet mensbeeld open te laten door slechts te stellen dat *als* beide partijen ‘utility maximizers’ zijn er een goede reden bestaat om te geloven dat de agent niet zal handelen in het grootste belang van de principaal.²² Uit het vervolg van het artikel blijkt echter dat Jensen en Meckling voortbouwen op de aanname dat de bestuurder een ‘utility maximizer’ is, waarbij ‘utility’ overigens niet beperkt wordt tot het materiële voordeel dat de bestuurder uit een onderneming haalt.²³

Voor de hand ligt, dat Jensen en Meckling het (door henzelf bedachte) mensbeeld van het ‘Resourceful Evaluative Maximizing Model’ (hierna: REMM) voor ogen hebben, dat een uitwerking is van de brede opvatting van de Homo economicus.²⁴

20 De beroemde gedragseconoom Kahneman heeft samen met anderen overigens aangetoond dat ook in situaties waarbij partijen elkaar niet kennen en niet *face-to-face* met elkaar onderhandelen of er simpelweg sprake is van een markttransactie, gevoelens van redelijkheid meespelen waardoor individuen niet handelen zoals de beperkte visie van de mens doet verwachten. Zie o.a. Kahneman 2011; Kahneman, Knetsch & Thaler 1986a, p. 285-300; Kahneman, Knetsch & Thaler 1986b.

21 Zie ook Brennan 1994, p. 32.

22 Jensen & Meckling 1976, p.5.

23 Zie hiervoor onder meer de passage: “If a wholly-owned firm is managed by the owner, he will make operating decisions that maximize his utility. These decisions will involve not only the benefits he derives from pecuniary returns but also the utility generated by various non-pecuniary aspects of his entrepreneurial activities [...]” Jensen & Meckling 1976, p. 10/11.

24 “Some of these reformulation attempts have rejected the fundamental principle of maximizing behavior as well as rejecting the more specific profit-maximizing model. We retain the notion of maximizing behavior on the part of all individuals in the analysis that follows.” In noot 4 verwijzen Jensen en Meckling naar een artikel van Meckling dat in hetzelfde jaar verscheen en waarin Meckling het model van de REMM reeds opvoerde, zie Meckling 1976, p. 548. Hetzelfde artikel is, enigszins aangepast, in 1994 nogmaals uitgebracht, dit keer door Jensen en Meckling samen, zie Jensen & Meckling 1994.

De basiselementen van het REMM bestaan uit de volgende hypothesen: het individu geeft om alles en iedereen (dus ook moraal, ethiek etc.), is in staat om te evalueren, de wensen van een individu zijn onbeperkt. Hij geeft altijd de voorkeur aan meer van een (positief) goed, dan minder en heeft nooit genoeg, ieder individu is een ‘maximizer’ en het individu is vindingrijk.²⁵ Als men dus kijkt naar de principaal-agenttheorie zoals deze door Jensen en Meckling is geschapen, dan lijkt de brede opvatting van de Homo economicus te prevaleren.²⁶

Het mensbeeld dat aan de pay-for-performance benadering ten grondslag ligt, lijkt ten onrechte overeen te komen met het mensbeeld dat opgevoerd wordt in de principaal-agenttheorie. De wijze waarop het onderliggende mensbeeld wordt gebracht, is echter misleidend.

De pay-for-performance benadering neemt aan dat bestuurders de neiging hebben om voor activiteiten te gaan die hun eigen welzijn doen toenemen.²⁷ Afhankelijk van de persoonlijke voorkeuren van de individuele bestuurder kan hij zijn welzijn dus vergroten door een toename van zijn materiële nut (zoals inkomen) en/of zijn immateriële nut (zoals macht, status, aanzien of bijvoorbeeld het succes van de onderneming). Met dit mensbeeld wordt aangesloten bij de bredere opvatting van de Homo economicus die ook aan de principaal-agenttheorie ten grondslag ligt.

De pay-for-performance benadering verlaat dit mensbeeld echter doordat het zich enkel richt op financiële prikkels en alle andere mogelijke niet-financiële voorkeuren van de bestuurder buiten beschouwing laat. Daarbij wordt de (positieve) werking van financiële prikkels als een vaststaand gegeven aangenomen.

Een ongebreideld vertrouwen in de werking van financiële prikkels komt voort uit het beeld van de mens die louter zijn eigen materiële nut wil maximaliseren.

25 Jensen & Meckling 1994, p. 5.

26 Hierdoor is er wel sprake van voornoemde tautologie. Volgt men de lijn van Demsetz dan zal men moeten afstappen van de bredere opvatting van de Homo economicus waarbij alles onder zijn eigen belang geschaard wordt en kiezen voor de Homo economicus die streeft naar het maximaliseren van zijn persoonlijk materieel voordeel. Een daadwerkelijke keuze kan in beginsel in het midden worden gelaten als men slechts de theorie beschrijft. De keuze komt wel kijken bij de toepassing van de principaal-agenttheorie. Het feit dat men bij de principaal-agenttheorie ervan uitgaat dat er een conflict tussen principaal en agent aanwezig is, sluit overigens een geheel brede opvatting van de Homo economicus uit. Als iedere reden om te handelen uiteindelijk onder het eigen belang geschaard zou kunnen worden, dan zou de agent ook uit bijvoorbeeld plichtsbesef voor het belang van de aandeelhouder kunnen gaan, waardoor er geen sprake is van conflicterende belangen.

27 “Like other human beings, however, CEOs tend to engage in activities that increase their own well-being”. Jensen & Murphy 1990b, p. 4. In *Performance Pay and Top Management* schrijven zij: “But the CEO compares only his private gain and cost from pursuing a particular activity.” ‘Private gain and cost’ moet vermoedelijk in de brede zin worden opgevat, waarbij zowel financieel, als non-financieel voordeel/nadeel als gain/cost wordt aangemerkt. Jensen & Murphy 1990a, p. 1.

Immers, als de persoonlijke voorkeuren van de bestuurder volledig (of zelfs deels) bestaan uit niet-financiële componenten, dan heeft het geen (of minder) zin om te proberen de bestuurder te sturen met financiële prikkels.

Jensen en Murphy zijn niet blind voor mogelijke kritiek op hun eenzijdige focus op financiële prikkels.

“Some may object to our focus on monetary incentives as the central motivator of CEO behavior. Are there not important nonmonetary rewards associated with running a large organization? Benefits such as power, prestige, and public visibility certainly do affect the level of monetary compensation necessary to attract highly qualified people to the corporate sector.”²⁸

De reden om alleen gebruik te maken van financiële prikkels en dus om andere niet-financiële beloningen buiten beschouwing te laten, is dat niet-financiële beloningen niet kunnen variëren met de waarde van de onderneming en daardoor niet effectiever zijn dan de vaste bezoldiging als controlemechanisme om bestuurders te laten handelen in het belang van de aandeelhouders.²⁹

Bovenstaand argument zegt echter niets over de werking van financiële prikkels, maar alleen over de toepasbaarheid (of eerder de niet-toepasbaarheid) van niet-financiële prikkels als controlemechanisme. Door de aandacht alleen te richten op financiële prikkels worden de voorkeuren die de bestuurder kan hebben gereduceerd tot louter materiële voorkeuren, waardoor Jensen en Murphy impliciet de bredere opvatting van de Homo economicus reduceren tot een veel beperktere opvatting, namelijk tot een mensbeeld dat uiteindelijk slechts geïnteresseerd is in geld. Het grote voordeel van deze manoeuvre is dat de pay-for-performance benadering in hoge mate aan voorspellende waarde wint, terwijl het lijkt alsof alle voorkeuren (zowel de financiële als de niet financiële) van de bestuurder worden meegenomen. De bestuurder kan altijd door betere financiële prikkels gestuurd worden. Het resultaat is echter dat de bestuurder wordt gereduceerd tot een persoon die zich slechts laat leiden door extrinsieke financiële prikkels, waarbij belangrijke niet-financiële voorkeuren van de bestuurder buiten spel worden gezet.

Jensen bekritiseert deze simpele benadering van de mens juist samen met Meckling en doet dit beperkte model af als oninteressant.

“The economic model is, of course, not very interesting as a model of human behavior. People do not behave this way. In most cases use of this model reflects economists’ desire for simplicity in modeling; the exclusive pursuit of wealth or money income is easier to model than the complexity of the actual preferences of individuals. As a consequence, however, non-economists often use this model as a foil to discredit economics—that is,

28 Jensen & Murphy 1990b, p. 21. In dezelfde trant: Jensen & Murphy 1990a, p. 32.

29 Jensen & Murphy 1990b, p. 21. In dezelfde trant: Jensen & Murphy 1990a, p. 32/33.

to argue that economics is of limited use because economists focus only on a single characteristic of behavior—and one of the least attractive at that, the selfish desire for money.”³⁰

De pay-for-performance benadering komt voort uit de toepassing van de principaal-agenttheorie waarin een beperkter mensbeeld wordt gehanteerd dan het mensbeeld dat ten grondslag ligt aan de principaal-agenttheorie. Hierdoor is de situatie ontstaan dat aan de pay-for-performance benadering een model van de mens ten grondslag ligt dat door (in ieder geval) één van de bedenkers als oninteressant wordt afgeschilderd. Het gebruik van dat beperkte model van de mens heeft verstrekende gevolgen vanwege de conclusies die getrokken worden. Heel de noodzaak van het gebruik van de bezoldiging van bestuurders als controlemechanisme is immers gebaseerd op de toepassing van dit beperkte model van de mens.

102. Stewardshiptheorie: het andere uiterste van het menselijk spectrum

Tegenover de beperkte opvatting van de Homo economicus waarbij de mens wordt afgeschilderd als een opportunist die slechts handelt in zijn eigen materiële belang, staat de mens die betrouwbaar is en intrinsiek gemotiveerd is om zijn taak te vervullen op een pro-organisatorische manier.³¹ Dit mensbeeld wordt opgevoerd in de uit de sociologie en psychologie voortkomende stewardshiptheorie.³²

De stewardshiptheorie verzet zich tegen de aanname dat de agent te allen tijde in zijn eigen belang (lees: materiële voordeel) zal handelen en er daardoor altijd sprake zal zijn van conflicterende belangen tussen de principaal en de agent. Volgens deze theorie wordt de bestuurder niet gemotiveerd door individuele doelen, maar liggen zijn motieven op dezelfde lijn als het doel van de principaal.³³ Stewards zijn zelfs gemotiveerd om te handelen in het belang van hun principaal.³⁴ De mens handelt – evenals wordt aangenomen in de principaal-agenttheorie – rationeel,³⁵ maar het gedrag van de mens is zodanig gerangschikt dat pro-organisatorisch, collectief gedrag een hogere utiliteit heeft dan individualistisch, zelfzuchtig

30 Jensen & Meckling 1994, p. 15.

31 Donaldson & Davis 1991; Davis, Schoorman & Donaldson 1997; Grunedi 2008, p. 147/148.

32 De ‘founding fathers’ van de stewardshiptheorie zijn Lex Donaldson, James H. Davis en David F. Schoorman; zie onder andere Donaldson & Davis 1991; Davis, Schoorman & Donaldson 1997, p. 20.

33 Davis, Schoorman & Donaldson 1997, p. 21.

34 Davis, Schoorman & Donaldson 1997, p. 20-24.

35 Davis, Schoorman & Donaldson 1997, p. 24.

gedrag.³⁶ Een steward handelt dus in het belang van de principaal, zelfs als hij kan berekenen dat een bepaalde handeling voor hem persoonlijk niet lonend is.³⁷

De stewardshiptheorie gaat uit van een sterke relatie tussen het succes van de onderneming en het belang van de principaal. Deze relatie komt voort uit de erkenning van mogelijke conflicterende belangen van de verschillende aandeelhouders. Vanwege de potentiële verscheidenheid aan aandeelhoudersbelangen is de steward gericht op de onderneming. Door de prestaties van de onderneming te maximaliseren, komt de steward tegemoet aan de concurrerende belangen van de aandeelhouders. Hierbij wordt aangenomen dat iedere aandeelhouder uiteindelijk gebaat is bij goede ondernemingsprestaties.³⁸

Aan de stewardshiptheorie ligt een rotsvast vertrouwen in de bestuurder ten grondslag. Dit vertrouwen kan gedefinieerd worden als de bereidheid van een partij om zich kwetsbaar op te stellen ten opzichte van de handelingen van de andere partij, gebaseerd op de verwachting dat de ander een bepaalde handeling zal verrichten die belangrijk is voor degene die het vertrouwen schenkt, ongeacht de mogelijkheid om de andere partij te monitoren of te controleren.³⁹ Deze op vertrouwen gebaseerde benadering staat haaks op de aanname van opportunistisch gedrag, zoals verankerd is in de door wantrouwen beheerste principaal-agenttheorie.

Als men uitgaat van de intrinsieke motivatie van bestuurders om hun taak te vervullen op een pro-organisatorische manier, dan is er geen noodzaak voor prikkels of sancties. Het behalen van uitdagende doelstellingen en het uitoefenen van verantwoordelijkheid zal bevredigend zijn als een doel op zich, zonder dat extrinsieke prikkels nodig zijn. Aangenomen wordt dat potentiële tekortkomingen in de motivatie van de bestuurder om succesvol zijn taak uit te voeren niet bestaan. Conflicterende doelen zijn dus ofwel afwezig of worden overkomen door de neiging van de steward om pro-organisatorisch gedrag te tonen.

De stewardshiptheorie impliceert overigens niet dat stewards geen noodzakelijke 'overlevingsbehoeften' hebben. De steward heeft een inkomen nodig om te overleven. De steward realiseert echter de afruil tussen persoonlijke behoeften en organisatorische doelen en gelooft dat hij door het toewerken naar organisatorische, collectieve doelen, in zijn persoonlijke behoeften kan voorzien.⁴⁰

103. Kritiek op de stewardshiptheorie

Ook het mensbeeld dat ten tonele wordt gevoerd binnen de stewardshiptheorie rust niet op empirische bevindingen, maar op aannames. Critici van de stewardship-

36 Davis, Schoorman & Donaldson 1997, p. 24/25.

37 Davis, Schoorman & Donaldson 1997, p. 24.

38 Davis, Schoorman & Donaldson 1997, p. 25.

39 Mayer, Davis & Schoorman 1995, p. 712.

40 Davis, Schoorman & Donaldson 1997, p. 25.

theorie benadrukken vaak de beperking die de theorie zichzelf oplegt door een vaste rangschikking van de voorkeuren van de bestuurder aan te nemen. De bestuurder waardeert pro-organisatorisch handelen immers altijd hoger dan het handelen in zijn eigen belang. De principaal-agenttheorie, zo stellen zij, is een robuustere theorie omdat deze theorie geen aanname doet met betrekking tot de inhoud of de rangschikking van de voorkeuren van mensen.⁴¹

Als men uitgaat van de bredere opvatting van de *Homo economicus* – de *Homo utilis* – dan hebben deze critici gelijk. In dat geval zou de stewardshiptheorie bij wijze van spreken opgenomen kunnen worden binnen de principaal-agenttheorie en is de stewardshiptheorie slechts een uitwerking van een bepaalde set voorkeuren waarbij de utiliteit van de agent vaststaat.⁴²

Gaat men uit van de enge vorm van de *Homo economicus* – zoals men doet bij de toepassing van de principaal-agenttheorie – dan gaat men uit van de aanname dat de agent te allen tijde het handelen in zijn eigen belang (gedefinieerd naar zijn materieel te behalen voordeel) boven het handelen ten behoeve van andere belangen (waaronder immateriële voordelen) stelt. In dat geval bezondigen beide theorieën zich aan het opleggen van een min of meer vaste rangschikking van voorkeuren en aan het invullen van de utiliteit van de agent c.q. steward.⁴³

104. Agent vs steward: twee uitersten van het spectrum

De kritiek die men kan hebben op de gesimplificeerde aannames over de menselijke aard die de pay-for-performance benadering te berde brengt, kan men in evenzo grote mate hebben met betrekking tot de stewardshiptheorie. Geconcludeerd kan

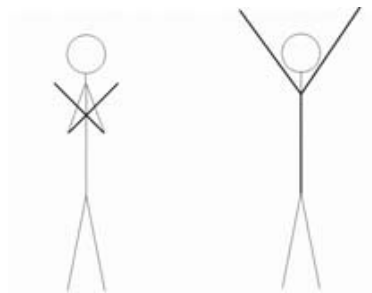
41 Albanese, Dacin & Harris 1997, p. 610.

42 Opgemerkt zij dat men ervan uitgaat, dat de principaal-agenttheorie in beginsel altijd conflicterende belangen tussen principaal en agent veronderstelt. Als dit het uitgangspunt is, dan wordt de mogelijkheid dat een agent het belang van zijn principaal als utiliteit heeft en er dus geen conflicterende belangen zijn, niet mogelijk geacht. In dat geval kan de stewardshiptheorie niet geheel worden opgenomen binnen de principaal-agenttheorie en zal de principaal-agenttheorie bijna het hele spectrum beslaan, terwijl de stewardshiptheorie slechts de overgebleven beperkte ruimte krijgt toebedeeld.

43 In de literatuur wordt tevens de vraag gesteld of stewards wel altruïstisch zijn of niet? Zie onder andere Daily, Dalton & Cannella Jr. 2003, p. 372. De bestuurder kan immers de mening zijn toegedaan dat het dienen van de belangen van de aandeelhouders ook in zijn eigen belang is, omdat de bestuurder ziet dat de prestatie van de onderneming een directe impact heeft op de beeldvorming rond zijn eigen prestatie. Daarnaast kan meer op abstract niveau gesteld worden dat indien de steward het belang van zijn principaal als hoogste stelt, hij daarmee dat belang dus tot het zijne maakt. Deze discussie is mijns inziens slechts een definitiekwestie van het begrip eigen belang, waarbij wij uitkomen bij de eeuwenoude vraag of er wel een handeling is die niet in het eigen belang is. Mandeville en zijn bijen wil ik hier echter laten rusten.

worden dat de aanname, dat topbestuurders te allen tijde gelijk zijn aan eerlijke, plichtsgetrouwe stewards, net zo onrealistisch en gesimplificeerd is als de aanname dat zij opportunistische agents zijn. Beide algemene aannames van het gedrag van de bestuurder maken de fout om de complexiteit en de variëteit van menselijk gedrag op een hoop te gooien onder één enkele beperkte aanname.

Nieuw zijn beide uitersten niet. Zij werden in de jaren '60 al door McGregor beschreven in zijn werk 'The Human Side of Enterprise' waarin hij schrijft over de op het eigen belang gerichte persoon X, gelijk aan de Homo economicus, en over persoon Y die overeenkomt met de steward van de stewardshiptheorie.⁴⁴



Figuur 3

105. Zelfzuchtig én pro-organisatorisch

Voor het vinden van een antwoord op de vraag hoe bestuurders zich nu daadwerkelijk gedragen ligt het voor de hand om te kijken naar empirische bevindingen over het handelen van de mens, in plaats van te steunen op ongefundeerde aannames over zelfzuchtig of pro-organisatorisch gedrag.

Voor mijn definitie van pro-organisatorisch of altruïstisch gedrag sluit ik aan bij de definitie van altruïsme die Richard Dawkins hanteert in zijn boek *The Selfish Gene*:

“It is important to realize that the above definitions of altruism and selfishness are *behavioural*, not subjective. I am not concerned here with the psychology of motives. I am not going to argue about whether people who behave altruistically are ‘really’ doing it for secret or subconscious selfish motives. Maybe they are and maybe they aren’t, and maybe we can never know, but in any case that is not what this book is about. My definition is concerned only with whether the *effect* of an act is to lower or raise the survival prospects of the presumed altruist and the survival prospects of the presumed beneficiary.”

44 McGregor 1960.

Pro-organisatorisch gedrag benader ik derhalve als gedrag dat hogere kosten met zich brengt voor degene die handelt dan de waarde van enig direct persoonlijk voordeel, waarbij het niet gaat om emotionele maar om materiële kosten en materieel voordeel.⁴⁵ Het gaat daarbij zowel om actief als om passief pro-organisatorisch gedrag (denk bij een voorbeeld van passief gedrag aan het niet maken van misbruik van een bepaalde situatie). De Homo economicus die ten grondslag ligt aan de pay-for-performance benadering zal nooit een dergelijke vorm van altruïstisch gedrag vertonen.

Het gedrag van mensen is uitvoerig onderzocht met experimenten in diverse gecontroleerde omgevingen.⁴⁶ De afgelopen vijftig jaar hebben gedragswetenschappers talloze experimenten uitgevoerd om te testen wat mensen doen in die situaties waarbij het eigen belang, in de zin van materiële winsten of verliezen, conflicteert met de belangen van anderen.⁴⁷ Uit deze experimenten blijkt dat mensen zich frequent en in uiteenlopende gevallen altruïstisch gedragen, zelfs als ze te maken hebben met vreemden die ze nooit meer tegen zullen komen.

Voor het bestuderen van zelfzuchtig of altruïstisch gedrag worden in de regel spellen met een sociaal dilemma gebruikt. Het sociale dilemma spel is gebaseerd op het ‘prisoner’s dilemma’. In tegenstelling tot het prisoner’s dilemma is het echter niet beperkt tot een experiment met slechts twee mensen. Evenals bij het prisoner’s dilemma wordt aan iedere speler gevraagd om te kiezen tussen een coöperatieve strategie waarmee de andere spelers geholpen worden en een strategie waarbij de speler voor zichzelf kiest en hij of zij zijn of haar inkomsten maximaliseert. De speler maximaliseert dus, net als bij het prisoner’s dilemma, altijd zijn of haar inkomsten door geen coöperatief gedrag te vertonen. De groep ontvangt echter de grootste totale inkomsten als alle leden samenwerken.

Een gebruikelijk voorbeeld is een ‘group contribution game’. Een groep van een bepaald aantal spelers, stel 4, wordt samengesteld en iedere speler ontvangt een beginbedrag, bijvoorbeeld € 100. De spelers kunnen deze € 100 houden of alles of een deel ervan in een gezamenlijke pot storten. Al het geld dat in de pot wordt geïnvesteerd zal vermenigvuldigd worden met een bepaald nummer dat minder is dan het aantal spelers, bijvoorbeeld 3, en zal vervolgens evenredig verdeeld worden over het aantal spelers dat mee doet met het experiment (dus eveneens aan de spelers die niet ingelegd hebben). De ‘beste’ individuele strategie is om de € 100 te houden en daarnaast te hopen dat de anderen irrationeel handelen en wel inleggen zodat dat jij ook nog een deel krijgt van het verdriedubbelde investeringsbedrag. Als jij bijvoorbeeld jouw € 100 houdt en de andere drie al hun geld inleggen, dan eindig jij met € 325 (jouw € 100 plus € 225, namelijk $\frac{1}{4}$ van de totale investeringssom van € 900). Een rationeel persoon dat volledig

45 Dawkins 1989, p. 4. Zie in dezelfde zin Dorff 2012, p. 53/54; Stout 2014, p. 15.

46 Gecontroleerde omgevingen zijn nodig voor onderzoekers om daadwerkelijk inzicht te verkrijgen in het gedrag dat mensen vertonen onder bepaalde omstandigheden doordat steeds een omstandigheid kan worden toegevoegd of kan worden weggenomen.

47 Voor verschillende overzichten van dergelijke onderzoeken zie onder andere Stout 2014, p. 16; Dorff 2014, p. 54, noot 83; Stout 2003, p. 10, noot 23.

gericht is op zijn eigen materiële eigen belang zal in dit geval samenwerken noch investeren, waardoor iedere Homo economicus weg zal lopen met €100. Als iedereen mee zou werken en zou investeren dan zou iedereen €300 ontvangen. Het rationeel najagen van ieders eigen belang zorgt er dus voor dat zowel de groep als ieder individueel lid van de groep slechter af is.⁴⁸

Gedragswetenschappers hebben de resultaten gepubliceerd van honderden onderzoeken waarbij personen onderzocht werden van verschillende leeftijden en achtergronden uit verschillende culturen van over de gehele wereld. Een rationeel persoon die louter uit is op het maximaliseren van zijn eigen materiële belang (lees: de Homo economicus) zou bij een dergelijk spel nooit coöperatief gedrag vertonen. Echte mensen blijken geneigd te zijn om wel samen te werken. Uit onderzoek van de afgelopen vijftig jaar blijkt dat mensen in het algemeen in 50% van de gevallen coöperatief handelen.⁴⁹ Dit resultaat is gedurende de afgelopen vijf decennia gelijk gebleven.⁵⁰

Uit deze onderzoeken blijkt, dat mensen in veel gevallen altruïstisch gedrag vertonen, dat zij normaliter een bepaalde mate van altruïstisch gedrag van anderen verwachten, en tevens dat zij verwachten dat andere mensen ook altruïstisch gedrag van anderen verwachten. Deze onderzoeken laten derhalve zien dat de louter op het eigen materiële belang gerichte Homo economicus een incompleet en misleidend mensbeeld is.

Het feit dat in het algemeen in 50% van de gevallen altruïstisch wordt gehandeld, ondersteunt echter zowel de vaststelling dat mensen niet te allen tijde hun eigen belang voorop stellen als de vaststelling dat ze vaak wel in hun eigen belang handelen. Als mensen immers altijd altruïstisch handelen, als mensen meer in de buurt zouden komen van stewards, dan zouden we in 100% van de gevallen altruïstisch gedrag tegenkomen.⁵¹

106. Sociale context

Op basis van bovengenoemde onderzoeken blijkt dat dezelfde persoon in een bepaalde situatie wel en in een andere situatie geen altruïstisch gedrag vertoont. De beslissing van een individu of hij of zij altruïstisch handelt, hangt af van de sociale context waarbinnen de beslissing genomen wordt. Onderzoekers zijn zelfs

48 Stout 2014, p. 16.

49 Stout 2014, p. 19.

50 Dat altruïstisch gedrag een veelvoorkomend verschijnsel is, komt tevens naar voren in andere experimenten die de af- of aanwezigheid van altruïstisch gedrag testen zoals de 'ultimatum game' en de 'dictator game'. Zie bijvoorbeeld Camerer & Thaler 1995, p. 209 waarin de experimenten worden beschreven.

51 Stout 2014, p. 19.

in staat geweest om de mate waarin altruïstisch gedrag voorkomt te verhogen of te verminderen door de sociale context te wijzigen. Afhankelijk van de wijzigingen die onderzoekers aanbrachten in de non-economische omstandigheden, zonder de economische structuur aan te passen, varieerden de percentages van altruïstisch gedrag van 5% tot 97%.⁵² Een verandering in de sociale context heeft derhalve een drastische invloed op het gedrag van mensen. Deze invloed is zelfs dusdanig dat een bepaalde sociale context aan kan zetten tot bijna universeel egoïstisch gedrag terwijl een andere sociale context tot bijna universeel altruïstisch gedrag kan leiden.⁵³

107. Economische context

Het feit dat de sociale context van belang is, wil niet zeggen dat economische factoren geen rol spelen. Een belangrijke les uit voornoemde experimenten is, dat altruïstisch gedrag niet alleen afhangt van de sociale context maar ook van de persoonlijke kosten. Als de kosten voor het niet-egoïstisch handelen toenemen, neemt de hoeveelheid aan niet-egoïstisch handelen af. Uit de meta-analyse van Sally blijkt dat het verdubbelen van de beloning om niet samen te werken zorgt voor een toename van non-coöperatief gedrag van 16%. Mensen zijn eerder geneigd om altruïstisch gedrag te vertonen als de kosten daarvoor relatief laag zijn. Stijgen de (persoonlijke) kosten, dan zijn wij dus minder geneigd om ons gedrag te laten afhangen van de belangen van anderen.

Belangrijk is dat dit niet impliceert dat mensen in beginsel egoïstisch zijn en gelijkgesteld kunnen worden aan de Homo economicus. Iedere vorm van altruïstisch gedrag binnen een sociaal dilemma is inconsistent met het model van de Homo economicus. Maar wanneer mensen rekening houden met de belangen van anderen, houden ze ten minste een oog gericht op hun eigen belang. De voorkeuren van de mens worden dan ook uitmuntend gepersonifieerd door Mrs. Todgers uit het boek *Martin Chuzzlewit*, waarover Charles Dickens schrijft dat ze keek ‘with affection beaming out of one eye, and calculation shining out of the other’.⁵⁴

52 Daarbij dient opgemerkt te worden dat al deze experimenten zo zijn opgezet dat een rationeel op eigen belang bewust persoon altijd egoïstisch gedrag zal vertonen aangezien dat voor hem de hoogste winst oplevert.

53 Stout 2014, p. 20. Naast de sociale context speelt het karakter van een persoon en diens ervaring ook een rol. De sociale context bleek echter de belangrijkste determinant voor altruïstisch gedrag te zijn.

54 Dickens 1844, hoofdstuk 5.

108. Afsluitende opmerkingen

Concluderend laten de verschillende sociologische en psychologische experimenten zien, dat de meeste mensen handelen alsof zij twee persoonlijkheden hebben of zoals een econoom zou zeggen: twee ‘revealed preference functions’. Het verhaal van Robert Louis Stevenson, *The Strange Tale of Dr. Jekyll and Mr. Hyde* (1886), lijkt een weerspiegeling van deze twee persoonlijkheden van de mens. In een bepaalde sociale context handelen wij zorgzaam en houden wij rekening met het welzijn en de belangen van anderen (Dr. Jekyll). En binnen een andere sociale context handelen wij slechts in ons eigen belang (Mr. Hyde). Deze twee uitersten komen overeen met de *Homo economicus* en de *steward*. Geen enkel mens is te allen tijde louter gericht op het eigen materiële belang, noch louter op het belang van anderen. Welke persoonlijkheid domineert hangt in overwegende mate af van de sociale context.⁵⁵

Hoewel de *Homo economicus* als mensbeeld in bepaalde gevallen van toegevoegde waarde kan zijn bij het voorspellen van het handelen van actoren, kan dit mensbeeld in andere situaties leiden tot het nemen van verkeerde conclusies omdat een uiterste van de mens als uitgangspunt wordt genomen. Eén van die verkeerde conclusies is de aanwezigheid van een noodzaak om bestuurders met financiële prikkels te motiveren omdat zij te allen tijde slechts hun eigen belang zouden nastreven.

Brennan schrijft het volgende over het mensbeeld van Jensen en Meckling dat vaak wordt aangehaald ‘ten gunste van een groter bestuurlijk aandeel in de winst’. “[It] rests on the assumption that the manager will steal what he does not own, so that it is probably more efficient to give it to him at the outset rather than put him to the trouble of stealing it. I would argue that if your manager needs such incentives to stop him from stealing, then you probably need a new manager.”⁵⁶

Daar komt bij dat de aanname dat de bestuurder slechts zijn eigen materiële belang najaagt voor een cirkelredenering zorgt. Immers, omdat aangenomen wordt dat de bestuurder alleen maar geïnteresseerd is in zijn eigen financiële belang conflicteert zijn belang met het belang van de vennootschap en kan het probleem alleen opgelost worden door de bestuurder te motiveren met financiële prikkels, omdat aangenomen wordt dat hij alleen geïnteresseerd is in zijn eigen financiële belang. Door het negeren van onder meer immateriële voorkeuren van een bestuurder en de invloed van sociale normen wordt een noodzaak gecreëerd zonder solide fundament.

⁵⁵ Stout 2014, p. 23.

⁵⁶ Brennan 1994, p. 36/37.

“The assumption that economic agents make their decisions based on pure self-interest has served economists well in many areas. In situations where contracts are reasonably complete, the underlying assumption of self-interest should continue to be especially important. However, the self-interest model has also failed to give satisfactory explanations for a wide variety of questions of interest to economists, including questions about labor market interactions, public goods, and social norms.”⁵⁷

Ook intuïtief is de gedachte dat een bestuurder in de woorden van Barney Frank ‘omgekocht’ dient te worden om zijn functie uit te voeren niet realistisch.⁵⁸ Is het niet aannemelijker dat degenen die promotie maken tot de hoogste regionen intrinsiek gedreven zijn, waardoor een extra monetaire vergoeding bovenop een goed salaris niet noodzakelijk is?⁵⁹ Kan in een dergelijk geval het gebruiken van prestatiebeloning niet gelijk worden gesteld met het aan een hond voorhouden van een bot om hem uit het huis te krijgen terwijl de hond staat te springen om naar buiten te gaan?⁶⁰

De zinsnede van Adam Smith dat wij het brood niet ontvangen vanwege de goedheid van de bakker, maar vanwege zijn eigen belang in het verkopen van het brood dient als één van de fundamenteën waarop de gedachte rust, dat een ieder slechts geïnteresseerd is in zijn eigen belang. Minder bekend is dat dezelfde Adam Smith juist expliciet onderkent dat de mens niet alleen zijn eigen belang nastreeft, maar tevens iets als deugdzaamheid. In zijn *Wealth of Nations* schrijft Smith:

“Man naturally desires, not only to be loved, but to be lovely; or to be that thing which is the natural and proper object of love. He naturally dreads, not only to be hated but to be hateful; or to be that thing which is the natural and proper object of hatred. He desires, not only praise, but praiseworthiness; or to be that thing which, though it should be praised by nobody, is however the natural and proper object of praise. He dreads, not only blame, but blameworthiness; or to be that thing which, though it should be blamed by nobody, is the natural and proper object of blame.”⁶¹

Brennan wijst erop dat het voor de hand ligt dat “self-actualization, honour, reputation, and job-satisfaction” meer van belang worden naar mate iemand klimt binnen de ondernemingshiërarchie. Allereerst omdat voor de meeste mensen de economi-

57 Fehr & Gächter 2000, p. 22.

58 Zie het eerder aangehaalde artikel in de New York Times van Jane L. Leverette van 5 december 2004: Who Invited the Speaker? Beschikbaar op http://www.nytimes.com/2004/12/05/business/yourmoney/05suits.html?_r=0, (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

59 Zie ook het interview dat de CEO van Unilever, Polman, gaf aan de Washington Post, beschikbaar op <https://www.washingtonpost.com/blogs/on-leadership/wp/2015/05/21/the-tao-of-paul-polman/> (laatst bezocht op 12 juli 2016).

60 Dorff 2014, p. 126.

61 Smith 1776, p. 113-114. Zie ook Brennan 1994, p. 34.

sche prikkels afnemen naarmate hun rijkdom toeneemt. Belangrijker is wellicht, dat hoe hoger iemand op de ladder staat des te groter zijn verantwoordelijkheid voor anderen is en des te meer iemands gedrag door deze verantwoordelijkheid wordt beïnvloed. Het is niet zozeer dat een bestuurder geen interesse heeft in economische prikkels, alleen meer dat het niet voor de hand ligt dat economische prikkels de belangrijkste drijfveer van een bestuurder zijn.⁶²

Of, zoals Adam Smith het verwoordt: “When the happiness or misery of others depends in any respect upon our conduct, we dare not, as self-love might suggest to us, prefer the interest of one to that of many...The man within immediately calls to us...that, by doing so, we render ourselves the proper object of the contempt and indignation of our brethren. Neither is this sentiment confirmed to men of extraordinary magnanimity and virtue.”⁶³

De pay-for-performance benadering voor het gebruiken van prestatiebeloning, als *noodzakelijke* prikkel voor gedegen management, is dus zonder fundament. Desondanks heeft deze benadering nog steeds een enorme aantrekkingskracht. De gedachte dat het vooruitzicht op een bonus mensen kan motiveren om harder en/of beter te gaan werken is diepgeworteld in onze samenleving. Wie gaat er immers niet beter zijn best doen als daar iets (extra) tegenover staat? Om iemand ervan te overtuigen harder te gaan werken, passen wij verschillende vormen van prestatiebeloning – bewust en onbewust – van jongs af aan al toe (als jij je bord leeg eet, krijg je van ons een toetje). De positieve werking van financiële prikkels wordt dan ook in brede kring aanvaard. De aanname dat de mens louter geïnteresseerd is in geld is wellicht overdreven, maar dat wil niet zeggen dat variabele beloning niet een handig middel is om prestaties te verbeteren. Het bekritisieren van de prestatiebevorderende werking van financiële prikkels komt dan ook in de buurt van het beweren dat de aarde plat is.⁶⁴

Opmerkelijk is dat, in tegenstelling tot de algemeen aanvaarde verwachting dat financiële prikkels prestaties verbeteren, overtuigend empirisch bewijs ontbreekt om deze intuïtie te staven. Sterker nog, hoewel een handjevol onderzoeken de positieve werking van variabele beloning bevestigen, blijkt uit het overgrote deel van de empirische onderzoeken dat financiële prikkels geen of zelfs een negatief

62 Ook uit diverse onderzoeken komt naar voren dat bestuurders van mening zijn dat financiële prikkels niet hun belangrijkste drijfveer zijn. Zie onder andere Beer & Katz 2003, p. 30-44. De Cremer 2010, p. 44-46. Zie ook het interview dat de CEO van Unilever, Polman, gaf aan de Washington Post, beschikbaar op <https://www.washingtonpost.com/blogs/on-leadership/wp/2015/05/21/the-tao-of-paul-polman/> (laatst bezocht op 12 juli 2016).

63 Smith 1776, p. 137. Zie ook Brennan 1994, p. 34.

64 Michael Dorff maakt de vergelijking met het bekritisieren van de zwaartekracht, zie Dorff 2014, p. 126.

effect hebben op prestaties.⁶⁵ Prominente wetenschappers, waaronder de belangrijkste voorstanders van pay-for-performance, hebben op basis van deze onderzoeken dan ook moeten constateren dat er geen empirisch aantoonbare relatie is tussen het gebruik van financiële prikkels en verbeterde prestaties.⁶⁶

Kevin Murphy, één van de belangrijkste voorstanders van prestatiebeloning, schrijft zelfs:

“Unfortunately, although there is a plethora of evidence on dysfunctional consequences of poorly designed pay programs, there is surprisingly little direct evidence that higher performance sensitivities lead to higher stock-price performance.”⁶⁷

Het gebrek aan empirisch bewijs ten gunste van de pay-for-performance benadering wordt gepareerd door te stellen dat het om uiteenlopende redenen simpelweg niet mogelijk is om vast te stellen of pay-for-performance werkt.⁶⁸ Op iedere methodische benadering om de relatie tussen prestatiebeloning en succes van de onderneming te meten, valt wel iets af te dingen en toegegeven moet worden dat, vanwege de verscheidene factoren die een invloed hebben op het succes van de onderneming, het niet gemakkelijk is tot een sluitend empirisch onderzoek te komen. Als pay-for-performance echter daadwerkelijk zo krachtig is als velen beweren, dan zou de toegevoegde waarde van prestatiebeloning meer zichtbaar moeten zijn dan nu het geval is. Het ontbreken van een overtuigend empirisch fundament voor de positieve relatie tussen financiële prikkels en verbeterde prestatie maakt de zaak voor prestatiebeloning op zijn minst zwak. De resultaten uit empirisch onderzoek wijzen zelfs in de richting van een negatieve correlatie tussen prestatiebeloning en ondernemingssucces.

Deze laatste resultaten staan niet op zichzelf. Er zijn talloze praktijkvoorbeelden bekend waarbij prestatiebeloning ontegenzeggelijk heeft geleid tot verminderde prestaties en in sommige gevallen tot manipulatie en fraude. Er wordt over het algemeen zelfs aangenomen dat perverse financiële prikkels een belangrijk aandeel hebben gehad bij het ontstaan van de huidige financiële crisis. Ter verdediging van de pay-for-performance benadering kan naar voren worden gebracht dat het feit dat prestatiebeloning tot negatieve prestaties kan leiden niets zegt over de

65 Dorff 2014, p. 128, waar hij in noot 17 verwijst naar talloze studies. Zie ook Stout 2014.

66 Dorff 2014, p. 128.

67 Murphy 1999.

68 Michael Dorff verdeelt de onderzoekers die deze stelling verkondigen in drie categorieën; (i) de groep die stelt dat er te veel verstorende variabelen zijn om empirisch onderzoek naar de relatie tussen prestatiebeloning en verbeterde prestaties mogelijk te maken, (ii) de groep die de stelling aanhangt dat de efficiënte werking van kapitaalmarkten ervoor zorgt dat verbeterde prestaties dankzij het toepassen van prestatiebeloning reeds verwerkt zijn in de marktprijs en (iii) de groep die teveel problemen ziet in het meten van de individuele prestatie van de bestuurder. Zie Dorff 2014, p. 129 e.v.

werking van prestatiebeloning, maar slechts over de toepassing ervan in de praktijk. Het falen van pay-for-performance is het gevolg van het gebruiken van perverse prikkels en verkeerde prestatimaatstaven. Indien prestatiebeloning op de juiste manier wordt toegepast, dan zullen de prestaties wel degelijk verbeteren. Tegen dit argument kan weer worden ingebracht dat daarmee voorbij wordt gegaan aan de innerlijke zwakheden van de pay-for-performance benadering en de afwezigheid van een juiste prestatimaatstaf waardoor het gebruik van imperfecte prestatimaatstaven onvermijdelijk is.

Als we de balans opmaken dan blijft, zonder overtuigend empirisch bewijs voor de positieve werking van financiële prikkels, slechts een sterke intuïtieve voorkeur voor het bezoldigen op basis van prestatie over. Is het gerechtvaardigd om de top van de meest invloedrijke ondernemingen ter wereld te onderwerpen aan een systeem dat niet rust op empirische resultaten maar slechts op onze intuïtie? En kunnen we in dit geval wel vertrouwen op onze intuïtie? De talloze praktijkvoorbeelden van de (mogelijke) destructieve werking van prestatiebeloning geven op zijn minst aanleiding om onze intuïtieve houding jegens financiële prikkels aan een gedegen onderzoek te onderwerpen. De vraag is daarbij wellicht niet zozeer *of* financiële prikkels werken, maar *hoe* ze werken.

De joodse kleermaker

“It seems that bigots were eager to rid their town of a Jewish man who had opened a tailor shop on Main Street, so they sent a group of rowdies to harass the tailor. Each day, the ruffians would show up to jeer. The situation was grim, but, the tailor was ingenious. One day, when the hoodlums arrived, he gave each of them a dime for their efforts. Delighted, they shouted their insults and moved on. The next day they returned to shout, expecting their dime. But the tailor said he could only afford a nickel and proceeded to hand a nickel to each of them. Well, they were a bit disappointed, but a nickel after all is a nickel, so they took it, did their jeering, and left. The next day, they returned once again and the tailor said he had only a penny for them and held out his hand. Indignant, the young toughs sneered and proclaimed that they would certainly not spend their time jeering at him for a measly penny. So they didn’t. And all was well for the tailor.”⁶⁹

69 Een oud joods fabeltje overgenomen uit Deci & Flaste 1995, p. 26.

De werking van financiële prikkels

“A good horseman uses the bridle lightly to guide his Mount; a bad horseman uses it roughly and, in so doing, ruins the horse’s mouth and coarsens the beast.”

(Michael Brennan, 1994)

12.1 Financiële prikkels in perspectief

109. Financiële prikkels leiden tot verbeterde prestaties

Aan de pay-for-performance benadering ligt een ongebreideld vertrouwen in de werking van financiële prikkels ten grondslag. Gebaseerd op de economische wet van het relatieve prijseffect wordt aangenomen dat extrinsieke prikkels de prestatie zullen vergroten door kosten op te leggen aan ‘shirking’ of door de financiële voordelen te doen toenemen naarmate er beter wordt gepresteerd.¹ Economen spreken hierdoor van het disciplinerend effect dat financiële beloningen hebben op het handelen van de agent.²

De verwachting dat mensen hun prestaties zullen verbeteren wanneer aan hen een prestatiegerelateerde bonus in het vooruitzicht wordt gesteld, rust op twee impliciete aannames: (i) dat een prestatiegerelateerde beloning de motivatie verhoogt en (ii) dat het verhogen van de motivatie leidt tot verbeterde prestaties.³ Op beide aannames valt het een en ander af te dingen. Buiten de financiële economie bestaat er dan ook een grote reserve tegen de aanname dat financiële prikkels zullen aanzetten tot het verbeteren van de prestaties.

“[T]he standard agency model presumes a one-to-one relation between effort and expected output. It is by no means clear that a CEO will become more effective simply by working harder.”⁴

1 Er kan worden gediscussieerd over de vraag of niet alle prikkels extrinsiek zijn, maar deze discussie laat ik hier rusten. Ik gebruik de aanduiding ‘extrinsieke’ prikkels om aan te geven dat deze prikkels tot doel hebben de extrinsieke motivatie te beïnvloeden.

2 Frey & Jegen 2001, p. 593.

3 Ariely e.a. 2005, p. 2.

4 Brennan 1994, p. 36.

110. Een deel van een deel van een deel van een deel

Om de werking van financiële prikkels beter te kunnen begrijpen is het goed te beseffen waar prestatiebeloning invloed op uitoefent. Het doel van prestatiebeloning is het optimaal laten presteren van de bestuurder voor het succes van de onderneming. Een optimale prestatie wordt bepaald door het kunnen en willen; door de talenten, de invloed en de motivatie van de bestuurder. Prestatiebeloning heeft alleen effect op de motivatie van de bestuurder, niet op zijn talenten of zijn invloedrijkheid.

Wat de motivatie van de bestuurder betreft is het van belang onderscheid te maken tussen intrinsieke en extrinsieke motivatie.⁵ Prestatiebeloning ziet immers slechts op een deel van de motivatie, namelijk op de extrinsieke motivatie. En ook met betrekking tot de extrinsieke prikkels die een bestuurder aan moeten zetten om optimaal te presteren, ziet prestatiebeloning slechts op een deel van deze prikkels. Andere extrinsieke prikkels, zoals macht en status bepalen wel de motivatie, maar staan los van prestatiebeloning.⁶

De financiële prikkel voor een bestuurder bestaat uit een vast en een variabel inkomen. De mix van onder meer talent, risicohouding, reeds verworven vermogen en de mate van variabele beloning bepaalt de voorkeur en gevoeligheid van de desbetreffende bestuurder voor zijn prestatiebeloning. Resumerend betreft prestatiebeloning dus slechts een deel (het prestatiegerelateerde inkomen) van een deel (de financiële prikkel) van een deel (de extrinsieke motivatie) van een deel (de motivatie) van hetgeen de bestuurder aanzet tot een optimale prestatie.⁷

111. De financiële economie en motivatie

Het onderscheid tussen de verschillende motivatievormen is voor de financiële economie irrelevant aangezien ze slechts manifestaties zijn van onderliggende voorkeuren (voor de taak zelf of voor de beloning die gepaard gaat met het volbrengen van de taak). In de meeste economische literatuur – en evenzo in de principaal-agenttheorie en de pay-for-performance benadering – wordt slechts gebruikgemaakt

5 Bij intrinsieke motivatie komt de motivatie vanuit de persoon zelf vanwege de intrinsieke waarde van de activiteit of handeling. Bij extrinsieke motivatie komt de motivatie vanuit een externe bron, zoals het vooruitzicht op een beloning of straf.

6 Hier kan tegenin worden gebracht dat veel andere extrinsieke prikkels zoals status tevens afhankelijk zijn van hoeveel een bestuurder verdient. De hoogte van de status van een bestuurder is echter niet alleen afhankelijk van zijn inkomen, maar tevens van andere factoren zoals de prestaties van de onderneming, de hoeveelheid nevenfuncties die hij vervult, etc. Cools 2005, p. 92.

7 Cools 2005, p. 92.

van de extrinsieke vorm van motiveren ter onderbouwing van de theoretische argumenten, waarbij de intrinsieke motivatie wordt gezien als een exogene constante die veelal volledig buiten beschouwing wordt gelaten.

Er is een goede reden waarom de financiële economie de intrinsieke motivatie van de mens negeert. Het is lastig of wellicht onmogelijk te bepalen welk deel van de motivatie van de bestuurder intrinsiek is ingegeven en welk deel niet. Daarnaast zagen wij reeds dat, ondanks dat intrinsieke motivatie een belangrijke rol speelt binnen de economie en onze maatschappij, intrinsieke motivatie moeilijk (positief) te beïnvloeden of te controleren is, in het bijzonder in contrast met het grote aantal voorhanden zijnde mogelijkheden om iemand extrinsiek te motiveren.⁸

In de discussie over pay-for-performance blijft het onderscheid tussen intrinsieke en extrinsieke motivatie dan ook veelal achterwege. Gesproken wordt over de motivatie van de bestuurder in het algemeen, waarbij motivatie gezien wordt als een enkele entiteit waar een bestuurder meer en minder van kan hebben. Het motivatieniveau kan omhoog gaan en weer dalen.

“You can get more cooperation with a smile and a gun than you can with just a smile”.
(John Dillinger)

Voor zover wel een onderscheid wordt gemaakt tussen intrinsieke en extrinsieke motivatie, wordt ervan uitgegaan dat de twee verschillende vormen van motivatie simpelweg bij elkaar opgeteld kunnen worden om het beste effect te doen sorteren. Motivatie komt in twee smaken, zo is de gedachte, en beide tezamen is beter dan slechts één.⁹ Aangezien intuïtief aannemelijk is dat het vooruitzicht op een beloning ons motivatieniveau zal doen stijgen, is het niet verwonderlijk dat getracht wordt de motivatie van een bestuurder te verhogen om zijn bestuurstaak uit te voeren door het ontwerpen van financiële prikkels.

Doordat intrinsieke motivatie impliciet wordt gezien als een exogene constante of als volledig afwezig, komt men binnen de financiële economie tot de conclusie dat externe (financiële) prikkels ontegenzeggelijk de prestatie zullen verbeteren. Hierbij wordt er dus van uitgegaan dat financiële prikkels een neutrale werking hebben op de intrinsieke motivatie van de mens.¹⁰

8 Frey & Jegen 2001, p. 591.

9 Kohn 1993, p. 81/82.

10 Indien men ervan uitgaat dat financiële prikkels geen neutraal effect hebben op de intrinsieke motivatie, maar een positief effect sorteren, dan komt men tot dezelfde uitkomst.

112. Intrinsieke motivatie vs. extrinsieke motivatie

“If our goal is excellence, no artificial incentive can ever match the power of intrinsic motivation.”

(Kohn 1993)

Door geen onderscheid te maken tussen de twee vormen van motivatie gaat de pay-for-performance benadering voorbij aan het kwalitatieve onderscheid tussen intrinsieke en extrinsieke motivatie. Vanuit andere disciplines wordt meer waarde toegekend aan intrinsieke motivatie dan aan extrinsieke motivatie. De vorm van de motivatie is belangrijker dan de hoeveelheid.¹¹ Wat er daadwerkelijk toe doet is dus niet hoe gemotiveerd iemand is, maar hoe iemand gemotiveerd is.¹² De voorkeur gaat daarbij uit naar iemand die intrinsiek gemotiveerd is zijn werk te doen, boven iemand die louter wordt gedreven door geld.¹³ Vanwege het mensbeeld dat door de pay-for-performance benadering wordt gehanteerd, wordt de eerste persoon als non-existent weggezet.¹⁴

In de praktijk wordt de voorkeur voor een intrinsiek gemotiveerde bestuurder erkend en dat is niet het enige. Uit verschillende onderzoeken komt naar voren dat bestuurders zelf van mening zijn dat hun eigen intrinsieke motivatie de drijvende kracht is achter hun inspanningen en zij niet het idee hebben dat prestatiebeloning hun gedrag heeft beïnvloed.¹⁵

“The most important reason cited for instituting bonuses is that bonuses motivate. At the same time, executives believe incentives only improve performance slightly, if at all. A more likely explanation for the use of bonuses may be to attract and keep executives; executives use theories about motivation as rhetoric to justify their actions.”¹⁶

Opmerkelijk genoeg leeft in de praktijk de perceptie dat ‘anderen’ zich juist wel laten drijven door extrinsieke prikkels in plaats van door hun intrinsieke motivatie. David de Cremer interviewde in 2010 vijftien bestuurders van Nederlandse banken die belast waren met het aannamebeleid van hun bank. De Cremer vroeg aan deze bestuurders welke bankier zij zouden kiezen om hun privévermogen te beheren.

11 Opgemerkt zij dat dit een twistpunt is tussen – enigszins gechargeerd gesteld – de economische en de psychologische opvatting. Voor de psychologie is de intrinsieke motivatie superieur en kan deze niet vervangen worden door welke hoeveelheid aan extrinsieke motivatie dan ook. De economen trekken dit in twijfel. Zie onder andere Kohn 1993 en Fehr & Falk 2002.

12 Kohn 1999, p. 257 (tweede druk, nieuw nawoord).

13 De Cremer 2010, p. 44-46.

14 Zie hiervoor, randnummer 98 e.v.

15 Beer & Katz 2003, p. 30-44. De Cremer 2010, p. 44-46.

16 Beer & Katz 2003, p. 30.

Bankier type A, een bankier die alleen wordt gemotiveerd door zijn persoonlijke financiële prikkel of bankier type B, een bankier die een oprechte interesse heeft in bankieren en intrinsiek gemotiveerd is om zijn klanten te dienen. Alle bestuurders kozen ervoor hun geld naar bankier B te brengen. Vervolgens vroeg De Cremer de bestuurders hoe belangrijk bonussen waren voor hun eigen motivatie en prestatie en vroeg hij hen in hoeverre zij dachten dat bonussen belangrijk waren voor de motivatie en prestatie van andere bankiers. De bankbestuurders waren van mening dat financiële prikkels in hun eigen geval niet direct noodzakelijk zijn. Zij waren wel overtuigd van de voordelen van het bezoldigen met bonussen om anderen te motiveren hun werk goed te doen.¹⁷

De gedachte dat iemand zelf geen bonus nodig heeft om goed te presteren, maar anderen wel geprikkeld moeten worden door een variabele bezoldiging wordt in de sociale psychologie aangeduid met de al eerder aangehaalde term *self-serving bias*.¹⁸ Wij hebben een positiever beeld van onszelf dan van anderen. Door deze *self-serving bias* ontstaat de mythe dat het aansporen van anderen met financiële prikkels noodzakelijk is. Ondanks een persoonlijke voorkeur voor een intrinsiek gemotiveerde bestuurder en een eigen intrinsieke motivatie om te presteren, wordt in de praktijk dus tegen beter weten in vertrouwd op extrinsieke financiële prikkels om anderen tot betere prestaties te brengen. Deze ‘zelfgecreëerde mythe’ over wat voor soort bezoldiging nodig is om bestuurders en werknemers te laten presteren leidt er zelfs toe dat bankbestuurders werknemers aannemen aan wie zij hun eigen geld liever niet zouden toevertrouwen.¹⁹

113. Crowding out effect

Dat extrinsieke motivatie een slechte vervanger is van intrinsieke motivatie, zal weinig mensen choqueren. Verrassend is echter dat financiële prikkels geen neutrale uitwerking hebben op de intrinsieke motivatie, maar deze kunnen ondermijnen.²⁰ En dat terwijl bestuurders zelf aangeven juist gedreven te worden door hun intrinsieke motivatie bij het vervullen van hun bestuursfunctie.

De *pay-for-performance* benadering houdt geen rekening met de mogelijkheid dat financiële prikkels de intrinsieke motivatie kunnen verdrijven en daardoor de prestaties van de bestuurder op een negatieve manier kunnen beïnvloeden. Uit tal

17 De Cremer 2010, p. 44-46. Ook Miller en Ratner komen tot de conclusie dat de rol die het eigen belang speelt bij de houding en het gedrag van anderen consistent wordt overschat, ook in die gevallen waar het eigen gedrag niet primair wordt beïnvloed door het eigen belang. Zie Miller & Ratner 1998, p. 53-62.

18 Zie randnummer 85.

19 De Cremer 2010, p. 44-46.

20 Kohn 1993, p. 69.

van onderzoeken, voornamelijk voortkomend uit de (sociale) psychologie, is gebleken dat financiële prikkels een desastreus effect kunnen hebben op de intrinsieke motivatie van mensen.²¹

Ter illustratie een voorbeeld. De kinderdagopvang wordt regelmatig geconfronteerd met het probleem dat ouders te laat komen om hun kinderen op te halen. De medewerkers ondervinden hierdoor nadeel, omdat ze tot ver na sluitingstijd moeten wachten. Vanuit economisch perspectief zou het probleem opgelost kunnen worden door het invoeren van een extrinsieke prikkel in de vorm van een boete voor het te laat ophalen van kinderen. Door het opleggen van een dergelijke boete zou men verwachten dat ouders aangezet worden om hun kinderen vaker op tijd op te halen.

Het effect van een dergelijke extrinsieke prikkel is bestudeerd voor de kinderdagopvang in Israël.²² Allereerst werd het aantal ouders dat hun kinderen te laat op kwam halen over een bepaalde periode bijgehouden. In een tweede periode uitgespreid over twaalf weken werd een significante monetaire boete geïntroduceerd voor het te laat ophalen van kinderen. In tegenstelling tot de verwachtingen nam, na een initiële leerfase, het aantal ouders dat te laat kwam substantieel toe. De introductie van de monetaire boete transformeerde de relatie tussen ouders en het personeel van een non-monetaire naar een monetaire. Het resultaat was, dat de intrinsieke motivatie van de ouders om zich aan het tijdschema te houden werd verminderd of zelfs verdween: het gevoel dat zij zich onbehoorlijk gedroegen en anderen tot last waren werd bij de ouders vervangen door de gedachte dat het personeel nu betaald werd voor het ongemak om langer te blijven. De destructieve werking van het invoeren van monetaire prikkels bleef niet beperkt tot de periode waarin de extrinsieke prikkel werd aangeboden. Nadat het boetesysteem in de derde periode van het onderzoek weer was afgeschaft, bleef het aantal te laat komende ouders op hetzelfde niveau als ten tijde van het boetesysteem.

Het verdrijven van de intrinsieke motivatie door het introduceren van een extrinsieke prikkel wordt het ‘crowding out’ effect genoemd.²³ In het geval waarin het

21 Zie onder meer Frey & Jegen 2001, p. 594/595; Heyman & Ariely 2004, p. 787-793; Gneezy & Rustichini 2000, p. 1-18; Frey & Oberholzer-Gee 1997, p. 746-755; Rummel & Feinberg 1988, p. 147-164; Tang & Hall 1995, p. 365-404; Wiersma 1992, p. 101-114; Lepper & Greene 1978; Lepper, Greene & Nisbett 1973, p. 129-137; Deci 1975. Zie anders Cameron & Pierce 1994, p. 363-423. Het meta-analytisch onderzoek van Cameron en Pierce ontving echter veel kritiek, onder meer met betrekking tot de toegepaste methodologie, waardoor als reactie nogmaals een meta-analytisch onderzoek is uitgevoerd. In dat onderzoek werd het bestaan van het crowding out effect nogmaals aangetoond, zie Deci, Koestner & Ryan 1999, p. 627-668.

22 Gneezy & Rustichini 2000, p. 1-18.

23 Het effect dat extrinsieke prikkels hebben op intrinsieke motivatie heeft in de loop der tijd verschillende benamingen gekregen, zoals “The hidden cost of reward” of “Corruption Effect”. In het onderstaande zal ik de verschillende benamingen voor het negatieve effect

crowding out effect voorkomt verminderen de financiële prikkels het prestatieniveau van de agent.²⁴

Een ander onderzoek met betrekking tot het crowding out effect gaat over de problematiek rondom het vinden van een plek voor ongewenste projecten die in het belang zijn van een bepaalde samenleving.²⁵ Voor veel verschillende projecten en grote investeringen bestaat enerzijds een brede consensus dat ze het waard zijn om ondernomen te worden (denk bijvoorbeeld aan het aanleggen van een extra landingsbaan bij Schiphol), maar is er anderzijds geen gemeenschap bereid de nabijheid van het project te tolereren. Economen hebben een instrument om met zulke situaties om te gaan. Als de bij elkaar opgetelde nettovoordelen van het project positief zijn, dan moeten ze simpelweg herverdeeld worden op een geschikte manier. De gemeenschappen die bereid zijn om het ongewenste project te aanvaarden binnen hun grenzen moeten gecompenseerd worden op zodanige wijze dat hun netto positie verbetert.²⁶

In een onderzoek in Zwitserland werd gekeken naar het effect van extrinsieke prikkels op de motivatie en de bereidheid van lokale gemeenten voor het opslaan van nucleair afval. Eerst werd er een enquête afgenomen onder de populatie van de gemeente die door de overheid was gekozen om de plek te herbergen. Meer dan de helft van de respondenten (50,8%) ging akkoord met het bouwen van een opslagplaats voor nucleair afval binnen hun gemeente terwijl 44,9% tegen de bouw van de opslagplaats stemde (4,3% was onverschillig).

De overheid besloot de bereidheid te vergroten door compensatie aan te bieden voor de bouw van een opslagplaats. Als meer dan 50% de bouw nu al goed zou keuren, dan zou dit aantal alleen maar groter worden door een extra prikkel aan te bieden, zo was de gedachte. Aan de respondenten werd wederom de vraag gesteld of zij bereid waren de bouw van een opslagplaats voor nucleair afval te accepteren, waarbij werd vermeld dat het Zwitserse parlement een substantiële vergoeding toe zou kennen aan alle inwoners van het betreffende gebied. Hoewel 50,8% van de respondenten toegezegd had om de bouw van de opslagplaats te accepteren zonder vergoeding, daalde het niveau van acceptanten tot 24,6% wanneer een vergoeding zou worden aangeboden. Daarnaast bleek dat de hoeveelheid vergoeding geen significant effect had op het niveau van acceptatie. Een kwart van de respondenten verwierp zelfs de hele bouw van de opslagplaats vanwege het feit dat er een financiële vergoeding aan vast zat.²⁷

van extrinsieke prikkels op de intrinsieke motivatie vangen onder de noemer: crowding out effect.

24 Frey & Jegen 2001, p. 593.

25 Dit probleem staat bekend onder het "Not In My Back Yard" (NIMBY)-principe. Zie Frey & Oberholzer-Gee 1997, p. 746-755.

26 Zie onder andere O'Hare 1977, p. 409-458; Kunreuther & Kleindorfer 1986, p. 295-299.

27 Frey & Jegen 2001, p. 603/604. Eenzelfde resultaat vond men bij het aanwijzen van een plek voor nucleair afval in Nevada waar het toekennen van een belastingverlaging faalde om meer steun te vergaren, zie Kunreuther & Easterling 1990, p. 252-256.

114. Het controlerend aspect van prikkels

‘An incentive is not a reward, it’s an exercise of power’ (Grant 2012)

Het verminderen van de intrinsieke motivatie door het introduceren van extrinsieke prikkels wordt wetenschappelijk verklaard aan de hand van de cognitieve evaluatietheorie van Deci.²⁸ Op basis van deze theorie hebben wetenschappers honderden onderzoeken verricht naar de invloed van extrinsieke prikkels op intrinsieke motivatie. Uit de meta-analyses van deze onderzoeken volgt dat prestatiebeloning de intrinsieke motivatie vermindert als het gaat om creatieve en complexe taken, vanwege het signaal dat extrinsieke prikkels afgeven over de zelfbeschikking en de eigenwaarde van de agent.²⁹ Het crowding out effect komt volgens Frey en Jegen voort uit het controlerende aspect van een financiële prikkel. Hierdoor wordt de zelfbeschikking van de agent aangetast en krijgt de agent het idee dat zijn eigen intrinsieke motivatie niet wordt erkend, waardoor zijn gevoel van eigenwaarde afneemt, met als gevolg dat zijn intrinsieke motivatie afneemt.³⁰ Het aantasten van het gevoel van zelfbeschikking en eigenwaarde zorgt ervoor dat de ‘locus of causality’ van het individu verschuift van binnenin naar buiten. De aandacht wordt verlegd van de handeling of opdracht zelf, naar de beloning (of eventuele sanctie).³¹ Dit laatste heeft eveneens tot resultaat dat de intrinsieke motivatie vermindert.³²

Naarmate de prikkel groter is, wordt deze meer gezien als controlerend. Een verklaring hiervoor is dat naarmate de prikkel groter is, deze vanuit rationeel oogpunt gezien de verplichting opwerpt aan de agent dat hij zijn inspanning moet wijden aan de opgedragen taak, in plaats van aan zijn eigen voorkeuren. Of eenvoudiger: alles wat gepresenteerd wordt als een voorwaarde voor iets anders wordt altijd gezien als minder aantrekkelijk. Bij de ontvanger van de beloning leeft bewust of onbewust het gevoel: “If they have to bribe me to do it, it must be something I wouldn’t want to do.”³³

Evenals Frey en Jegen komt James tot de conclusie dat een extrinsieke prikkel kan zorgen voor intrinsieke bevrediging als de prikkel competentie impliceert (crowding-in), maar dat het averechts werkt als de prikkel gezien wordt als contro-

28 Deci 1975. Zie in gelijke zin de ‘Overjustification Hypothesis’.

29 Zie noot 21.

30 Dit wordt ook wel ‘self-determination theory’ genoemd, zie hierover Deci & Ryan 1985; Deci & Ryan 2000, p. 227-268.

31 Frey & Osterloh 2005, p. 102.

32 Frey & Reto Jegen 2001, p. 594/595.

33 Verschillende studies, gepubliceerd in 1992 door professor in de Psychologie Jonathan L. Freedman en zijn collegae van de Universiteit van Toronto, bevestigen dat naarmate

lerend (crowding-out).³⁴ De vraag daarbij is welk type beloning een intrinsieke bevrediging tot gevolg heeft en welk type beloning een negatieve invloed uitoefent op de intrinsieke motivatie van de agent.³⁵ Om deze vraag te beantwoorden wordt onderscheid gemaakt tussen drie type beloningen: (i) onverwachte beloningen en beloningen zonder verplichting, (ii) beloningen die afhankelijk zijn van het afronden van een opdracht en (iii) beloningen die afhankelijk zijn van zowel de kwaliteit als het afronden van de opdracht. Onderzoek naar deze drie verschillende type beloningen geeft een genuanceerder beeld van de invloed van extrinsieke prikkels op intrinsieke motivatie. De eerste soort beloningen – onverwachte beloningen en beloningen die worden aangeboden zonder enige verplichting – hebben geen effect op intrinsieke motivatie. Omdat de beloning niet afhankelijk is van de vraag of en hoe de functie wordt vervuld, blijft de zelfbeschikking van de agent intact en straalt de beloning niets anders dan competentie uit.³⁶

Beloningen die afhankelijk zijn van het afronden van een bepaalde opdracht, maar die niet zien op de kwaliteit van het geleverde werk, worden over het algemeen gezien als controlerend. Dergelijke beloningen stralen ook competentie uit, omdat de agent geen recht heeft op de beloning als hij de opdracht niet afrondt. Het zelfbeschikkingselement neemt dus af terwijl het competentie-element toeneemt. Ondanks de toename van het competentie-element komt uit de verschillende onderzoeken naar voren dat de intrinsieke motivatie in zulke gevallen over het geheel afneemt. Het controlerend aspect heeft een grotere invloed op de intrinsieke motivatie dan de mate van competentie die de beloning uitstraalt.³⁷

Opmerkelijk is dat de meest gevaarlijke beloningsvorm een beloning is die afhankelijk is van zowel het volbrengen van de opdracht als van de kwaliteit van de opdracht. Vanuit een theoretisch perspectief is het verre van duidelijk waarom deze beloningsvorm de intrinsieke motivatie zou doen verminderen. Deze beloningen zijn weliswaar het meest controlerend en hebben dus de meest negatieve invloed op de zelfbeschikking van de agent, maar stralen tevens de grootst mogelijke competentie uit. Uit de onderzoeken waarbij deze beloningsvorm werd onderzocht komt echter naar voren dat deze beloningen de intrinsieke motivatie het meest verminderen.³⁸

de prikkel die aangeboden wordt groter is, de taak die moet worden vervuld om de beloning te ontvangen als des te negatiever wordt gezien, waarbij het niet bleek uit te maken wat voor soort taak er werd uitgevoerd. Freedman, Cunningham & Krismer 1992, p. 357-368. Zie ook Kohn 1993.

34 James 2005, p. 549–566.

35 Dorff 2014 p. 138.

36 Zie Dorff 2014, p. 138; Deci, Koestner & Ryan 1999, p. 627-668.

37 Zie Dorff 2014, p. 139; Deci, Koestner & Ryan 1999.

38 Zie Dorff 2014, p. 139; Deci, Koestner & Ryan 1999.

In tegenstelling tot wat de intuïtie doet vermoeden, hebben beloningen die zowel zien op het volbrengen van de opdracht als op de kwaliteit van het geleverde werk dus een negatief effect op de intrinsieke motivatie van een bestuurder. De huidige beloningswijze van bestuurders is juist gebaseerd op dit type beloning. Daar komt nog bij dat de noodzaak voor pay-for-performance en daarmee de primaire rechtvaardiging voor prestatiegerelateerde beloning voortkomt uit de wens de bestuurder te controleren en te disciplineren. Door middel van zijn beloning moet de bestuurder immers ertoe gebracht worden te handelen in het belang van de aandeelhouders (of de vennootschap), hetgeen hij anders blijkbaar niet zou doen. Prestatiegerelateerde beloning geeft dan ook een sterk controlerend signaal af. Hetzelfde geldt voor het feit dat aandeelhouders erop staan dat bestuurders slechts betaald worden op basis van vooraf bepaalde, heldere en meetbare prestaties.³⁹ Het aanwezige wetenschappelijke bewijs waarschuwt voor het gevaar van deze beloningsvorm vanwege de negatieve invloed die het controlerend aspect van financiële prikkels op de intrinsieke motivatie kan uitoefenen.

115. Van motivatie naar prestatie

Prestatiebeloning kan ervoor zorgen dat de algemene motivatie vermindert doordat de intrinsieke motivatie verdreven wordt. Desalniettemin verhogen financiële prikkels wel degelijk de extrinsieke motivatie om bepaalde doelen te bereiken. Het komt dan ook aannemelijk voor dat, zolang de extrinsieke motivatie voldoende toeneemt om het verlies aan intrinsieke motivatie te compenseren – het onderscheid tussen intrinsieke en extrinsieke motivatie daargelaten – financiële prikkels alsnog bij zouden kunnen dragen aan betere prestaties. Diverse onderzoeken laten echter zien dat het verhogen van de extrinsieke motivatie door de introductie van een financiële prikkel, onafhankelijk van de invloed die deze uitoefent op de intrinsieke motivatie, niet hoeft te leiden tot verbeterde prestaties.

Economen hebben zich meer bezig gehouden met de relatie tussen beloning en motivatie, dan met de relatie tussen motivatie en prestatie.⁴⁰ Psychologen hebben situaties in kaart gebracht waarin een toename van de motivatie kan resulteren in een verslechtering van prestaties. Yerkes en Dodson opperden in 1908 voor het eerst dat excessieve prikkels de prestaties kunnen ondermijnen.⁴¹ Zij stellen dat er een bepaalde optimale gesteldheid is voor het uitvoeren van een taak en dat het verlaten van deze optimale gesteldheid – naar welke kant dan ook – leidt tot een verslechterde prestatie. Deze bevindingen impliceren dat een toename in

39 Winter 2010, p. 5.

40 Wellicht omdat het vertrouwen dat motivatie prestatie verbetert zo diep geworteld is: Ariely e.a. 2005, p. 3.

41 Yerkes & Dodson 1908, p. 459-482.

motivatie boven een optimaal niveau zal leiden tot suboptimale niveaus en dus zal zorgen voor een afname van de prestaties.

De toestand waarin men in een dergelijk geval verkeert wordt ook wel aangeduid met 'arousal'. De eerste demonstratie van dit effect door Yerkes en Dodson zag op een experiment met ratten die getest werden in het onderscheiden van veilige en onveilige plekken in een kooi. Onveilig betekende dat de ratten een schok kregen. Uit de resultaten kwam naar voren dat de ratten het snelst de onveilige van de veilige plekken leerde te onderscheiden als de schokken op een tussenniveau van intensiteit lagen.⁴²

Verschillende onderzoeken bevestigen het beeld dat een hogere beloning juist kan leiden tot slechtere prestaties.⁴³ Het doet denken aan het nemen van een penalty in de finale van een WK. De motivatie om te scoren is in een dergelijk geval zo hoog dat de kwaliteit van de penalty hieronder kan lijden.

Dorff wijst erop dat dergelijke suboptimale motivatieniveaus in het bijzonder kunnen spelen wanneer de bestuurder beslissingen moet nemen die een drastische invloed zullen hebben op zijn bezoldiging. Ter illustratie neemt hij de fusie van TransUnion met de Marmon Group in 1980. Ondanks de premie die de Marmon Group betaalde voor de aandelen van TransUnion, was een belangrijk deel van de aandeelhouders van deze laatste vennootschap de mening toegedaan dat de biedprijs te laag was. In een uitzonderlijke uitspraak van de rechtbank in Delaware, werd het bestuur van TransUnion persoonlijk aansprakelijk gehouden voor het niet uitonderhandelen van een betere deal.⁴⁴ In de TransUnion casus is geen sprake van een bestuurder die zijn aandeelhouders benadeelt ten faveure van zichzelf. De CEO van TransUnion, Jerome van Gorkom, was in het bezit van een groot aantal aandelen en dus voldoende geprikkeld om de hoogst mogelijke prijs te krijgen.⁴⁵ Van Gorkom naderde ten tijde van de fusie ook zijn pensioen. Het vooruitzicht om de 75.000 aandelen die hij hield in TransUnion te kunnen verkopen tegen een prijs van \$55 zou voor een dusdanige motivatie hebben kunnen zorgen dat zijn oordeel of hij de best mogelijke prijs voor zijn aandeelhouders (en hemzelf) had onderhandeld erdoor vertroebeld werd. Wellicht was hij dus niet zozeer optimaal gemotiveerd, maar overgemotiveerd om de aandelen tegen een hogere prijs dan de aandelenkoers van voor de aangekondigde fusie te verkopen.⁴⁶ Een andere verklaring kan overigens zijn dat het belang dat Van Gorkom hechte aan een verkoop van de aandelen tegen een premie, verschilde van het belang van de aandeelhouders bij het krijgen van een zo hoog mogelijke prijs waardoor het beoordelingsvermogen van Van Gorkom werd vertroebeld. De angst

42 Zie voor hetzelfde bewijs voor mensen: Neiss 1988, p. 345-366.

43 Ariely e.a. 2005, p. 3; Yerkes & Dodson 1908, p. 459-482.

44 Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, Del. 1985. Zie hierover Dorff 2014, p. 142, noot 53.

45 Van Gorkom bepaalde samen met de CFO de prijs per aandeel op \$55 zonder externe adviseurs te consulteren en zonder de actuele totale waarde van de onderneming te berekenen.

46 Dorff 2014, p. 142/143.

op het verliezen van enige premie beperkte zijn visie om tot een juiste prijs te komen, ondanks dat zijn financiële eigen belang absoluut gebaat was bij een hogere prijs. Hierover kom ik verderop te spreken.

116. Beperking van het cognitieve vermogen

Suboptimale motivatieniveaus zijn niet de enige oorzaak voor slechtere prestaties. Een toename van de extrinsieke motivatie kan tevens een negatief effect hebben op prestaties doordat het aandachtsgebied van de ontvanger teveel wordt beperkt door de financiële prikkel. Juist bij taken waar inzicht en creativiteit nodig zijn, kan een beperkte focus negatief uitwerken.⁴⁷ Creativiteit en inzicht hebben een ruime blik nodig – het zogenoemde ‘out of the box’ denken – om ongebruikelijke verbanden tussen elementen te leggen.⁴⁸

In het onderzoek van Glucksberg staat de beperking van het aandachtsgebied door financiële prikkels centraal.⁴⁹ Hij maakt in zijn onderzoek gebruik van een experiment van Duncker. De deelnemers krijgen een kaars, een doosje met punaises en een doos met lucifers. Aan de deelnemers wordt gevraagd de kaars zo aan de muur vast te maken dat het kaarsvet niet op de daaronder staande tafel lekt. De meeste deelnemers proberen de kaars aan de muur vast te maken met een punaise of de kaars met kaarsvet aan de muur te bevestigen. Slechts een handjevol deelnemers gebruikt de doos waar de lucifers inzitten en bevestigt deze aan de muur met de punaises, zodat de doos kan dienen als een platform waarop de kaars kan staan. Duncker noemt dit fenomeen ‘functional fixness’: we dichtten de doos slechts één functie toe en zien niet dat de doos ook op een andere manier kan worden gebruikt.⁵⁰ Glucksberg ontdekte nog iets anders. De deelnemers die een beloning aangeboden krijgen doen er substantieel langer over om het probleem op te lossen dan de deelnemers die slechts te horen krijgen dat hun tijd wordt opgenomen om erachter te komen hoe snel mensen het probleem kunnen oplossen. De aangeboden financiële prikkel verminderde de creativiteit en het vermogen om problemen op te lossen van de deelnemers.

47 Easterbrook 1959, p. 183-201.

48 Zie ook Winter 2010, p. 5

49 Glucksberg 1962, p. 36-44. Glucksberg was op het spoor gebracht door een promotie-onderzoek van Louise Brightwell Miller. Miller deed een onderzoek waarbij kinderen van 9 jaar gezichten op tekeningen moesten herkennen. Tegen de verwachtingen van haar en haar promotor in bleken de kinderen die een monetaire beloning aangeboden hadden gekregen meer fouten te maken dan de kinderen die geen geld konden verdienen, waarbij de hoogte van de beloning niet uitmaakte, zie Miller & Estes 1961, p. 501-504.

50 Duncker 1945, p. i-113 (vertaald door Lynne S. Lees). Naast het ‘box problem’ ook wel aangeduid als het ‘candle problem’ kregen de deelnemers vier andere taken, het ‘gimlet problem’, het ‘pliers problem’, het ‘weight problem’ en het ‘paperclip problem’.

De beperkende werking van financiële prikkels op ons denkvermogen wordt verklaard door het proces dat in de psychologie ‘inattentional blindness’ wordt genoemd. Wij zien slechts datgene waarnaar wij op zoek zijn, terwijl alles waar wij niet naar op zoek zijn door ons over het hoofd wordt gezien.

In een befaamde video over een basketbalteam met witte en met zwarte shirts wordt deze inattentional blindness op ontstellende wijze geopenbaard. Aan de kijker wordt gevraagd om te tellen hoe vaak het witte team de bal naar elkaar overspeelt. Door de aandacht op het spel van het witte team te richten mist de kijker compleet dat iemand in een zwart gorillapak zich tussen de spelers manoeuvreert, zichzelf op zijn borst slaat en vervolgens weer verdwijnt.⁵¹

Inattentional blindness kan een rol spelen in iedere situatie waarbij de aandacht uitgaat naar een bepaalde taak of opdracht. Uit een onderzoek naar bedrijven die vanwege hun verslaggeving gericht zijn op kwartaalcijfers blijkt, dat deze bedrijven de voorspellingen van analisten vaker halen en op de korte termijn betere resultaten laten zien dan bedrijven die zich meer richten op lange termijn doelstellingen. Uit hetzelfde onderzoek komt ook naar voren dat de eerste groep ondernemingen substantieel minder uitgeven aan onderzoek en ontwikkeling vanwege het gebrek aan aandacht voor de lange termijn. Ook blijft de ontwikkeling van de inkomsten bij deze bedrijven op de lange termijn achter.⁵²

Deze ‘narrow focus’ speelt in het bijzonder wanneer men ingewikkelde taken moet uitvoeren waarbij het verwerken van complexe informatie vereist is, juist die taken waar een bestuurder van een beursgenoteerde onderneming mee te maken heeft.⁵³

In het verlengde hiervan kan het vooruitzicht op een bonus ervoor zorgen dat een bestuurder in gedachten te veel bezig is met de toekomst (ofwel met een gouden toekomst waarbij de bonus is behaald, dan wel met een moedeloze toekomst vanwege het mislopen van de bonus). Zowel het fantaseren over het hebben van de bonus als de nachtmerrie over het mislopen van de bonus leiden af van de taak die gedaan moet worden. Denk bijvoorbeeld aan Van Gorkom en zijn (mogelijke) angst voor het mislopen van een premie op zijn aandelen.⁵⁴

51 <https://www.youtube.com/watch?v=vJG698U2Mvo> (een video van Daniel Simons en Christopher Chabris). Er zijn talloze andere voorbeelden te vinden. Zie ook Winter 2010, p. 5. Winter wijst ook op een kaarttruc waarvan de kleur wijzigt hetgeen de kijker totaal ontgaat: <http://www.youtube.com/watch?v=voAntzB7EwE>.

52 Dorff 2014, p. 143, noot 55; Zie Cheng, Subramanyam & Zhang 2007. Dit is één van de redenen waarom Coca Cola in 2002 aangaf niet meer aan kwartaalverslaggeving te doen.

53 Winter 2010, p. 5. Kahneman 2011.

54 Dorff 2014, p. 143.

Vorenstaande is in overeenstemming met de conclusie van Condry en Chambers dat beloningen de aandacht afleiden van de handeling zelf en verleggen naar een manier om de beloning te ontvangen.⁵⁵ We worden verblind door de ‘wortel’ die ons voor ogen wordt gehouden.

117. Het antwoord van Ariely op de tegenstrijdigheid tussen Deci en Lazear

Op basis van onze intuïtie nemen wij aan dat financiële prikkels leiden tot betere prestaties. De wetenschappelijke onderzoeken die zijn verricht naar de werking van financiële prikkels laten echter zien dat het introduceren van een extrinsieke materiële prikkel de prestaties juist negatief kan beïnvloeden vanwege de (sociaal) psychologische processen die in gang worden gezet door het in het vooruitzicht stellen van een prestatiebeloning. De financiële prikkel kan het gevoel van zelf-beschikking verminderen waardoor de intrinsieke motivatie van de bestuurder afneemt. Daarnaast kan een financiële prikkel zorgen voor een suboptimaal motivatieniveau of de aandacht afleiden van de taak zelf en richten op het behalen van de monetaire vergoeding met afnemende prestaties tot gevolg. Hierdoor blijkt prestatiebeloning in de praktijk te zorgen voor andere uitkomsten dan de financiële economie doet vermoeden.

Er zijn ook onderzoeken waarvan de resultaten wel overeenkomen met onze intuïtie. Eén van de belangrijkste onderzoeken ter ondersteuning van de aanname dat financiële prikkels de prestatie verbeteren, is het onderzoek van Lazear. Uit zijn onderzoek komt naar voren dat de productie bij de Safelite Glass Corporation met 44% was toegenomen na het introduceren van stukloon. Lazear concludeert op basis daarvan dat zijn resultaten de vaststelling van sociologen zoals Edward Deci en Mark Lepper, dat financiële prikkels de prestaties kunnen ondermijnen, onmiskenbaar weerlegd hebben.⁵⁶ Hierdoor blijft de vraag bestaan of financiële prikkels nu wel of niet tot betere prestaties kunnen leiden. Ariely e.a., die met verschillende experimenten de relatie tussen financiële prikkels en prestatie hebben onderzocht, komen met een antwoord op bovenstaande ogenschijnlijke tegenstrijdigheid tussen de uitkomsten van Deci en Lazear.⁵⁷

55 Condry & Chambers 1978, p. 61-84; Pink 2010. Zie ook http://www.ted.com/talks/dan_pink_on_motivation.html.

56 Lazear 2000, p. 1346-1361. Op basis van het onderzoek van Lazear werd door verschillende auteurs de conclusie getrokken dat prestatiegerelateerde beloning wel leidt tot betere prestaties. Zie onder andere Prendergast 1999, p. 7-63.

57 Zie o.a. Ariely e.a. 2005.

Centraal in één van hun experimenten staan taken waarbij motorische vaardigheden, concentratie of creativiteit/probleem oplossen vereist zijn.⁵⁸ De verwachting is dat de deelnemers naarmate zij een grote bonus kunnen ontvangen ook beter zullen presteren. De onderzoekers ontdekken dat er bij de taken geen significant verschil in prestatie is tussen degenen die een kleine bonus en degenen die een gemiddelde bonus kunnen verdienen.⁵⁹ Opvallend is echter dat uit het onderzoek naar voren komt dat degenen die het meeste kunnen verdienen veruit het slechtst presteren. Grotere financiële prikkels blijken dus juist een negatief effect te hebben op prestatie.⁶⁰ Tegen hun verwachting in komt uit de resultaten van het experiment ook naar voren dat het bovenstaande prestatiepatroon zichtbaar is bij al deze genoemde taken, hoewel deze variëren in moeilijkheid en in vereiste kunde.⁶¹

In een volgend experiment dat onder MIT-studenten is opgezet, worden twee verschillende taken bekeken waarmee de studenten bekend zijn.⁶² De ene taak behelst enige cognitieve vaardigheden (in de vorm van een eenvoudige rekensom) en de andere taak houdt puur een inspanning in (het snel klikken op twee toetsen). Uit het experiment blijkt dat de resultaten van de taak in de vorm van een rekensom overeenkomen met de resultaten die voortkomen uit het eerder genoemde experiment. De prestatie neemt af bij een hogere beloning. De resultaten van het snel klikken op twee toetsen laten daarentegen een geleidelijke toename zien in prestatie en financiële prikkel.⁶³

De resultaten uit het tweede experiment bevestigen dat additionele prikkels de prestaties kunnen doen verslechteren en tonen aan dat deze negatieve uitwerking ook kan plaatsvinden bij taken waarmee de desbetreffende personen bekend zijn. Wel blijkt dat indien een taak slechts bestaat uit een volledig mechanische inspanning, zoals het indrukken van twee toetsen, hogere bonussen de prestaties kunnen doen toenemen. Als de taak echter ook maar de geringste cognitieve vaardigheid vereist, hebben de hogere bonussen een negatief effect op de prestaties.⁶⁴

58 Ariely e.a. voerden het eerste experiment uit in India, zodat ze in staat waren om ook grote financiële prikkels te kunnen geven aan de deelnemers. Een kleine bonus bevatte een dagloon, de gemiddelde bonus ongeveer twee maandsalarissen en de grote bonus ongeveer vijf maandsalarissen.

59 Dat de prestaties niet verbeteren is overigens al opmerkelijk omdat de gemiddelde bonus een tienvoud was van de kleine bonus.

60 Ariely e.a. 2005, p. 10.

61 De onderzoekers hadden verwacht dat de financiële prikkels ervoor zouden zorgen dat deelnemers door de extra motivatie beter zouden presteren op de taken waarvoor concentratie vereist was. Zij vonden echter geen duidelijke verschillen in het effect van prikkels op prestaties bij de verschillende categorieën taken: Ariely e.a. 2005, p. 12.

62 De studenten kregen ook de tijd om vooraf te oefenen.

63 Ariely e.a. 2005, p. 15.

64 Ariely e.a. 2005, p. 16/17.

De bevindingen van Ariely e.a. staan niet op zichzelf. Uit tal van (sociaal) psychologische onderzoeken blijkt dat een toename in (extrinsieke) motivatie niet leidt tot een verbetering in prestatie, maar tot het tegenovergestelde resultaat.⁶⁵ Onduidelijk is weliswaar of een verslechtering van de prestaties voortkomt uit een (onbewuste) afname van de intrinsieke motivatie, suboptimale motivatieniveaus, of het beperken van ons denkvermogen omdat we door de financiële prikkel worden afgeleid van de daadwerkelijke opdracht. De verregaande conclusies die op grond van het onderzoek van Lazear gemaakt zijn met betrekking tot het algemene positieve effect van financiële prikkels lijken in het licht van vorengenoemde onderzoeken echter enigszins overhaast te zijn gemaakt. Ook geven de verschillende onderzoeken aanleiding om te twijfelen aan de intuïtief zo aannemelijke gedachte dat financiële prikkels prestaties verbeteren. Wel bevestigt het onderzoek van Ariely e.a. dat variabel belonen voor mechanische taken een toegevoegde waarde kan hebben.⁶⁶

12.2 Van sociale normen naar onetisch gedrag

118. De verandering in perceptie

De complexe psychologische processen die financiële prikkels tot gevolg hebben, laten zien dat financiële prikkels geen eenvoudig panacee zijn om tot betere prestaties te komen. De kans is zelfs aanwezig dat de prestaties zullen verslechteren indien gebruik wordt gemaakt van prestatieafhankelijke beloning. De schadelijke gevolgen van extrinsieke prikkels die kunnen leiden tot afnemende intrinsieke motivatie, suboptimale motivatieniveaus en/of een ‘narrow focus’ geven op zichzelf al een krachtig argument voor het heroverwegen van het gebruik van financiële prikkels. Het blijft echter niet bij deze negatieve neveneffecten.

Extrinsieke materiële prikkels hebben een niet te onderschatten invloed op de sociale context waarbinnen afspraken gelden, waardoor het perspectief op de onderhavige handeling of taak ingrijpend kan veranderen. Het introduceren van een boete voor het te laat ophalen van kinderen bij de dagopvang zorgde er bijvoorbeeld voor dat ouders te laat komen niet meer zagen als een ‘faux pas’ waarbij sociale, in acht te nemen, normen jegens de werknemers van de opvang worden overschreden, maar als een markttransactie met als gevolg dat het vooropstellen

65 Zie voor een (niet uitputtend) overzicht: Kohn 1993, p. 42-48; Wegner, Ansfield & Pilloff 1998; Ariely e.a. 2005; Frey & Jegen 2001; Pink 2010. Zie ook noot 452.

66 Zie hierover ook Frey & Jegen 2001, p. 595/596.

van het eigen belang van de ouders als normaal werd gezien.⁶⁷ De ouders krijgen een keuze die er voorheen niet was, namelijk ofwel op tijd komen ofwel betalen voor het te laat ophalen. Bij het accepteren van chemisch afval in een bepaalde gemeente zorgde het introduceren van een extrinsieke prikkel ervoor dat opnemen van het afval niet meer gezien wordt als het vervullen van een burgerplicht, maar dat het een manier wordt om inkomsten te generen. Om dichterbij huis te blijven blijkt in de juridische wereld dat advocaten weigeren hun diensten voor het goede doel aan te bieden voor een exceptioneel laag uurtarief. Een overgrote meerderheid stemt er wel mee in deze diensten gratis aan te bieden.⁶⁸ Het lage uurtarief geeft het signaal af dat de diensten alsnog worden beheerst door marktomstandigheden, terwijl het gratis aanbieden van de diensten het beeld schetst dat de diensten omgeven worden door sociale normen zonder financieel eigen belang.⁶⁹ De introductie van extrinsieke prikkels kan er derhalve voor zorgen dat een bepaalde overeenkomst die beheerst wordt door sociale normen verandert in een markttransactie waar andere (meer egoïstische) normen gelden waardoor altruïstisch of pro-sociaal gedrag afneemt.

119. Het belang van pro-organisatorisch handelen

Nu kan iemand zich afvragen waarom altruïstisch gedrag en sociale normen van belang zijn bij ondernemingen. Ondernemingen draaien immers om het verdienen van geld. De samenwerking tussen actoren *binnen* een onderneming is echter een stuk complexer.⁷⁰ Frey en Meier wijzen op de hoeveelheid aan empirisch bewijs dat ondersteunt dat de meeste mensen bereid zijn ten koste van hun directe eigen belang bij te dragen aan het algehele succes van hun onderneming.⁷¹ Pro-organisatorisch gedrag ziet dan ook op een breed spectrum van handelingen die van belang zijn voor de prestaties van de onderneming, zoals bijvoorbeeld harder en eerlijker werken dan iemand op basis van (de letter van) zijn contract verplicht is.⁷²

De gedachte achter het inzetten van financiële prikkels om de prestaties te verbeteren rust op het economisch paradigma dat handelen in het eigen belang leidt tot optimale uitkomsten. Dit paradigma kent haar fundament in de bekende uitspraak van Adam Smith in zijn *Wealth of Nations* over het eigen belang van de slager, de brouwer en de bakker dat ervoor zorgt dat een ieder dagelijks wordt voorzien

67 Zie ook Stout 2014, p. 31.

68 Ariely 2008.

69 Winter 2010, p. 5.

70 Zie ook Dorff 2014.

71 Frey & Meier 2002, p. 1-40.

72 Stout 2014. Zie Dorff 2014, p. 144. Frey & Osterloh 2005, p. 101/102.

van een maaltijd.⁷³ Ten onrechte wordt deze gedachte, die naar mijn mening eerder betrekking heeft op de situatie tussen bijvoorbeeld de onderneming en haar afnemers, één op één toegepast op de relatie van de verschillende actoren die opereren binnen een onderneming. Adam Smith wijst juist op de noodzaak om het eigen belang in een dergelijke context te minimaliseren, zo blijkt uit een andere passage uit de ‘Wealth of Nations’ van Adam Smith die zelden geciteerd wordt:

“A man ought to regard himself, not as something separated and detached, but as a citizen of the World, a member of the vast commonwealth of nations...and to the interest of this great community, he ought at all times to be willing that his own little interest be sacrificed.”⁷⁴

Eric Noreen laat zien dat de waarde van pro-organisatorisch gedrag en deugdzaam handelen door enkele van de meest gedistingeerde economen als essentieel wordt gezien voor het efficiënt functioneren van markten.⁷⁵ Hij wijst onder meer op de volgende uitspraken van Arrow en McKean:

“It can be argued that the presence of what are in slightly old fashioned terminology called virtues in fact plays a significant role in the operation of the economic system [...] [T]he process of exchange requires or at least is greatly facilitated by the presence of several of these virtues (not only truth, but also trust, loyalty, and justice in future dealings). Now virtue may not always be its own reward, but in any case it is not usually bought and paid for at market rates.”⁷⁶ (Arrow)

“Unwritten agreements and trust (that is, confidence in each other’s voluntary compliance) [...] [play] pervasive roles in business and social intercourse. Written agreements in business hit only the highspots of agreements; like the bulk of an iceberg, an enormous portion of such mutual understandings is unseen (MacCaulay) [...] Many small, yet in the aggregate highly significant, instances of trust exist [...] without the pressure of competition or the threat of a lawsuit.”⁷⁷ (McKean)

De introductie van financiële prikkels stimuleert juist het eigen belang en zorgt voor een onderdrukking van deze ‘virtues’ die zo essentieel zijn voor het goed functioneren van een onderneming.

73 “It is not from the benevolence of the butcher, the brewer, or the baker that we expect our dinner, but from their regard to their own interest.”

74 Smith 1776, p. 140. Zie ook Brennan 1994, p. 38.

75 Noreen wijst onder meer op economen als Arrow, Becker, Harsanyi, Kurz en Hirshleifer, zie Noreen 1988, p. 359-369.

76 Arrow 1975, p. 15.

77 McKean 1975, p. 31.

Dorff verwoordt het veranderende perspectief dat optreedt vanwege het introduceren van financiële prikkels door te stellen dat iemand wiens primaire doel het verdienen van de volgende bonus is, zijn werk op een andere manier zal benaderen dan iemand die gericht is op het verbeteren van de organisatie. Volgens hem dient de bezoldiging dan ook zodanig gestructureerd te worden om bestuurders aan te zetten zoveel mogelijk na te denken over hoe ze het best hun bestuursfunctie kunnen vervullen in plaats van hoe ze het best de volgende bonus kunnen binnenhalen. Vaste beloningen zoals een salaris verbergen de koppeling tussen de te vervullen taak en het verdienen van een beloning voor die taak. Werknemers zijn op de hoogte dat ze uiteindelijk werken voor hun bezoldiging, maar met gegarandeerde beloningen is de beloning losgekoppeld van individuele opdrachten. Prestatiebeloningen daarentegen zijn direct gekoppeld aan specifieke prestaties, die de koppeling tussen werk en de potentiële beloning juist benadrukken. Dit is ook precies de reden dat (financiële) economen aannemen dat deze vorm van bezoldiging de prestaties zal doen verbeteren. Ironisch gezien heeft deze koppeling juist het tegenovergestelde effect, onder meer door het pro-organisatorisch handelen te ondermijnen en de aandacht af te leiden van de eigenlijke taak.⁷⁸

120. Killing conscience

Het introduceren van de financiële prikkels verandert derhalve de sociale context en juist daarin schuilt gevaar. Zoals hiervoor besproken is de sociale context één van de belangrijkste determinanten voor zowel het aanzetten tot coöperatief en pro-organisatorisch gedrag als het handelen in het eigen belang. Door het invoeren van een monetaire prikkel verandert een relationele situatie die gedomineerd wordt door bepaalde sociale normen in een markttransactie waarbij handelen in het eigen belang gepast is. Deckop et al. verwijzen naar verschillende studies waaruit blijkt dat werknemers die bezoldigd worden met prestatiebeloningen minder geneigd zijn om ‘organizational citizenship behavior’ te vertonen.⁷⁹ De wijze van belonen verdrijft een fundamentele bouwsteen voor succes, namelijk de wil om harder en eerlijker te werken dan iemand op basis van de letter van zijn overeenkomst verplicht is. Stout spreekt in dit geval over ‘killing conscience’.⁸⁰

Het negatieve effect van financiële prikkels op altruïstisch gedrag is zelfs zo krachtig dat de participanten die in een onderzoek betaald kregen voor het spelen van een potje Monopoly vervolgens minder snel geneigd waren één van de onderzoekers te helpen

⁷⁸ Dorff 2014, p. 145.

⁷⁹ Deckop, Mangel & Cirka 1999, p. 420-428. Dorff 2014, p. 148.

⁸⁰ Stout 2014, p. 31.

met het oppakken van potloden die direct na het spelen van het potje ‘per ongeluk’ op de grond waren gevallen.⁸¹

Volgens Stout ondermijnen prestatiebeloningen de belangrijkste parameters die normaliter aanzetten tot altruïstisch gedrag binnen een organisatie, namelijk (i) het gevoel van zelfbeschikking, (ii) het gevoel onderdeel uit te maken van een groter geheel en daaraan bij te dragen, (iii) het idee dat anderen ook altruïstisch handelen en (iv) de perceptie op wat het beste is voor de onderneming. Hierdoor wordt handelen in het eigen belang binnen de onderneming gestimuleerd.

Het eerder aan de orde gekomen controlerende aspect van financiële prikkels beïnvloedt het gevoel van zelfbeschikking van de agent. Extrinsieke materiële prikkels ondermijnen tevens de eenheid binnen een organisatie, omdat individuen aangezet worden te geloven dat hun beloning en succes afhangt van hun eigen inspanningen in plaats van de inspanningen van de groep. Het feit dat andere werknemers of bestuurders ook een prestatiebeloning ontvangen versterkt vervolgens de – door onze self-serving bias gevoede – gedachte dat anderen geneigd zijn in hun eigen belang te handelen. Hierdoor wordt handelen in het eigen belang genormaliseerd. Daar komt bij dat uit het belonen voor prestatie impliciet de gedachte voortvloeit dat het najagen van ieders eigen belang gestimuleerd wordt en dat het handelen in het eigen belang juist in het voordeel is van de onderneming. Door de werkgever wordt het signaal afgegeven dat overige inspanningen niet beloond zullen worden omdat de werknemer onafhankelijk van die inspanningen slechts betaald wordt als bepaalde prestatie maatstaven zijn behaald.⁸² Veel aanmoediging voor de agent om ander gedrag te vertonen is er dan ook niet, ook als dat gedrag juist in het voordeel van de onderneming is.

121. Selffulfilling prophecy

Het invoeren van financiële prikkels leidt tot handelen waarbij voornamelijk rekening wordt gehouden met het eigen belang. Hierdoor is er sprake van een selffulfilling prophecy. Door het invoeren van financiële prikkels verandert de sociale context waardoor er meer gehandeld wordt in het eigen belang, hetgeen leidt tot een noodzaak om gedrag te beïnvloeden met het invoeren van financiële prikkels. Of, zoals Stout het formuleert: “By treating people as if they care only about their own material rewards, we ensure that they do.”⁸³

81 Heffernan 2011, p. 186-187.

82 Stout 2014, p. 32.

83 Stout 2014, p. 32. Zie ook Stout 2011, p. 247-252.

Miller en Ferraro et al. wijzen erop dat ook onjuiste theorieën alsnog ‘selffulfilling’ kunnen zijn doordat ze beschrijven hoe mensen en organisaties zich zouden moeten gedragen.

“As we noted at the outset, the core economic assumption of self-interest is a prediction about how people will behave, but it also serves as a norm that regulates behavior. People may believe they ought to behave in a self-interested way or risk appearing foolish, gullible, or naïve.”⁸⁴

Alleen al het doceren over deze economische theorieën is niet zonder consequenties. Zo blijkt uit verschillende onderzoeken dat economiestudenten minder altruïstisch gedrag vertonen dan studenten van andere studies.⁸⁵

122. Bonusblindheid

De veranderende sociale context heeft verschillende consequenties, waaronder een beperking van de wil om handelingen te verrichten waarvoor niet wordt beloond. Relationele overeenkomsten, zoals een contract tussen de vennootschap en de bestuurder, zijn inherent incompleet.⁸⁶

“It would be extremely expensive to pin down in writing every aspect of an agreement – the *precise* nature of every dimension of performance, the conditions under which goods can be returned or exchanged, the degree of pleasantness that is to prevail in business relationships, the exact nature of working conditions to be provided by the employers, and so on.”⁸⁷

Fehr en Gächter wijzen er dan ook op dat een agent, bij afwezigheid van expliciet geformuleerde prikkels, ervan uitgaat dat zijn contract een impliciete verplichting inhoudt om zich in te spannen, welke verplichting gebaseerd is op de geldende sociale normen voor samenwerking en het in het oog houden van het gezamenlijke doel. Op het moment dat een expliciete prikkel wordt geïntroduceerd, verandert vanuit de perceptie van de agent de verstandhouding waardoor inspanning slechts is vereist vanwege en conform de gegeven prikkel. De sociale normen die voorheen voor de agent als basis dienden voor zijn plicht tot inspanning gelden voor hem niet langer.⁸⁸ De prestatie die werd ingekleurd door hetgeen redelijkerwijs mag worden verwacht, wordt door het introduceren van de prikkels dus beperkt tot louter de prestatie waarvoor wordt betaald. Andere handelingen, die net zo van belang

84 Zie Miller 1999, p. 1053–1060; Zie Ferraro, Pfeffer & Sutton 2005, p. 14.

85 Ferraro, Pfeffer & Sutton 2005, p. 14.

86 Stout 2014.

87 McKean 1975, p. 31.

88 Fehr & Gächter 2000. Zie ook Winter 2010, p. 4.

zijn voor het succes van de onderneming, maar die geen additionele beloning met zich meebrengen, worden hierdoor genegeerd.

Een vergelijking kan worden gemaakt met een overstap van het interpreteren van de wet op ‘black letter law’. Het incomplete prestatiecontract dat voorheen geïnterpreteerd diende te worden aan de hand van een brede (impliciete) context wordt expliciet gemaakt vanwege het introduceren van extrinsieke prikkels waardoor de overeenkomst gelijk wordt gesteld aan de letter van het contract.

Cools noemt dit fenomeen ‘bonusblindheid’.⁸⁹ Het optreden van de hiervoor geschetste ‘inattentional blindness’ versterkt deze bonusblindheid. Osterloh, Frey en Homberg wijzen erop dat vanwege het feit dat de prestatiecriteria expliciet zijn gemaakt en de wens om de beloning te ontvangen hoog is, er een sterke prikkel ontstaat om slechts datgene te doen wat nodig is voor het behalen van de beloning, terwijl de notie wat het beste is voor de onderneming uit het zicht geraakt.⁹⁰

“As a result, contracts offering incentives to reach given goals can give rise to dysfunctional behavioural responses. Agents focus only on the rewarded aspects of the job and disregard the unrewarded ones. Neither do they have sufficient incentives to reflect on the adequacy of the goals they should achieve for the overall success of the firm.”⁹¹

De gedachte dat extra inspanningen die niet in het contract zijn opgenomen in beginsel ook niet vereist zijn op basis van de overeengekomen bezoldiging is onder meer zichtbaar in de huidige praktijk om bestuurders bonussen toe te kennen voor ‘extra’ inspanningen, zoals bijvoorbeeld de (succesvolle) verkoop van een bedrijfs-onderdeel.

123. Gaming en cheating

“Rem facias, rem, si possis recte; si non, quocumque modo.”
(Quintus Horacius Flaccus, *Epistularum liber*).
(‘Geld, verdien geld, indien mogelijk eerlijk; indien niet, op andere wijze’)

Financiële prikkels zorgen ervoor dat de aandacht van de agent gericht wordt op de prestaties waarvoor beloond wordt en meer in het bijzonder op het behalen van de vastgestelde prestatiemaatstaf. Daarbij wordt vaak over het hoofd gezien dat

⁸⁹ Cools 2005, p. 83.

⁹⁰ Een bestuursfunctie bestaat uit tal van verschillende taken die meer en minder gedefinieerd zijn. Bestuurders krijgen echter een prikkel om over te presteren op de taken waarvoor goed beloond wordt en onder te presteren op de taken waarvoor slecht beloond wordt. Holmström & Milgrom 1991.

⁹¹ Osterloh, Frey & Homberg 2007, p. 9.

er slechts imperfecte prestatimaatstaven voorhanden zijn vanwege de onmogelijkheid om een maatstaf te vinden die zowel hoog scoort op beïnvloedbaarheid als op doelrealisatie. Er schuilt echter nog een ander gevaar in het gebruik van prestatimaatstaven en daarmee prestatiecontracten. In de meeste gevallen – zo niet alle – kan aan een prestatimaatstaf worden voldaan via een oneigenlijke weg. Prestatiegerelateerde beloningen zorgen er dus niet alleen voor dat de aandacht wordt verlegd naar slechts die handelingen waarvoor wordt beloond, zij creëren tevens verleidingen om te kiezen voor bepaalde handelingen waardoor de bonus wordt binnengehaald, ongeacht of deze handelingen ook corresponderen met de bedoeling van de ontwerper van de prestatiebeloning of het succes van de onderneming. Hierdoor kunnen prestatiebeloningen aanzetten tot onethisch of oneigenlijk gedrag.

“People respond almost too well to monetary incentives. That is, ‘firms get what they pay for’ [...], but since the schemes cannot be targeted well, what firms get is often not what they want.”⁹²

Een bekend voorbeeld is Sears, Roebuck en Co., een warenhuisketen, waar een prestatimaatstaf werd geïntroduceerd. De werknemers kregen als target mee dat per uur gemiddeld \$147 moest worden omgezet. Op het eerste gezicht leek het introduceren van deze prestatimaatstaf een groot succes, de omzet schoot omhoog. Deze hogere omzet bleek echter niet het resultaat te zijn van beter en harder werken, maar kwam voort uit het misleiden van klanten. Het introduceren van deze prestatimaatstaf zorgde ervoor dat de werknemers ten onrechte meer berekenden voor reparaties en klanten onnodige reparaties aansmeerden.⁹³

Opgemerkt zij, dat het ‘manipuleren’ van de prestaties door de bestuurder weliswaar onethisch of oneerlijk is, maar daarmee niet tevens onrechtmatig hoeft te zijn.⁹⁴ Er zijn talloze manieren om prestatiecriteria op een door de opsteller van de criteria onbedoelde wijze te behalen. Een bestuurder die afgerekend wordt op klanttevredenheid kan willekeurig klanten laten benaderen en naar hun tevredenheid vragen. Hij kan ook een systeem in het leven roepen waardoor alleen naar de mening van die klanten wordt gevraagd die het product zonder noemenswaardige tegenvallers ontvangen hebben. De kans dat hierdoor een hoge score op klanttevredenheid wordt behaald neemt drastisch toe (evenals de kans op een bonus), zonder dat de klanttevredenheid daadwerkelijk is toegenomen.

Er zijn verschillende factoren die de verleiding voor een bestuurder vergroten om onethisch gedrag te vertonen. De verleiding om over te gaan op onethisch of oneerlijk gedrag neemt bijvoorbeeld toe naarmate de variabele beloning hoger is, naarmate de prestatiedoelen uitdagend en meer gespecificeerd zijn, naarmate de

92 Akerlof & Kranton 2005, p. 11.

93 Ordonez e.a. 2009, p. 3.

94 Zie voor de volgende passage ook een eerdere bijdrage van mijn hand: Lokin 2015.

prestatiedoelen meer kwantitatief zijn en naarmate deze doelen ‘net niet’ gehaald worden.⁹⁵ Daarnaast geldt dat, naarmate de bestuurder meer invloed kan uitoefenen op de cijfers die aan de prestatimaatstaven ten grondslag liggen, de verleiding om te gaan ‘spelen met deze cijfers’ toeneemt.

Indien het spelen met de cijfers binnen de door de wet toegestane grenzen blijft, wordt er gesproken van *gaming*. Het onrechtmatig manipuleren van de cijfers wordt ‘*cheating*’ genoemd. In beide gevallen wordt de realisatie van de prestatimaatstaf op een voor de ontwerper van de prestatiebeloning onbedoelde wijze beïnvloed met een positief effect op de toekenning van een variabele beloning tot gevolg. De doelstelling van de onderneming die de prestatimaatstaf beoogde te bewerkstelligen wordt hierdoor echter niet of negatief beïnvloed met alle gevolgen van dien.⁹⁶ De gemeten prestatie verbetert, terwijl er geen positief effect optreedt voor de onderneming.

124. Gaming en cheating is universeel

Vormen van *gaming* en *cheating* komen niet alleen voor bij prestatimaatstaven die in hoge mate beïnvloedbaar zijn. Iedere vorm van prestatiebeloning behelst het gevaar dat bestuurders de aan de prestatimaatstaf ten grondslag liggende cijfers manipuleren.⁹⁷

“much of agency theory that justifies executive compensation schemes unrealistically assumes that earnings and stock prices cannot be manipulated. This is a major weakness of the theory [...]”⁹⁸

Er is overweldigend empirisch bewijs voor een positieve correlatie tussen prestatiebeloningen en het manipuleren van de (financiële) resultaten van ondernemingen.⁹⁹

95 Schweitzer, Ordonez & Douma, 2004; Zie ook Ordonez e.a. 2009, p. 11.

96 Cools en Van Praag noemen onder meer als voorbeelden: ‘window dressing’ door creatief boekhouden (bijvoorbeeld het activeren van lopende kosten of het vrij laten vallen van voorzieningen), het voorbeeld van te lange softwareprogramma’s omdat per regel wordt betaald, het niet leveren van nazorg door medisch specialisten die op basis van het aantal operaties worden betaald, geen service verlenen als omzetverantwoordelijke autodealer die steeds na twee jaar wordt overgeplaatst, het doorvoeren van absurde prijsverlagingen als je wordt afgerekend op het aantal verkochte wasmachines. Cools & Van Praag 2003.

97 “Managers and directors are able to manipulate the absolute as well as the relative performance criteria.” A majority of changes in peer groups favored the inclusion of lower performing firms.” Porac, Wade & Pollock 1999.

98 Becht, Bolton & Röell 2002, p. 47.

99 Er zijn talloze artikelen verschenen die zien op manipulatie door bestuurders om vooraf vastgestelde prestatimaatstaven te realiseren. Zie bijvoorbeeld het artikel Eitan Goldman en Steve Slezak uit 2006 waarin zij verwijzen naar diverse artikelen die betrekking hebben

Zo blijkt uit verschillende onderzoeken dat er een verband is tussen de prikkels die een bestuurder krijgt vanuit zijn aandelen- en optiepakket en het manipuleren van de cijfers.¹⁰⁰ Ondernemingen manipuleren bijvoorbeeld de openbaarmaking van informatie rond het moment van de toekenning van opties aan bestuurders. Goed nieuws wordt uitgesteld tot na de toekenning, terwijl slecht nieuws vervroegd wordt uitgebracht.¹⁰¹ Uit onderzoek van Coffee komt naar voren hoe de snelle toename in optieplannen in de jaren '90 geleid heeft tot een toenemend aantal '*financial restatements*' bij beursgenoteerde ondernemingen in de VS.¹⁰² In die tijd konden de aandelen die met het uitoefenen van de opties waren verkregen zonder al te veel beperkingen worden verkocht, waardoor bestuurders de prikkel kregen om de aandelenkoers op te drijven door te optimistische winstvoorspellingen te doen die ze vervolgens leken waar te maken door vroegtijdig cijfers naar buiten te brengen.¹⁰³ De resultaten van het onderzoek van Harris en Bromley laten zien, dat *financial restatements* voornamelijk voorkomen bij ondernemingen die genereuze optiepakketten kennen. Een hogere mogelijke variabele beloning verleidt een bestuurder dus eerder om over te gaan tot manipulatie.¹⁰⁴

Naast het manipuleren van de cijfers of de beurskoers kunnen tevens vraagtekens worden gezet bij de wijze waarop de 'uitdagende doelstellingen' worden gesteld. Een cruciaal element van prestatiebeloning is het vooraf vaststellen van doelen en de wijze waarop het halen van deze doelen gemeten wordt.¹⁰⁵ Een

op manipulatie door bestuurders, Goldman & Slezak 2006, p. 603-626; Harris & Bromley 2006, p. 350 -367; Zie ook Benmelech, Kandel & Veronesi 2010, p. 1769-1820; Frydman & Jenter 2010, p. 25; Zie ook Healy die wijst op het doorschuiven van inkomsten van de vennootschap wanneer op een bepaald niveau een plafond is ingebouwd waarboven betere prestaties niet leiden tot een hogere variabele beloning. Indien de bonus binnen is zouden bestuurders accounting methodes gebruiken om de inkomsten van de onderneming te verminderen, vermoedelijk om de doelstellingen voor het jaar erna laag te houden en de inkomsten van dit jaar door te schuiven naar het volgende jaar. Healy 1985, p. 85-107.

100 Zie Frydman & Jenter 2010, p. 25 waarin de verschillende onderzoeken worden opgesomd.

101 Aboody & Kasznik 2000, p. 73-100.

102 Coffee 2003.

103 Zie ook Winter 2010, p. 4.

104 Harris & Bromley 2006, p. 350 -367. Zie ook het onderzoek van Kees Cools naar de 25 grootste schandalen die zich voor het uitbreken van de kredietcrisis afspeelden, waaronder Enron, WorldCom en Ahold. Uit zijn onderzoek blijkt dat de 'fraude' bedrijven substantieel meer variabele beloning toekenden aan hun bestuurders dan de bedrijven uit de controlegroep. Zie Cools 2005, p. 37 e.v. Daarnaast wijst Kees Cools ook op andere onderzoeken waaruit een correlatie blijkt tussen optiebeloningen en fraude door topmanagers. Cools 2005, p. 84.

105 Winter 2010, p. 5/6.

doelstelling moet zowel ambitieus als realistisch zijn.¹⁰⁶ Een belangrijk component van prestatiebeloning voor het stellen van deze doelen is budgetteren. Door te budgetteren is een onderneming in staat doelstellingen te stellen op basis waarvan bepaald wordt of een prestatimaatstaf gehaald is. Budgetteren is op zichzelf vatbaar voor manipulatie. Jensen karakteriseert budgetteren als ‘paying people to lie (twice)’, namelijk zowel bij het vaststellen van het budget als bij het meten of het budget gehaald is of niet.¹⁰⁷

“Tell a manager that he or she will get a bonus when targets are realized and two things are sure to happen. First, managers will attempt to set targets that are easily reachable, and once the targets are set, they will do their best to see that the targets are met even if it damages the company to do so.”¹⁰⁸

Naast bovengenoemde vormen van *gaming* en *cheating* zijn er talrijke andere mogelijkheden om de onderliggende cijfers van bepaalde prestatimaatstaven positief te beïnvloeden terwijl dit ten koste gaat van de onderneming.

Kees Cools verwijst naar verschillende andere voorbeelden, waaronder programmeurs van AT&T die beloond werden per programmaregel, waardoor de computerprogramma's drie keer te lang werden; effectenhandelaren die bonussen ontvingen van 200 tot 300% van het vaste salaris op basis van hun omzet waardoor zij ook aandelen aanbevelen waar zij zelf geen vertrouwen in hadden; verkopers van financiële lease-producten die hun klanten niet wijzen op de risico's en zelfs misleiden; kassamedewerkers die forse omzetbonussen ontvangen en daardoor weliswaar sneller gaan werken maar iedere vorm van klantvriendelijkheid achterwege laten; stukloon voor productiemedewerkers waardoor weliswaar de ‘productiviteit’ toeneemt met 20% maar het aantal retouren tegelijkertijd stijgt met 30%.¹⁰⁹

In de praktijk hangt de lange termijn beloning van bestuurders bijvoorbeeld in veel gevallen af van de prestatimaatstaf ‘Earnings Per Share’ (hierna: EPS).¹¹⁰ EPS

106 Zie in gelijke zin Cools 2005, p. 88.

107 Een bestuurder wordt in de praktijk betrokken bij het vaststellen van de prestatiedoelen om twee redenen. Allereerst heeft de bestuurder het best zicht op wat uitdagende doelstellingen zijn. Daarnaast motiveren doelstellingen het meest wanneer degene die de doelstellingen moet halen betrokken is bij het vaststellen ervan.

108 Jensen 2003, p. 379–406. Jensen stelt dan ook voor geen variabele beloning te koppelen aan doelstellingen en budgetten.

109 Cools 2005, p. 83.

110 EPS (in Nederland ook wel aangeduid als winst per aandeel of WPA) wordt na de maatstaf ‘(Relative) Total Shareholder Return’ (TSR) het meest gebruikt voor het toekennen van de lange termijn beloning. Zie voor deze passage ook een eerdere bijdrage van mijn hand: Lokin 2015.

geeft een belangrijke indicatie van de winstgevendheid van een onderneming.¹¹¹ Door de bestuurder te belonen op basis van EPS wordt getracht de bestuurder aan te zetten tot het winstgevender maken van de onderneming. Nu kan de bestuurder uiteraard ervoor zorgen dat de onderneming op termijn winstgevender wordt, waardoor hij op basis van de betere EPS een bonus ontvangt. Een makkelijkere en snellere manier voor de bestuurder is echter om de vennootschap eigen aandelen te laten inkopen.¹¹² Ondanks dat de winsten gelijk blijven of wellicht zelfs dalen, stijgt de EPS en dus de bonus van de bestuurder. Voor de lange termijn kan een overmatig inkopen van eigen aandelen echter destructief werken omdat er dan structureel te weinig overblijft om de nodige investeringen te doen. Ook komt het voor dat vennootschappen schulden aangaan om eigen aandelen in te kopen, waardoor zij later in de (liquiditeits)problemen kunnen komen. Zonder een fundamentele bijdrage te leveren aan het succes van de onderneming heeft de bestuurder wel recht op zijn bonus vanwege het voldoen aan de prestatie maatstaf.

Het afgelopen decennium heeft laten zien dat het geenszins denkbeeldig is dat bestuurders massaal eigen aandelen inkopen. Ondernemingen met een beursnotering tussen 2003 en 2012 aan de S&P 500 hebben gedurende die periode 54% van hun inkomsten – in totaal \$2,4 triljoen – gebruikt om eigen aandelen in te kopen. De meeste ‘buybacks’ hebben niet plaatsgevonden toen de aandelenkoersen laag waren, zoals men zou verwachten, maar juist toen de aandelenkoersen hoog waren.¹¹³

“In contrast to the conventional wisdom that firms buy back shares after poor stock performance, we find that CEOs with short compensation horizons are more likely to buy back shares after good performance. To bolster already high stock price, they have incentives to repurchase to boost up reported EPS towards analysts’ expectations, and to cater to investors with short investment horizons. [...] While long-term shareholders do not benefit from such repurchases, short-termist CEOs benefit by selling their own holdings when firms are buying. Our findings suggest that some large cash payouts by firms with short managerial horizons during the repurchase binge in 2005-2008 may be premature, which portrays a striking contrast from the liquidity constraints that many firms experienced later during the crisis.”¹¹⁴

111 EPS wordt gezien als de belangrijkste variabele om de aandelenprijs te berekenen. Het is ook een belangrijke component voor het berekenen van de ‘*price-to-earnings valuation*’ ratio.

112 Het liefst worden de aandelen gekocht op de ‘open market’ zodat de vraag naar aandelen direct de koers gunstig kan beïnvloeden.

113 Zie Lazonick 2014; Huang 2012. Het is in het voordeel van de vennootschap om in tijden dat de aandelenkoers laag staat eigen aandelen in te kopen om vervolgens weer aandelen uit te geven als de aandelenkoers hoger staat. Het tegenovergestelde is in het nadeel van de vennootschap, maar zorgt op de korte termijn wel voor een verhoging van de aandelenkoers en de EPS.

114 Huang 2012.

De reden voor het massaal inkopen van eigen aandelen wordt dan ook toegeschreven aan de prikkel die de prestatiebeloning geeft aan bestuurders.

“Because stock-based instruments make up the majority of executives’ pay, and buybacks drive up short-term stock prices.”¹¹⁵

125. Rationaliseren op een psychologische afstand

Tallose onderzoeken wijzen uit dat prestatiebeloningen aan kunnen zetten tot onethisch of oneigenlijk gedrag.¹¹⁶ Ariely legt in zijn boek ‘The Honest Truth About Dishonesty’ uit waarom bestuurders overgaan op onethisch handelen om een bonus binnen te halen.¹¹⁷ Mensen proberen tegelijkertijd twee dingen te doen. Aan de ene kant willen wij onszelf in de spiegel aan kunnen kijken en ons goed voelen over ons handelen. Aan de andere kant willen wij graag profiteren van bepaalde voordelen, ook als we die alleen kunnen bemachtigen door (een beetje) oneerlijk te handelen. Ons vermogen om onze handelingen te rationaliseren stelt ons in staat om deze voordelen te bemachtigen door ons oneigenlijk te gedragen zonder dat wij ons daarover slecht voelen.

Naarmate de psychologische afstand tussen ons handelen en het (financiële) voordeel wordt vergroot, is het gemakkelijker om ons handelen te verantwoorden. Het voelt meer als stelen wanneer ik 10 eurocent uit de kassa van mijn werkgever pak om daar vervolgens een pen mee te kopen voor persoonlijk gebruik, dan om een pen mee naar huis te nemen van mijn werkgever.

Gedacht kan worden aan het spotje in de bioscoop ter voorkoming van het (illegaal) downloaden van films. In dit spotje wordt downloaden vergeleken met het stelen van een fiets: ‘Je steelt toch ook geen fiets?’ Gevoelsmatig is er een verschil tussen beide omdat het gemakkelijker is om het downloaden van films of muziek aan jezelf te verantwoorden dan het openbreken van een fietsslot en het meenemen van een fiets. Een grotere psychologische afstand maakt het voor eenieder makkelijker om zijn daden goed te praten en zonder gewetenswroeging van een film te kunnen genieten zonder daarvoor te betalen. Iedereen die ooit muziek heeft gedownload heeft vast één van de volgende argumenten aan zichzelf voorgehouden: (i) muzikanten hebben genoeg geld, (ii) ze willen juist dat

115 Zie Lazonick 2014. Deze cijfers doen zelfs de belangrijkste beleggers schrikken. Naar aanleiding van deze getallen schreef Laurence Fink, de voorzitter en CEO van BlackRock, een van de grootste vermogensbeheerders ter wereld, een open brief waarin hij zijn zorgen uitte: “Too many companies have cut capital expenditure and even increased debt to boost dividends and increase share buybacks.”

116 Zie o.a. Schweitzer, Ordóñez & Douma 2004, p. 422-432; Ordóñez e.a. 2009; Winter 2010; Stout 2014; Dorff 2014.

117 Ariely 2013.

hun muziek gehoord wordt, daarvoor maken ze muziek dus ik doe ze een plezier, (iii) doordat zoveel mogelijk mensen hun muziek horen, kunnen ze uitverkochte concerten geven, (iv) het is voornamelijk de muziekindustrie die schade lijdt en dat is een industrie zonder moraal die inkomsten genereert door wurgcontracten af te sluiten, (v) ik zou dit album toch nooit hebben gekocht, dus er is geen schade, (vi) iedereen doet het, en (tot voor kort) (vii) het downloaden van muziek is niet illegaal in Nederland vanwege de kopieheffing, dus ik doe niets verkeerd).¹¹⁸

Prestatiecontracten creëren een psychologische afstand tussen het verkrijgen van persoonlijk financieel voordeel en oneigenlijk handelen. Een bestuurder zal niet snel een miljoen euro van de vennootschap rechtstreeks in zijn eigen zak steken. Indien dezelfde bestuurder zijn bonus van een miljoen euro op een haar na dreigt mis te lopen zal hij eerder geneigd zijn om de cijfers iets rooskleuriger voor te stellen, zodat hij alsnog zijn bonus ontvangt. Naarmate de variabele beloning groter is en naarmate de bestuurder dichterbij het voldoen aan de prestatiemaatstaf komt, is de verleiding voor de bestuurder des te groter om onethisch of oneerlijk te handelen om zijn bonus toch te verzilveren.¹¹⁹

126. Cognitieve dissonantie

Ook in de praktijk wordt onderkend dat de verleidingen die prestatiebeloningen creëren bestuurders aan kunnen zetten tot onethisch of oneerlijk gedrag. Zoals de toenmalige CEO van Fannie Mae, Franklin Raines, stelde naar aanleiding van de kredietcrisis: “You wave enough money in front of people, and good people will do bad things.”¹²⁰

Deze verleidingen zorgen er ook voor dat de perceptie van bestuurders verandert op wat ethisch en eerlijk gedrag is. Mensen verlangen consistentie tussen hoe zij zichzelf zien en hoe zij zich gedragen. Als hun handelingen inconsistent worden met hun perceptie op wat ethisch en eerlijk is, dan zijn mensen eerder geneigd

118 Ik zie hierin overigens ook een (gedeeltelijke) oplossing van het ‘mijnschachtwagonnetjesdilemma’ waar Michael Sandel over schrijft in zijn boek ‘Justice’. Sandel 2010.

119 Zie over het rationaliseren van onethisch gedrag, onder andere in werkomstandigheden Barsky e.a. 2011.

120 Ironisch genoeg is Raines zelf ook aangeklaagd wegens het manipuleren van de jaarverslaggeving van Fannie Mae om zijn eigen prestatiebeloning te maximaliseren. Raines trof in deze zaak uiteindelijk een schikking. Zie James R. Hagerty, Fannie Mae Executives Settle, Wall Street Journal, 19 april 2008, A3. Zie voor de uitspraak van Raines: Executive Compensation: How Much is Too Much?: Hearing before the Honorable Committee on Oversight and Government Reform, 111e, Cong. 209, 2009, (Statement of William K. Black, Associate Professor of Economics and Law, University of Missouri-Kansas City); Zie ook Stout 2014, p. 33.

hun gedrag aan zichzelf te verantwoorden om de consistentie te herstellen dan dat zij hun gedrag zullen veranderen. Mensen veranderen dus hun perceptie op wat opportunistisch, onethisch of onrechtmatig is, zodat zij zichzelf weer in de spiegel kunnen aankijken. Doordat de perceptie op de gepastheid van hun handelen verandert, neemt de kans op herhaling van het ongewenste gedrag toe.

“Pay for performance schemes accordingly can create criminogenic environments that first tempt honest individuals into unethical or illegal behavior, then invite them to adopt looser views about what is unethical or illegal in the first place. It is sometimes said in the business world that pressure makes diamonds. We should bear in mind it also makes felons”.¹²¹

127. De nadelige selectiefunctie van prestatiebeloning

Financiële prikkels zorgen niet alleen voor een verandering van de perceptie van werknemers en bestuurders, maar hebben ook hun uitwerking op de cultuur binnen een onderneming en het type mensen dat wordt aangetrokken. Jensen en Murphy wijzen in hun artikel over pay-for-performance op de selectiefunctie die deze benadering met zich brengt als belangrijk voordeel voor het belonen voor prestatie. Een prestatiegerichte bezoldiging schept volgens hen niet alleen de voorwaarden voor de wijze waarop een bestuurder zich dient te gedragen, maar het helpt ook bij het bepalen welke soort bestuurders een organisatie wil aantrekken. De vraag is welke soort bestuurder of werknemer zij daarbij voor ogen hebben. Vermoedelijk doelen zij op een extrinsiek gemotiveerde, op het eigen belang gerichte bestuurder. Lynn Stout heeft vrij overtuigend uiteengezet waarom het juist niet wenselijk is om een Homo economicus in de raad van bestuur te willen hebben.¹²²

De stelling van Jensen en Murphy dat financiële prikkels als neveneffect een selectiefunctie meebrengen wordt door verschillende auteurs erkend. Er wordt echter betwijfeld of deze selectie als positief gezien moet worden voor de onderneming. Lynn Stout wijst erop dat prestatiebeloning personen aantrekt die relatief gezien meer opportunistisch zijn, aangezien deze personen mogelijkheden zien voor persoonlijk gewin die individuen die zich beperkt voelen door sociale of ethische normen niet als zodanig zullen beschouwen.¹²³ Meer nog, wanneer een onderneming meer opportunistische of onethische werknemers aanneemt zullen de meer altruïstische en ethische werknemers, door een veelvoud aan verschillende, elkaar versterkende, effecten worden ontmoedigd om te blijven en vertrekken. De meer intrinsiek gemotiveerde en ethisch ingestelde werknemers hebben immers een

121 Stout 2014, p. 33.

122 Stout 2003, p. 1-25.

123 Stout 2014, p. 35.

concurrentienadeel ten opzichte van meer opportunistische werknemers, indien de beloning afhangt van vooraf vastgestelde prestaties, waardoor deze eerste groep op zoek gaat naar een onderneming met een cultuur waar intrinsieke motivatie en ethische normen meer geapprecieerd worden en zij zich meer gewaardeerd voelen. De altruïstische werknemers die binnen de onderneming blijven zullen juist aangezet worden om minder altruïstisch gedrag te vertonen. Hier zijn verschillende redenen voor te bedenken. Allereerst kan deze groep werknemers concluderen dat zij het zich niet langer kunnen veroorloven om vast te houden aan hun eigen normen en waarden en zij hiervan afstand zullen moeten nemen. Ten tweede vermindert de tegenspraak en het gevaar dat opportunistisch negatief gedrag gemeld wordt naarmate meer opportunistische personen de werkvloer beheersen. Daar komt bij dat hierdoor tevens de sociale context en daarmee de werkcultuur verandert. Als ‘iedereen het doet’, dan is het gemakkelijker aan jezelf te verantwoorden dat jij het ook kan en moet doen.¹²⁴ Dwarsliggen vanwege een moreel besef dat het beïnvloeden van de aan de prestatiegraad ten grondslag liggende cijfers niet in het belang is van de onderneming kan er zelfs toe leiden dat anderen hun bonus mislopen en kan daardoor ongewenste conflicten met zich brengen. De selectiefunctie van prestatiebeloning kan dus juist een ‘adverse selection pressure’ teweeg brengen waardoor een disproportioneel groot aantal relatief onethische en opportunistische werknemers aangenomen wordt en altruïstisch gedrag langzaam verbannen wordt uit de onderneming. William Black noemt dit fenomeen “Gresham’s dynamic in which bad ethics drives out good ethics”.¹²⁵

Stout wijst op de hypotheekmarkt waar makelaars worden betaald per afgesloten hypotheek. Het verkopen van slechte hypotheek – en het toekennen van een lager risicoprofiel aan deze hypotheek – heeft er uiteindelijk toe geleid dat de Verenigde Staten verzeild raakte in een kredietcrisis waaruit de financiële crisis is ontstaan. Opmerkelijk is dat in de aanloop naar de kredietcrisis tussen 2000 en 2007 een opvallend hoog aantal personen (meer dan 10.000) met een strafblad hypotheekmakelaar werd in Florida.¹²⁶

128. Aanzetten tot het nemen van risico’s

Sinds de kredietcrisis is nog een laatste nadeel van financiële prikkels op pijnlijke wijze duidelijk geworden. Financiële prikkels kunnen aanzetten tot het nemen van onverantwoorde risico’s. Er zijn verschillende redenen aan te voeren die hiertoe

124 Stout 2014, p. 35/36.

125 Onder verwijzing naar de wet van Gresham dat “bad money drives out good money”. Zie Executive compensation: How Much is Too Much?: Hearing Before the Honorable Committee on Oversight and Government Reform, 111e Congres 204, 2009 (statement William K. Black, Associate Professor of Economics and Law, University of Missouri-Kansas City). Zie ook Stout 2014, p. 35.

126 Stout 2014, p. 36

bijdragen. ‘Inattentional blindness’ kan ervoor zorgen dat bepaalde risico’s over het hoofd worden gezien. Daarnaast worden bestuurders geconfronteerd met asymmetrische beloningen; ze ontvangen een variabele beloning voor het behalen van prestatiedoelen in het ene jaar, maar hoeven niet bang te zijn dat ze de bonus- sen het jaar erop weer moeten inleveren als de onderneming slechter presteert.¹²⁷ De voordelen van het nemen van (exorbitante) risico’s zijn voor de bestuurder. Indien de risico’s zich vervolgens verwezenlijken komt de rekening bij de onder- neming te liggen (of zelfs bij derden, zoals de belastingbetaler). Een beperkte blik op korte termijnresultaten kan er dus voor zorgen dat winsten op de korte termijn gerealiseerd worden terwijl de onderneming op de lange termijn wordt blootgesteld aan allerlei risico’s.

Margaret Heffernan, zelf CEO geweest van vijf ondernemingen, concludeert in haar boek over ‘Willful Blindness’ dat prestatiecontracten die bestuurders toestaan om persoonlijk te profiteren van toegenomen winsten prikkels creëren voor deze bestuurders om de onderneming te overladen met risico’s. Zij wijst op een onderzoek onder 562 risicomana- gers die de prestatiebeloningen identificeerden als de belangrijkste oorzaak voor het ontstaan van de bankencrisis.¹²⁸

Dat variabele beloningen bestuurders aan kunnen zetten tot het nemen van (onver- antwoorde) risico’s wordt onder meer verklaard door het feit dat mensen anders aankijken tegen winst dan tegen verlies. De ‘prospect theory’ van Amos Tversky en Daniel Kahneman laat zien dat mensen risicozoekend gedrag gaan vertonen op het moment dat zij geconfronteerd worden met potentiële verliezen.¹²⁹ Tversky en Kahneman illustreren dit aan de hand van de volgende twee dilemma’s:¹³⁰

Dilemma 1: Waar kiest u voor?

Kiest u voor het zeker ontvangen van € 900 of kiest u voor een 90% kans op het ontvangen van € 1000?

Dilemma 2: Waar kiest u voor?

Kiest u voor een zeker verlies van € 900 of kiest u voor een 90% kans om € 1000 te verliezen?

De overgrote meerderheid kiest bij dilemma 1 voor het zeker ontvangen van € 900 (risico-avers). Opmerkelijk genoeg wordt bij dilemma 2 gekozen voor de 90% kans op € 1000 verlies (risico-zoekend). Als we geconfronteerd worden met twee

127 Ordonez e.a. 2009, p. 15/16. Zie ook Winter 2010, p. 4.

128 Zie Heffernan 2011, p. 189.

129 Zie Kahneman & Tversky 1979, p. 263-292; Kahneman 2011, p. 278 e.v.

130 Kahneman 2011, p. 279.

negatieve opties dan is de negatieve waarde die wij toekennen aan het zeker verliezen van € 900 groter dan een 90% kans op het verliezen van € 1000.¹³¹ Bij een mogelijk verlies zijn wij dus eerder geneigd risico's te nemen om dit verlies goed te maken, zelfs als we daardoor een reëel risico lopen op een groter verlies.

129. De bonus als potentieel verlies

Of iets als een verlies wordt gezien hangt volgens Tversky en Kahneman af van het 'referentiepunt', ook wel het 'adaptation level' genoemd. Een uitkomst die beter is dan het referentiepunt wordt gezien als winst, terwijl de uitkomst die lager is dan het referentiepunt ervaren wordt als verlies. Het referentiepunt is normaliter de status quo, dus het vermogen van een persoon inclusief de inkomsten die een persoon op dat moment geniet. Het referentiepunt kan echter ook beïnvloed worden door een uitkomst die iemand verwacht of waar iemand zich toe gerechtigd voelt.¹³² En daar knelt de schoen wat prestatiebeloning betreft. Een prestatieafhankelijke beloning doet het psychologisch referentiepunt omslaan van winst in verlies. Op het moment dat een bonus in het vooruitzicht wordt gesteld, wordt ervan uitgegaan dat deze bonus binnen is. Het niet halen van de bonus wordt gezien als verlies. Indien bonussen niet gehaald dreigen te worden kunnen bestuurders derhalve, vanwege de voorkeur voor risico die ontstaat bij het zicht op verlies, worden aangezet tot het nemen van onverantwoorde risico's die zij anders nooit zouden hebben genomen.

Een voorbeeld. Stel dat het behalen van een bonus afhangt van het verkopen van vijftig hypotheeklen per maand en de teller staat op tweeënveertig met nog twee dagen te gaan. Met zes potentiële klanten zijn de onderhandelingen al in een vergevorderd stadium. Als de volledige aandacht op deze zes potentiële klanten wordt gericht dan zullen zij ook daadwerkelijk de hypotheek afsluiten. Geen aandacht betekent een verlies van deze zes potentiële klanten. Een andere mogelijkheid is om de laatste twee dagen te gebruiken om twintig nieuwe potentiële klanten te benaderen. In het verleden heeft dat twee tot acht deals opgeleverd. Wanneer de prestatiebeloning afhangt van het verkopen van vijftig hypotheeklen kiezen de meeste mensen voor de onzekere aanpak, ook al is het risico dat deze keuze uiteindelijk leidt tot een slechtere uitkomst voor de onderneming groter. Indien niet een prestatiedoel is gesteld van vijftig hypotheeklen dan kiest het merendeel van de mensen voor het binnenhalen van de zes potentiële klanten.

131 Kahneman 2011, p. 280/281.

132 Het gevoel van verlies gaat zelfs nog verder dan de 'prospect theory'. Denk bijvoorbeeld aan het verschil tussen een 90% kans op het winnen van € 10 en 10% kans op het winnen van niets en een 90% kans op het winnen van € 1 miljoen en 10% kans op het winnen van niets. Als er in het tweede dilemma niets gewonnen wordt, dan is dat enorm teleurstellend en wordt dat ervaren als een veel groter verlies dan bij het eerste dilemma het geval is.

Uit verschillende onderzoeken komt naar voren dat mensen riskantere keuzes maken vanwege het willen behalen van prestatiedoelen, terwijl dit uiteindelijk leidt tot negatievere prestaties. Larrick et al. lieten deelnemers een roulette-achtig spel spelen.¹³³ De deelnemers die bepaalde prestatiedoelen mee hadden gekregen namen grotere risico's, waardoor zij uiteindelijk meer verloren. Ook keken Larrick et al. naar de prestaties tijdens onderhandelingen. De deelnemers die prestatiedoelen hadden meegekregen haalden tijdens de onderhandelingen slechtere resultaten. Ze zetten hoger in met een kans op hogere inkomsten maar bleven ook vasthouden aan de hogere inzet als dit een impasse creëerde.

Het nemen van onverantwoorde risico's heeft in het bijzonder de aandacht gekregen door de financiële crisis. Daarbij zij opgemerkt, dat variabele beloning vanuit de pay-for-performance benadering juist aan moet zetten tot het nemen van meer risico's. Binnen de financiële economie wordt aangenomen dat bestuurders in beginsel risico-avers zijn omdat hun menselijk kapitaal verbonden is aan de onderneming, evenals de meerderheid van hun vermogen en inkomsten. Aandeelhouders daarentegen zijn risiconeutraal vanwege de mogelijkheid hun portfolio te diversifiëren waardoor zij hun risico kunnen spreiden over verschillende ondernemingen. Door bestuurders variabel te belonen moeten deze bestuurders aangezet worden om meer risiconeutraal gedrag te gaan vertonen (lees: meer risico's te nemen). De praktijk laat zien dat variabele beloningen aan kunnen zetten tot het nemen van onverantwoorde risico's waar noch de onderneming, noch de aandeelhouders op de lange termijn bij gebaat zijn.

133 Larrick, Heath & Wu 2009.

Conclusie over de structuur

130. Pay-for-performance is een illusie

De pay-for-performance benadering is vol overgave omarmd door de praktijk en heeft de afgelopen vijftientig jaar een overweldigende invloed gehad op de manier van belonen in zowel de Verenigde Staten als in Europa. In dezelfde periode valt een drastische stijging van de bezoldiging van bestuurders waar te nemen die voornamelijk kan worden toegeschreven aan een toename van de variabele beloning. Opvallend is dat de prestaties van de ondernemingen in dezelfde periode achter zijn gebleven.

De huidige beloningsniveaus en twee elkaar opvolgende crises hebben het enthousiasme over de pay-for-performance benadering getemperd. De corporate governance schandalen rondom de eeuwwisseling leggen op pijnlijke wijze de neveneffecten bloot van het belonen van bestuurders met opties, waardoor de populariteit van optieplannen aanzienlijk is gedaald. Desalniettemin blijft het vertrouwen in andere vormen van prestatiebeloning ook na deze schandalen onverminderd groot. De gedachte overheerst nog steeds dat, indien de juiste beloningsinstrumenten gekoppeld worden aan de juiste prestatie maatstaven, een bestuurder zal worden aangezet tot het leveren van betere prestaties.

Wanneer de wereld zich vervolgens in een financiële crisis stort, wordt wederom met een beschuldigende vinger naar de financiële prikkels gewezen. Bestuurders en werknemers in de financiële sector zouden door hun beloning zijn aangezet tot het nemen van onverantwoorde risico's. Hierdoor zwelt de kritiek op pay-for-performance aan. De theorie die binnen haar economische werkelijkheid een innemende schoonheid vertoont, blijkt in de praktijk een oncontroleerbaar, monsterlijk wapen te zijn met verwoestende gevolgen voor ondernemingen en de samenleving in haar geheel. Zelfs de meest fervente voorstanders van pay-for-performance onderkennen dat er een overvloed aan bewijs is voor de nadelen die de pay-for-performance benadering met zich meebrengt, terwijl enig empirisch bewijs voor de positieve werking van financiële prikkels ontbreekt. De huidige beloningspraktijk lijkt vooral te steunen op de intuïtieve aantrekkelijkheid van deze benadering.

“Although there is ample evidence that CEOs (and other employees) respond predictably to dysfunctional compensation arrangements, it is more difficult to document that the

increase in stock-based incentives has led CEOs to work harder, smarter, and more in the interest of shareholders.”¹

Niet ter discussie staat dat financiële prikkels de bestuurder beïnvloeden en aanzetten tot het behalen van de gestelde prestatiedoelen. De praktijk toont aan dat “*firms get what they pay for*”. Helaas blijkt hetgeen ondernemingen krijgen niet daadwerkelijk in het belang van deze ondernemingen te zijn.²

Deze constatering heeft twee visies op pay-for-performance doen ontstaan. Aanhangers van de ene visie zijn van mening dat de vele negatieve voorbeelden niet afdoen aan de positieve werking van pay-for-performance. Zolang de prestatieovereenkomst op een juiste manier wordt vormgegeven, zal pay-for-performance wel degelijk tot betere prestaties leiden. Aanhangers van de andere visie baseren zich op bevindingen uit de sociale psychologie en zijn van mening dat de mens simpelweg niet in staat is om op een positieve manier gestuurd te worden door financiële prikkels.

Mijn onderzoek wijst in de richting van deze laatste visie. De blootgelegde inherente zwakheden van de pay-for-performance benadering en het onvermijdelijke gebruik van imperfecte prestatiemaatstaven zorgen ervoor dat het onmogelijk is om tot een prestatieovereenkomst te komen waarbij onbedoelde prikkels afwezig zijn. Dit gegeven, in combinatie met de complexe sociaal-psychologische processen die met het introduceren van financiële prikkels worden ontsloten, zorgen ervoor dat de belofte van pay-for-performance een illusie is.

131. De bestuurder en het belang van de vennootschap

Wat betekent voornoemde vaststelling voor bezoldiging als governancemechanisme? Wanneer wij ons blikveld verplaatsen naar de bestuurder van de Nederlandse beursvennootschap, dan zijn de mogelijke uitersten van zijn innerlijke strijdtoneel enerzijds een handelen in zijn eigen (financiële) belang en anderzijds een handelen in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Erkenning van deze januskop van de bestuurder is te vinden in art. 2:129 lid 5 en 6 BW. De pro-organisatorische taakstelling is daar geëxpliciteerd als wettelijk uitgangspunt: het is het belang van de vennootschap dat de bestuurder te dienen heeft. De bestuurder dient zich afzijdig te houden wanneer zijn eigen belang daarmee in strijd komt.³

In het licht van deze wettelijke taakstelling van de bestuurder dienen de governancemechanismen binnen de vennootschap op een wijze te worden ingericht dat de bestuurder optimaal in staat wordt gesteld het belang van de vennootschap te

1 Murphy 1999, p. 2555.

2 Akerlof & Kranton 2005, p. 11.

3 Voor commissarissen geldt hetzelfde, zie art. 2:140 lid 2 en 5 BW.

bepalen en daarnaar te handelen. De keerzijde van deze vaststelling is dat mechanismen moeten worden vermeden die ervoor zorgen dat de pro-organisatorische blik van de bestuurder afneemt en zijn eigen belang op de voorgrond treedt. Projecteren wij de bevindingen in dit hoofdstuk op deze vaststelling, dan volgt daaruit dat, met het creëren van krachtige financiële prikkels voor bestuurder van beursgenoteerde vennootschappen op grond van vooraf bepaalde, objectieve en meetbare doelstellingen, het risico wordt gelopen dat precies het tegenovergestelde wordt bewerkstelligd. Het is daarom dat de belofte van prestatiebeloning om een ‘*alignment*’ te creëren van het eigen financiële belang van de bestuurder met het belang van de vennootschap niet wordt waargemaakt. Een herijking van de wijze waarop een bestuurder bezoldigd dient te worden, ligt derhalve voor de hand.

132. Pay-for-responsibility

Een eerste stap in het herijkingsproces is het verlaten van het van wantrouwen doortrokken mensbeeld door als uitgangspunt te nemen de bestuurder die in beginsel in staat is het vennootschappelijk belang te bepalen én voorop te stellen, maar onder omstandigheden geneigd is zijn eigen (financiële) belang te laten prefereren.

De vrijheid die de bestuurder toekomt bij de invulling van het vennootschappelijk belang past niet bij een maatmanbestuurder die in beginsel slechts zijn eigen (financiële) belang najaagt. Ons vennootschapsrecht lijkt derhalve niet zozeer uit te gaan van een mensbeeld dat – zonder de juiste sturing – onbekwaam is tot enig goed en geneigd is tot alle kwaad.⁴ Eerder van een bestuurder die tot het goede geneigd is, maar tot het kwade in staat. Aan de bestuurder – en het bestuur – wordt een ruime mate van beoordelingsvrijheid gelaten bij het vaststellen van het belang van de vennootschap, terwijl het vennootschapsrecht daarnaast correctiemechanismen kent voor het geval de bestuurder zijn fiduciaire verplichtingen jegens de vennootschap (of een zorgvuldigheidsnorm jegens anderen) veronachtzaamt. Het mensmodel in het Nederlands vennootschapsrecht lijkt dus meer overeen te komen met het hybride mensbeeld zoals volgt uit de bevindingen in de sociale psychologie.

Een gevolg hiervan is, dat de noodzaak komt te vervallen om een bestuurder door zijn bezoldiging te disciplineren. Tegelijkertijd wordt onderkend dat de sociale en economische omstandigheden bepalen of waakzaamheid geboden is.

De vervolgstap is afscheid nemen van de gedachte dat de primaire functie van bezoldiging het *vooraf sturen* van de bestuurder is. Hiermee is niet gezegd dat een bestuurder geen variabele bezoldiging mag ontvangen, maar dat de functie (en daarmee de vormgeving) van deze variabele bezoldiging een andere is. Ik verwijs naar het onderscheid tussen variabele beloningen die worden toegekend

4 Zie vraag 8 van de Heidelbergse Catechismus 1563.

op basis van een ‘merit rating system’ en een ‘variable pay system’. In het eerste systeem wordt achteraf beoordeeld of een bestuurder in aanmerking komt voor een variabele beloning. Het tweede systeem ziet op een regeling waarbij vooraf doelstellingen worden afgesproken om een bestuurder te motiveren (lees: te sturen).⁵ Het versturende effect van variabele beloningen komt primair voort uit het gebruiken van een *variable pay system* zonder aandacht te hebben voor de invloed die deze vorm van variabel belonen heeft op de sociale en economische context waarbinnen de bestuurder opereert. Tegen het variabel belonen op basis van een *merit rating system* lijkt minder bezwaar te bestaan.

Wanneer afstand wordt genomen van het vooraf sturen van de bestuurder als primaire functie van bezoldiging brengt dit een verschuiving teweeg in de richting van de oude functionele rangorde. Het is het aantrekken en behouden van de bestuurder dat op de voorgrond treedt. De functie van het variabele deel van de bezoldiging is in beginsel kostenefficiëntie. Het motiverende aspect van de variabele bezoldiging wordt in dat geval gekoppeld aan een gerechtvaardigd vertrouwen bij de bestuurder dat hij meedeelt in het daadwerkelijke succes van de onderneming. Het begrip motiveren van de bestuurder krijgt daarmee een andere invulling. Motiveren staat niet meer synoniem voor het vooraf sturen van de bestuurder door te belonen op grond van individuele, beïnvloedbare prestatie maatstaven, maar voor het stimuleren van de bestuurder om zich in te zetten voor het bestendig succes van de gehele onderneming. Doelrealisatie wordt daarmee verkozen boven beïnvloedbaarheid. Ook wordt tegemoet gekomen aan het gevoel dat het redelijk is wanneer de bestuurder deelt in het succes.

“I would like to throw out for consideration the suggestion that the origin of executive bonuses may lie not so much in incentives as in notions of equity and fairness.”⁶

De variabele bezoldiging wordt in dat geval gekoppeld aan de verantwoordelijkheid van een bestuurder in plaats van zijn individuele prestaties: ‘pay-for-responsibility’ dus. Het is op deze wijze dat daadwerkelijk een ‘alignment of interest’ tussen het belang van de vennootschap en dat van haar bestuurder tot stand komt.

In een artikel uit begin jaren ’90 dat aanzienlijk minder aandacht heeft gekregen dan het befaamde artikel van Jensen en Murphy schrijft Brennan als reactie op de pay-for-performance benadering:

“[...] much of the compensation for CEOs can be regarded as a reward for past performance rather than an incentive for future performance. Such rewards can be understood as rewards not only for effort, but also for risk-taking. A CEO will often be placing his

5 Zie voor dit onderscheid Verburg 2011, p. 56. Zie ook Lokin 2014.

6 Brennan 1994, p. 36.

CONCLUSIE OVER DE STRUCTUUR

reputation and human capital at risk in making difficult decisions. Thus, even if there were no need to pay him a bonus in order to motivate him, it might well be appropriate to reward him well if the outcome is successful to make up for the costs he would have borne (loss of employment, reputation) if the outcome was unsuccessful.”⁷

De keerzijde is dat de bestuurder geen of minder variabele beloning zal ontvangen indien het slecht gaat met de onderneming vanwege deze verantwoordelijkheid. Hij deelt (wat zijn variabele beloning betreft) dus hetzelfde risico dat aandeelhouders, werknemers en andere stakeholders tot op zekere hoogte hebben. Een manier van belonen die overigens in de praktijk recent is toegepast. De bezoldiging van bestuurders van bepaalde financiële instellingen na het uitbreken van de financiële crisis kende een soortgelijk karakter.

133. Geen bezoldiging voor de korte termijn

Het voorgaande brengt mee dat niet langer bezoldigd dient te worden op basis van financiële en niet-financiële afgeleide prestatie maatstaven voor de korte termijn. De twee redenen voor het invoeren van deze wijze van belonen hebben, bezien in het licht van de bevindingen van dit onderzoek, hun waarde verloren. Het zijn in het bijzonder de prikkels die voortkomen uit het belonen op grond van dergelijke prestatie maatstaven die oncontroleerbaar blijken te zijn en aanzetten tot schadelijk myopisch gedrag. Daarnaast is het argument niet langer valide dat beloond moet worden voor deze afgeleide prestatie maatstaven, omdat ze informatie geven over het functioneren van een bestuurder. Uit het gedane onderzoek komt naar voren dat de informatieve waarde van een bepaalde indicator tenietgaat op het moment dat de indicator tot prestatie maatstaf wordt verheven en (een deel van) de bezoldiging van de bestuurder afhankelijk wordt gesteld van het behalen ervan.⁸ Om deze financiële en niet-financiële indicatoren hun informatieve waarde over het functioneren van een bestuurder te laten behouden, dient hieraan dus juist geen bezoldiging te worden gekoppeld.

134. De functies van de lange termijn bezoldiging

De functieverschuiving zorgt er daarnaast voor dat de visie op de lange termijn bezoldiging van kleur verschiet. Deze variabele bezoldiging dient niet langer afhankelijk te worden gemaakt van een vooraf vastgestelde prestatie maatstaf en bijbehorende doelstelling. Er dient ruimte te worden gelaten aan de raad van commissarissen om het succes van de onderneming in haar volle omvang te wegen waarbij ook kan worden meegenomen *hoe* tot het gemeten succes is gekomen.

⁷ Brennan 1994, p. 36.

⁸ Zie hierover randnummer 95.

Hierbij is niet gezegd dat de verschillende indicatoren die worden meegenomen niet op voorhand bekend mogen zijn, maar wel dat de bestuurder alleen bij vaststelling van daadwerkelijk *duurzaam* succes in aanmerking komt voor een variabele bezoldiging. Het verbeteren van een indicator leidt dus niet automatisch tot een verhoogde bezoldiging.

Ook hier geldt dat de informatieve waarde van een indicator zoals winst per aandeel (WPA) wordt behouden wanneer de bezoldiging niet direct aan deze maatstaf is gekoppeld. Zo is er ruimte om bij een verbetering van de WPA te bezien of deze verbetering voortvloeit uit een overmatig inkopen van eigen aandelen of het vergroten van de winst. Daarnaast is de raad van commissarissen bij zijn beloningsbeslissing niet beperkt tot alleen de WPA maar zal hij ook andere informatie kunnen meenemen om het succes van de onderneming in haar volle omvang vast te stellen.

Doordat de variabele bezoldiging niet langer de bestuurder vooraf hoeft te sturen, wordt het voor de raad van commissarissen eenvoudiger om deze vorm te geven. Drie functies van bezoldiging zijn daarbij richtinggevend: (i) het aantrekken en behouden van de bestuurder, (ii) kostenefficiëntie en (iii) het belonen van de bestuurder bij daadwerkelijk succes van de onderneming.

Enkele handvatten zijn aan te reiken. Het behouden van de bestuurder kan meebrengen, dat een deel van de variabele bezoldiging afhankelijk wordt gemaakt van de periode dat de bestuurder in functie is. Vertrekt de bestuurder voortijdig dan verliest hij dus het recht op (een deel van) dit gedeelte van de variabele bezoldiging. De rest van de variabele bezoldiging zal alleen mogen worden toegekend of uitgekeerd indien daadwerkelijk sprake is van succes van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, zodat tegemoet wordt gekomen aan de twee andere functies. Hierdoor wordt een redelijkheidstoets geïncorporeerd in de toekenning en uitkering van dit deel van de variabele bezoldiging. Een consequentie hiervan is dat de variabele bezoldiging onderhevig zal moeten zijn aan een terugvorderingsbevoegdheid (*claw back*) wanneer het gemeten succes vanwege zich later realiserende risico's uiteindelijk geen succes blijkt te zijn. Daarnaast zal een deel van de variabele bezoldiging pas enkele jaren na het vertrek van de bestuurder kunnen worden uitgekeerd.⁹

Wanneer de lange termijn variabele bezoldiging wordt uitgekeerd in aandelen (of aandelengerelateerde instrumenten) dan gelden in ieder geval drie aandachtspunten.

9 Hiermee wordt eveneens een voortijdig vertrek van de bestuurder op een hoogtepunt voorkomen. Overeengekomen dient te worden dat het hedgen van deze terugvorderingsrisico's niet zijn toegestaan.

CONCLUSIE OVER DE STRUCTUUR

Allereerst dient te worden besloten over de vormgeving en toekenning van deze lange termijn beloning. Wanneer vorengenoemde drie functies in acht worden genomen, kunnen de veelal complexe Long Term Incentive Plans worden vervangen door eenvoudige aandelenplannen die voor een lange termijn aangehouden dienen te worden (onder meer afhankelijk van de periode dat de bestuurder in functie is). Hierdoor kan afscheid genomen worden van de huidige gecompliceerde en verstoringende prikkels die het belonen voor prestatimaatstaven zoals EPS en TSR met zich meebrengt.¹⁰ Een andere consequentie is dat deze beloningen een meer gegarandeerd karakter hebben. In tegenstelling tot opties behouden deze *restricted stock* immers ook bij een daling van de aandelenkoers een deel van hun waarde. Een voordeel hiervan is dat deze vorm van belonen door de hogere mate van zekerheid aantrekkelijker is waardoor in totaal een lagere lange termijn variabele bezoldiging kan worden toegekend aan bestuurders.¹¹ Vervolgens zal bepaald moeten worden hoeveel beloningsaandelen de bestuurder dient te ontvangen in verhouding tot zijn jaarlijkse bezoldiging en hoe lang hij deze beloningsaandelen aan moet houden.¹²

“[...] there is growing evidence that the usual one to three year holding period for share options provided in executive remuneration packages is too short, and can incentivise short-term behaviour; for example, by encouraging CEOs to postpone new investments or expenditure as the vesting period for their shares falls due, in order to avoid any temporary reduction in the company’s share price and the value of their soon-to-be-exercisable shares.”¹³

De twee andere aandachtspunten hebben betrekking op het moment dat deze instrumenten te gelde worden gemaakt. Zo ligt het voor de hand dat in ieder geval een substantieel deel van de beloningsaandelen moet worden aangehouden tot een bepaalde periode nadat de bestuurder vertrokken is. Indien de bestuurder in de

10 De lange termijn beloning valt in dit geval primair samen met de lange termijn aandeelhouderswaarde van de vennootschap.

11 De Executive Remuneration Working Group in het Verenigd Koninkrijk kwam tot de conclusie dat de waarde van een dergelijke lange termijn variabele beloning uitkomt op slechts 50% van de huidige LTIP's. Zie Executive Remuneration Working Group, Final Report, July 2016, p. 22. Zie ook Green Paper: Corporate Governance Reform, BEIS, November 2016, p. 33.

12 In het Verenigd Koninkrijk wordt gedacht aan een aandelenbezit van ongeveer tweemaal de totale jaarlijkse bezoldiging. Green Paper: Corporate Governance Reform, BEIS, November 2016, p. 33; The Purposeful Company interim executive remuneration report, November 2016 (te raadplegen op www.biginnovationcentre.com (laatst bezocht op 4 augustus 2017)).

13 Green Paper: Corporate Governance Reform, BEIS, November 2016, p. 32 onder verwijzing naar Edmans, Fang, Lewellen, 'Equity Vesting & Investment', Oktober 2016; The Purposeful Company interim executive remuneration report, November 2016 (te raadplegen op www.biginnovationcentre.com (laatst bezocht op 4 augustus 2017)).

gelegenheid wordt gesteld een deel voortijdig te vervreemden, dan zal in het geval van een *going concern* het uitgangspunt zijn dat de bestuurder ruim van tevoren aangeeft aan de raad van commissarissen wanneer en hoeveel beloningsaandelen hij wenst te verkopen. Om te voorkomen dat de bestuurder in de verleiding komt de aandelenkoers kunstmatig te verhogen of hoog te houden als het moment van verkoop nadert, dient de raad van commissarissen over een discretionaire bevoegdheid te beschikken om, indien daar een redelijke aanleiding toe bestaat, het verkregen bedrag neerwaarts bij te stellen (bijvoorbeeld door een gemiddelde te nemen bij een daling van de aandelenkoers binnen een bepaalde periode).

Een derde aandachtspunt heeft te maken met de omstandigheid dat de horizon van een bestuurder wordt verkort – bijvoorbeeld vanwege een majeure *corporate event* – waardoor de aandelen die hij als bezoldiging heeft gekregen de functie die zij in geval van een *going concern* hebben (dreigen te) verliezen. Op het moment van toekennen van deze vorm van bezoldiging dient vastgesteld te worden welke functie deze variabele bezoldiging zal vervullen onder zulke gewijzigde omstandigheden.¹⁴

Deze wijze van bezoldigen voor de lange termijn is in lijn met de eisen die de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn stelt. “Het is van essentieel belang de bezoldiging en de prestaties van bestuurders niet alleen op jaarbasis maar ook over een passende periode te beoordelen zodat aandeelhouders, potentiële beleggers en belanghebbenden naar behoren kunnen nagaan of de bezoldiging lange termijn prestaties beloont, en kunnen meten hoe de prestaties en de bezoldiging van de bestuurders zich op middellange tot lange termijn ontwikkelen, met name ten opzichte van de prestaties van de vennootschap. In veel gevallen valt pas verscheidene jaren nadien te beoordelen of de toegekende bezoldiging aansluit bij de lange termijn belangen van de vennootschap. Met name de toekenning van lange termijn stimulansen kan perioden van zeven tot tien jaar bestrijken en met uitstelperioden van verscheidene jaren worden gecombineerd.”¹⁵ Het is ook belangrijk de aan een bestuurder toegekende bezoldiging te kunnen beoordelen over de volledige periode dat hij bestuurder van een bepaalde vennootschap is. In de Europese Unie blijven bestuurders gemiddeld zes jaar lang in het bestuur van een vennootschap, hoewel dat in sommige lidstaten meer dan acht jaar is.¹⁶

135. De uitdagingen voor de raad van commissarissen

De overgang van pay-for-performance naar pay-for-responsibility vereist een nieuwe benadering van de bezoldiging van bestuurders, wellicht zelfs een cultuurverandering. Daar is een krachtige raad van commissarissen voor nodig. Allereerst dient de raad van commissarissen de intuïtieve aantrekkelijkheid van de pay-for-perform-

¹⁴ Zie hierover meer uitgebreid randnummer 428.

¹⁵ Richtlijn (EU) 2017/828, nr. (38).

¹⁶ Richtlijn (EU) 2017/828, nr. (39).

CONCLUSIE OVER DE STRUCTUUR

ance van zich af te schudden. Daarbij speelt dat ‘de mens geen kennis wil, maar zekerheid’ zoals de bekende uitspraak van de filosoof Bertrand Russel luidt. De pay-for-performance benadering beloofde controle waarmee tegemoet wordt gekomen aan deze hang naar zekerheid. Zelfs als wordt ingezien dat deze controle slechts resulteert in een schijnzekerheid is de stap naar het afstand doen van deze controlemechanismen niet zomaar genomen. In het verlengde hiervan ligt, dat momenteel bezoldiging nog wordt ingezet als managementtool waardoor hiermee in een belangrijk deel van de monitoring van bestuurders wordt voorzien. Gebleken is dat bezoldiging ongeschikt is om de bestuurder op microniveau te sturen. Deze ‘ontmaskering’ zorgt ervoor dat de raad van commissarissen na zal moeten denken over hoe zij effectief toezicht op de bestuurder gaat invullen zonder bezoldiging als disciplineringsmechanisme.

Ten tweede zorgt het vooraf vaststellen van bepaalde, objectieve, meetbare doelstellingen ervoor dat de discussie over de variabele bezoldiging van een bestuurder vooraf plaatsvindt en beperkt blijft tot het bepalen van de prestatiegraad en doelstelling. Daarmee wordt voorkomen dat er discussie ontstaat over de vraag of een bestuurder in aanmerking komt voor een variabele bezoldiging. De overgang naar pay-for-responsibility zorgt ervoor dat de raad van commissarissen zich niet langer kan verschuilen (richting de samenleving én richting de bestuurder) achter een vooraf bepaalde technische berekening van de variabele beloning. Een wijze van berekenen die in de maatschappij overigens ook niet langer voor de gewenste legitimiteit zorgt. De raad van commissarissen zal derhalve op zoek moeten gaan naar een bezoldigingsideologie die gebaseerd is op een breed gedragen visie op het succes van de desbetreffende onderneming.

De laatste uitdaging voor de raad van commissarissen is het overtuigen van de aandeelhouders. Zo zal de nieuwe wijze van bezoldigen niet in het belang zijn van aandeelhouders met een korte(re) termijn visie. De druk van dit deel van de aandeelhouders om meer te belonen voor aandeelhoudersrendement op de korte termijn zal dus moeten worden weerstaan. De weerstand onder aandeelhouders tegen verandering zal zich niet beperken tot deze groep aandeelhouders. De pay-for-performance gedachte is nog steeds diep verankerd in de manier waarop in brede zin tegen variabele bezoldiging wordt aangekeken.¹⁷ Een belangrijk deel van het aandeelhoudersbestand eist vooralsnog dat in het bezoldigingsbeleid de koppeling tussen bezoldiging van bestuurders en prestatie vooraf wordt gemaakt aan de hand van prestatiegraadstaven. De raad van commissarissen zal een heldere bezoldigingsideologie moeten ontwerpen om ook de aandeelhouders te overtuigen in te stemmen met een bezoldigingsbeleid waarin de gewijzigde opvatting is uitgewerkt. De

17 Dit blijkt onder meer uit bpb 3.1.2(v) Code 2016 waarin staat dat het variabele deel van de beloning op grond van het beloningsbeleid gekoppeld dient te zijn aan vooraf vast-

verschillende functies van de bezoldiging van bestuurders dienen binnen deze ideologie als uitgangspunt te worden genomen om de legitimiteit van de bezoldiging van bestuurders vergroten.

136. Afsluitende opmerkingen

Vorengenoemde uitdagingen ten spijt geven de bevindingen van dit onderzoek voldoende redenen voor de raad van commissarissen om tot een herijking van de eigen bezoldigingsstructuur over te gaan. De raad van commissarissen wordt hierin gesteund doordat uit het hernieuwde beloningsprincipe in de Code 2016 eenzelfde opdracht voortvloeit.¹⁸ De voorgestelde gewijzigde structuur is in lijn met dit hernieuwde beloningsprincipe. Door het wegvallen van de complexe invulling die veelal wordt gegeven aan het vooraf sturen van bestuurders zal het bezoldigingsbeleid eenvoudiger worden. Meer eenvoud in combinatie met een heldere bezoldigingsideologie zal leiden tot een duidelijk en begrijpelijk bezoldigingsbeleid. Verder is de voorgestelde structuur meer gericht op het creëren van waarde op de lange termijn en zet het bezoldigingsbeleid bestuurders niet (langer) aan tot gedrag in hun eigen belang noch tot het nemen van risico's die niet passen binnen de geformuleerde strategie en de vastgestelde risicobereidheid. Het ontbreekt de raad van commissarissen dan ook niet aan rechtvaardigingsgronden voor het oplossen van een van de fundamentele problemen van de huidige wijze van bezoldigen.

gestelde en meetbare prestatiecriteria, die overwegend een lange termijn karakter hebben. Deze bepaling verdient mijns inziens aanpassing. De gedachte dat de prestatiecriteria vooraf zijn vastgesteld mag komen te vervallen. Opvallend is overigens wel dat niet langer is opgenomen dat deze prestatiecriteria ook objectief moeten zijn. Wat dat betreft is de Code 2016 al een stap in de goede richting.

¹⁸ Principe 3.1. Code 2016.

DE HOOGTE VAN DE BEZOLDIGING

137. Worden bestuurders ‘overbetaald’?

De omarming van de pay-for-performance benadering heeft gezorgd voor een nieuwe kijk op de wijze waarop een bestuurder dient te worden bezoldigd. In dezelfde periode is ook een toename in de omvang van de bezoldiging van bestuurders zichtbaar. Over deze toename is veel te doen. De kritiek op de bezoldiging van bestuurders beperkt zich niet tot de *structuur* van de bezoldiging, maar strekt zich ook – of juist uit – tot de hoogte van de ontvangen bezoldiging en de toename van de bezoldiging van bestuurders ten opzichte van de rest van de onderneming. In dit tweede deel van het onderzoek naar de schaduwzijde van het bezoldigingsvraagstuk staat daarom de *hoogte* van de bezoldiging van bestuurders centraal.

De wetenschappelijke discussie over de hoogte van de bezoldiging van bestuurders draait om de vraag of bestuurders te veel betaald krijgen – of ze ‘*overpaid*’ zijn – of niet. Te veel betalen voor een bestuurder kan vanuit verschillende gezichtspunten problematisch zijn. De kritiek die in de samenleving veel wordt gehoord, is dat de hoge beloningen van bestuurders alle proporties te buiten gaan en zorgen voor een ongelijkheid binnen onze samenleving die onwenselijk is. Het gaat in dit geval dus om een onrechtvaardige verdeling van inkomsten binnen de samenleving in brede zin.¹ Vanuit het perspectief van de vennootschap is het (structureel) overbetalen van bestuurders problematisch vanwege de onrechtvaardige verdeling van waarde die eigenlijk de vennootschap c.q. de aandeelhouder toekomt, maar nu wegvloeit naar de bestuurder. De waarde die bestuurders te veel ontvangen zou anders immers ten goede komen aan de bedrijfsvoering en dus ten behoeve van de onderneming kunnen worden ingezet. Uiteindelijk zou deze waarde ten goede

¹ Daarbij wordt in het bijzonder gewezen op de exorbitante stijging van de inkomsten van topbestuurders ten opzichte van de inkomsten van de gemiddelde werknemer. In 1970 was de verhouding tussen beide in de VS nog 1 op 25. In 1980 was deze ratio verdubbeld naar 1 op 50. In 1990 was deze ratio wederom verdubbeld naar 1:100. In 2000 bedroeg deze ratio zelfs 1 op 500. Door de verschillende crises is deze ratio gezakt en stond deze rond 2009 op 1 op 250. Sindsdien stijgt de ratio weer (in 2011 stond deze op 1 op 380). Zie Dorff 2014, p. 19.

komen aan de aandeelhouders. Elke euro die een bestuurder te veel ontvangt is er dus in potentie een minder voor de aandeelhouder.²

De bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen heeft een steeds groter drukkend effect op de jaarlijkse winst van een onderneming. In 1993 bedroeg de bezoldiging van de top vijf bestuurders in de VS gemiddeld 5% van de winst van de onderneming. Van iedere \$20 winst ging dus \$1 naar deze vijf bestuurders. In 2003 verdween gemiddeld 10% van de winst naar de top vijf bestuurders.³

Vanuit vennootschapsrechtelijk oogpunt is niet zozeer de hoogte van de bezoldiging op zichzelf van belang, maar de wijze waarop de aan de bezoldiging ten grondslag liggende overeenkomst tot stand is gekomen.⁴ De bezoldiging van bestuurders wordt vormgegeven in een overeenkomst waar de contractsvrijheid van partijen vooropstaat. De bestuurder is vrij te bepalen voor hoeveel hij zijn diensten verkoopt en de vennootschap mag zelf bepalen hoeveel zij wil betalen voor de diensten van de bestuurder.⁵ Indien de bestuurder en de vennootschap na onderhandeling en op vrijwillige basis een bezoldiging overeenkomen, dan wordt de hoogte van deze bezoldiging in beginsel als juist geacht. Het vrije markt denken en in het bijzonder de werking van de markt voor bestuurders speelt daarbij een belangrijke rol. Zolang er sprake is van efficiënte marktwerking zullen onafhankelijke en geïnformeerde partijen die op armlengte onderhandelen door de ‘*invisible hand*’ tot een economische efficiënte overeenkomst komen.⁶ Een bestuurder is dus overbetaald als hij meer ontvangt dan hij op grond van op armlengte gevoerde onderhandelingen met een geïnformeerde onafhankelijke raad van commissarissen ontvangen zou hebben.

In dit deelonderzoek vindt eerst een analyse plaats van de heersende theorieën die betrekking hebben op de hoogte van de bezoldiging van bestuurders. Vervolgens zal aan de hand van een institutionele analyse worden onderzocht hoe de hoogte van de bezoldiging van bestuurders in de praktijk wordt vastgesteld. Is de ontwikkeling van de bezoldigingsniveaus van bestuurders een resultante van marktwerking

2 Bebhuk en Fried geven aan dat de daadwerkelijke schade vele malen groter is dan de teveel betaalde euro's die worden ontvangen door de bestuurder, zie Bebhuk & Fried 2004, p. 9.

3 Bebhuk & Grinstein 2005, p. 283-303. Zie ook Dorff 2014, p. 19/20.

4 Vanuit vennootschapsrechtelijk perspectief is in het bijzonder van belang de vraag wie de vennootschap vertegenwoordigt, op welke wijze de vennootschap wordt vertegenwoordigd en op welke wijze hierover verantwoording wordt afgelegd.

5 Hijma e.a. 2010, p. 14. Naast de contractsvrijheid spelen tevens de vormvrijheid (het consensualisme) en de verbindende kracht van de overeenkomst een rol. Indien twee partijen rechtmatig – dus zonder dat er sprake is van bijvoorbeeld dwaling of bedrog – tot een overeenkomst komen, dan moeten zij op grond van het adagium ‘*pacta sunt servanda*’ in beginsel de gesloten overeenkomst nakomen.

6 Smith 1776. Zie ook Crystal 1991a; Mortiary 2009, p. 2.

DE HOOGTE VAN DE BEZOLDIGING

of een uitvloeisel van een verstoorde markt? De conclusies die volgen zullen als opmaat dienen voor het beantwoorden van de vraag of, en zo ja hoe, het vennootschapsrecht een oplossing kan bieden voor de gesignaleerde onregelmatigheden. Deze laatste vraag zal, tezamen met een bespreking van de status quo, in het derde deel aan bod komen.

Een theoretische analyse over de hoogte

138. De continue stijging van de bezoldiging van bestuurders

In de wetenschappelijke discussie zijn de meningen verdeeld over de vraag of bestuurders te veel betaald krijgen of niet. De discussie concentreert zich voornamelijk op de sinds de jaren '70 ingezette continue stijging van bestuurdersbeloningen die zowel in de Verenigde Staten als in Nederland en de hem omringende landen plaatsvindt.¹

Aan de ene kant van het spectrum bevinden zich wetenschappers met een financieel-economische achtergrond die van mening zijn dat de huidige beloningsniveaus een resultante zijn van de werking van de markt en dat ze – enkele uitzonderingen daargelaten – gerechtvaardigd zijn.² Aan de andere kant bevinden zich wetenschappers met diverse achtergronden die van mening zijn dat alle bestuurders – behoudens enkele uitzonderingen – structureel overbetaald worden en er wel degelijk sprake is van een probleem.³

-
- 1 Voor een overzicht van de trends in het bezoldigingsniveau in de VS, zie Frydman & Jenter 2010. Frydman en Jenter laten zien dat tussen 1935 en de jaren '70 de bezoldiging van bestuurders gematigd was en er bijna geen stijgende trend is waar te nemen. Na 1970 begon de bezoldiging aan een continue groei. Gedurende de jaren '90 groeide de mediaan van de bezoldiging van bestuurders jaarlijks met ongeveer 10%: van \$2.3 miljoen in 1992 tot \$7.2 miljoen in 2001. Uit onderzoek van het Centraal Plan Bureau blijkt dat de gemiddelde bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland tussen 1999 en 2005 jaarlijks met 9% toegenomen is, terwijl de gemiddelde toegevoegde economische waarde en winst gedurende dezelfde periode niet zijn toegenomen. Volgens het CPB kan 4,8% van de 9% verklaard worden door zaken als inflatie, toename in schaalomvang en toename in leeftijd. De overige jaarlijkse toename van 4,2 % kan niet worden verklaard. Zie B. Straathof, S. Groot en J. Möhlmann, *Hoge bomen in de polder: Globalisering en topbeloningen in Nederland*, CPB, nr. 199, februari 2010 (hierna: CPB 2010).
 - 2 De fakkeldragers van deze stroming zijn onder andere Kevin Murphy en Steven Kaplan (zie ook Fama, Jensen, Zabojnik, Gabaix, Landier etc.).
 - 3 De prominenten van de stroming zijn onder andere Bebchuk & Fried 2004. Zie tevens Elson & Ferrere 2012.

Er zijn diverse theorieën die in meer of mindere mate een rol spelen met betrekking tot de hoogte van de bezoldiging van bestuurders.⁴ In de wetenschappelijke discussie over de continue stijging van de bezoldiging van bestuurders nemen twee theorieën een dominante plaats in: (i) de ‘optimaal contracttheorie’ en (ii) de ‘managerial powertheorie’. In beide theorieën staat de totstandkoming van de bezoldiging centraal.

139. De optimaal contracttheorie

De optimaal contracttheorie vindt haar oorsprong in de financiële economie en ligt ten grondslag aan de ‘markthypothese’ met betrekking tot de bezoldiging van bestuurders. Deze theorie bouwt voort op de principaal-agenttheorie en karakteriseert de verhouding tussen de aandeelhouders en de bestuurders als een principaal-agentrelatie.⁵

Aanhangers van de optimaal contracttheorie zien de hoogte van de bezoldiging als een resultante van de efficiënte werking van de markt voor bestuurders. Ondernemingen zijn in de afgelopen jaren in omvang en complexiteit gegroeid. De taak van de bestuurder is hierdoor in complexiteit toegenomen, waardoor er minder personen geschikt zijn om deze taak uit te voeren. Door een beperkter aanbod van bestuurders is hun bezoldiging navenant gestegen.⁶

In de afgelopen jaren is tevens het ‘scale-of-operations’ effect toegenomen. De productiviteit van de bestuurder hangt samen met de omvang van de onderneming. Een klein verschil in talent tussen bestuurders kan dus een groot effect hebben op de ondernemingsprestatie. Het is daarom van essentieel belang om de beste bestuurders te hebben.⁷

Impliciet wordt daarbij aangenomen dat de onderhandelingen over de bezoldiging – met aan de ene kant de raad van commissarissen (en in het bijzonder de remuneratiecommissie) en aan de andere kant de bestuurder – op armlengte afstand worden

4 Zie Jordan Otten voor een overzicht van de verschillende theorieën: Otten 2007. Zie ook Dorff 2014, hoofdstuk 4: Market Mythology, waar hij de diverse theorieën bespreekt en afserveert.

5 Zie hierover randnummer 60 e.v.

6 Het beperktere aanbod van bestuurders is niet de enige verklaring die gegeven wordt. Een andere verklaring is, dat de mobiliteit van de bestuurder toegenomen is en men derhalve steeds meer moet betalen om de juiste bestuurders te behouden (of aan te trekken) vanwege een toename in ‘outside opportunities’. Op deze verklaring zal ik verderop in dit hoofdstuk ingaan. Van belang is voornamelijk dat de optimaal contracttheorie uitgaat van de aanname dat de continue stijging van de bezoldiging van bestuurders een resultante is van de werking van een efficiënte markt voor bestuurders.

7 Mayer 1960, p. 189-195.

gevoerd en zodoende leiden tot een optimaal contract waarin de juiste prikkels voor de bestuurder zijn opgenomen.⁸ De continue stijging is een gevolg van de beperkte onderhandelingsruimte van de raad van commissarissen die in de greep wordt gehouden door de markt van bestuurders.

De optimaal contracttheorie ligt ten grondslag aan het meeste werk dat door de financieel economen verricht is ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders en wordt daardoor ook wel de officiële visie genoemd.⁹ Deze officiële visie neemt in het huidige debat een prominente plaats in en wordt gebruikt ter rechtvaardiging van de huidige bezoldigingsniveaus naar aandeelhouders, rechters, de politiek en de samenleving in haar geheel.¹⁰ De officiële visie ontkent niet dat bestuurders veel betaald krijgen, maar volgens deze visie krijgen ze niet *teveel* betaald.

140. De managerial powertheorie

De managerial powertheorie levert kritiek op de officiële visie en in het bijzonder op de impliciete aanname dat de raad van commissarissen op armlengte afstand onderhandelingen voert met de bestuurder over zijn bezoldiging. De ‘founding fathers’ van deze theorie zijn Lucian Bebchuk en Jesse Fried.¹¹ Hun primaire kritiek op de officiële visie is, dat deze visie ervan uitgaat dat bestuurders altijd in hun eigen belang handelen – evenals alle andere mensen – maar dat commissarissen dit niet doen, althans perfecte *agents* zijn van de aandeelhouders. Volgens Bebchuk en Fried hebben commissarissen diverse prikkels om de bestuurder tegemoet te komen bij de onderhandelingen over zijn bezoldiging. De bestuurder wordt hierdoor in staat gesteld invloed uit te oefenen op de vaststelling van zijn eigen bezoldiging. Van armlengte onderhandelingen zou derhalve geen sprake zijn.

Bebchuk en Fried steunen hun betoog op drie pijlers: (i) het logische gevolg van de prikkels die commissarissen hebben om de CEO tegemoet te komen, (ii) empirisch bewijs met betrekking tot de correlatie tussen de invloed van de CEO en de

8 Gabaix & Landier 2008, p. 49-100; Hubbard 2005, p. 717-720; Himmelberg & Hubbard 2000; Rosen 1992, p. 181-211.

9 Bebchuk & Fried 2004, p. 15 e.v.

10 Bebchuk & Fried 2004, p. 18.

11 Zie voornamelijk het gezamenlijk werk van Lucian Bebchuk en Jesse Fried: *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, 2004. De aandacht voor managerial power is overigens te herleiden tot het werk van de econoom Galbraith. In zijn boek ‘*The New Industrial State*’ uit 1967 kwam hij met de term ‘managerial capitalism’, waarmee hij refereerde aan de visie dat bestuurders meer macht en invloed hebben met betrekking tot het beslissingsproces binnen en de koers van de onderneming dan de aandeelhouders. Verschillende andere auteurs schreven in navolging daarvan al vóór Bebchuk en Fried over de invloed van de bestuurder op hun eigen bezoldiging, zie onder andere Crystal 1991a.

hoogte van de bezoldiging van de CEO en (iii) de wijdverspreide tendens om de bezoldiging te ‘camoufleren’.¹²

141. Redenen om niet op het scherpst van de snede te onderhandelen

De auteurs wijzen op de diverse financiële en niet-financiële prikkels en voorkeuren van commissarissen om de bestuurder tijdens de onderhandelingen te begunstigen, althans tegemoet te komen, terwijl de commissarissen weinig tot geen financiële en niet-financiële prikkels hebben om op het scherpst van de snede te onderhandelen.

Commissarissen hebben bijvoorbeeld de wens om bij de desbetreffende onderneming herkozen te worden en bij andere ondernemingen gekozen te worden als commissaris. Een positie als commissaris van een beursgenoteerde onderneming betekent prestige, waardevolle connecties en een riant vergoeding voor een beperkte hoeveelheid tijd.¹³ Uit het onderzoek van Bebchuk en Fried komt naar voren dat de kans op herverkiezing of op een positie als commissaris bij een andere onderneming substantieel afneemt als de commissaris bekend staat als een ‘troublemaker’ ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders.¹⁴ Ook wijzen Bebchuk en Fried op de talrijke mogelijkheden die de CEO heeft om commissarissen te bevoordelen ten koste van de vennootschap.¹⁵ Het onderhandelen op armengte afstand kan eveneens worden ondermijnd wanneer er sprake is van ‘interlocks’. Als de commissaris van een onderneming zelf bestuurder is bij een andere onder-

12 Opgemerkt dient te worden dat het onderzoek van Bebchuk en Fried zich richt op CEO's in de Verenigde Staten. In randnummer 147 ga ik in op de validiteit van de managerial powertheorie voor Nederland.

13 Uit een onderzoek van consultancybureau Berenschot blijkt dat in 2009 een lid van de raad van commissarissen van een AEX-fonds gemiddeld € 62.000 ontvangt en een voorzitter van de raad van commissarissen gemiddeld € 136.000. Bij een AMX-fonds zijn de bedragen respectievelijk € 40.000 en € 55.000 zie <http://berenschotstrategies.wordpress.com/tag/aex/> (laatst bezocht op 7 augustus 2016). In de VS ligt het bedrag hoger en ligt de gemiddelde vergoeding van een non-executive bij de grotere beursondernemingen rond de \$ 300.000. De tijd die een commissariaat vraagt ligt in 2012 gemiddeld op 13 uur per maand, zie <http://www.marketresponse.nl/nieuws/persberichten/stel-ook-raad-van-commissarissen-financieel-aansprakelijk-bij-falen-bestuur/> (laatst bezocht op 14 februari 2013).

14 Het is van belang om voorgedragen te worden als commissaris. In bijna alle gevallen wordt de voordracht door de algemene vergadering van aandeelhouders aanvaard. Zowel in de VS als in Nederland wordt de voordracht niet bepaald door de bestuursvoorzitter of het bestuur, maar dat wil niet zeggen dat de bestuursvoorzitter geen enkele invloed op de voordracht kan uitoefenen. In veel gevallen wordt de goedkeuring van de CEO gevraagd of wordt de CEO op een andere manier bij het selectieproces betrokken.

15 Bebchuk & Fried 2004.

neming waar de CEO lid is van de raad van commissarissen, dan heeft de commissaris een extra prikkel om de CEO tegemoet te komen tijdens de onderhandelingen. De CEO neemt immers deel aan het beslissingsproces over de bezoldiging bij de onderneming waar de commissaris bestuurder is.¹⁶ Ook kan de commissaris geconfronteerd worden met andere tegenstrijdige belangen, bijvoorbeeld wanneer de onderneming een zakelijke relatie heeft met een andere onderneming waar de desbetreffende commissaris bij betrokken is in de hoedanigheid van bestuurder, aandeelhouder of op enige andere wijze.¹⁷

Naast deze financiële prikkels spelen volgens Bebchuk en Fried ook verschillende sociale en psychologische factoren een rol, zoals vriendschap, loyaliteit, collegialiteit en teamspirit. Commissarissen en bestuurders komen elkaar buiten de onderneming bij verschillende gelegenheden tegen en vaak bestaan er al vriendschappen of sociale connecties met de bestuurders voordat iemand bij een onderneming een positie in de raad van commissarissen verwerft. Daarnaast is het van belang om met elkaar door één deur te kunnen. De commissarissen moeten niet alleen met de bestuurder onderhandelen over zijn bezoldiging, maar daarna ook nog met hem samenwerken. Hierdoor zijn commissarissen minder geneigd om op het scherpst van de snede te onderhandelen, aangezien dat de verdere samenwerking negatief kan beïnvloeden.¹⁸

Naast de zojuist genoemde factoren kan het resultaat van de onderhandelingen ook door cognitieve dissonantie ten gunste van de bestuurder uitvallen. Cognitieve dissonantie zal in het bijzonder een rol kunnen spelen bij commissarissen die zelf bestuurder zijn of zijn geweest bij een andere onderneming. Zoals aangegeven zijn mensen geneigd hun perspectief aan te passen op zaken waar ze zelf bij gebaat zijn of gebaat zijn geweest.¹⁹ Een commissaris die als bestuurder een bepaald

16 Bebchuk & Fried 2004, p. 29/30. 'Interlocks' komen vaker voor dan men zou denken. Volgens het onderzoek van Hallock is er bij 8% van de beursgenoteerde vennootschappen sprake van 'current CEO-interlock' in de Verenigde Staten. Met current CEO-interlock bedoelt Hallock dat de ene CEO in de raad van commissarissen van de andere CEO zit en vice versa. Uit hetzelfde onderzoek blijkt tevens dat de bezoldiging van bestuurders bij vennootschappen met interlocking directors hoger is dan bij beursgenoteerde vennootschappen waar hiervan geen sprake is. Hallock 1999. Zie tevens Rees 1992: "The very high salaries we observe in many American corporations may not be optimal prizes, but simply a way in which corporate directors distribute rents to their friends in the executive suite. This suspicion is reinforced by the frequency with which the CEOs of one corporation serve as directors of another."

17 Dorff 2014, p. 33.

18 Bebchuk en Fried wijzen hier op het boek van Rakesh Khurana waarin hij schrijft dat de boards in de VS worden beheerst door: "a strong emphasis on politeness and courtesy and an avoidance of direct conflict and confrontation". Bebchuk & Fried 2004, p. 32. Zie Khurana 2002a, p. 81.

19 Zie hierover onder meer randnummer 85. Zie ook Ariely 2013; Crystal 1991a.

bezoldigingspakket heeft ontvangen, zal eerder van mening zijn dat een dergelijk pakket in het belang is van de aandeelhouders.

Denk bijvoorbeeld aan een commissaris die als bestuurder geprofiteerd heeft van een genereuze afvloeiingsregeling. Deze commissaris zal niet snel geneigd zijn te beweren dat een dergelijke regeling onwenselijk of contraproductief is. Daar komt bij dat een commissaris die met succes beargumenteert dat de beloning van de CEO lager moet zijn, het gevaar loopt dat, indien hij zelf bestuurder is of wordt bij een beursgenoteerde onderneming, zijn eigen argumenten tegen hem worden gebruikt.²⁰

142. Waarom wel?

Tegenover de verschillende financiële en niet-financiële prikkels van commissarissen om niet op het scherpst van de snede te onderhandelen met bestuurders, staan weinig prikkels om wel op armlengte te onderhandelen. Aangezien commissarissen weinig of geen aandelen bezitten in de onderneming waarop ze toezicht houden, ontvangen zij geen effectieve financiële prikkel om namens de onderneming te onderhandelen als ware het hun eigen geld.²¹ Zoals Warren Buffet benadrukt in zijn brief aan de aandeelhouders van Berkshire Hathaway:

“It’s understandable how pay got out of hand. When management hires employees, or when companies bargain with a vendor, the intensity of interest is equal on both sides of the table. One party’s gain is the other party’s loss, and the money involved has real meaning to both. The result is an honest-to-God negotiation. But when CEOs (or their representatives) have met with compensation committees, too often one side – the CEO’s – has cared far more than the other about what bargain is struck. A CEO, for example, will always regard the difference between receiving options for 100,000 shares or for 500,000 as monumental. To a comp committee, however, the difference may seem unimportant – particularly if, as has been the case at most companies, neither grant will have any

20 Bebhuk & Fried 2004, p. 33. Het zal overigens niet verwonderlijk zijn dat een groot deel van de commissarissen van beursgenoteerde vennootschappen zelf bestuurder is of is geweest.

21 In de VS worden commissarissen aangemoedigd om aandelen te hebben in de vennootschap waar ze toezicht op houden. Een typische commissaris houdt desalniettemin slechts 0.005% van het uitstaande aandelenkapitaal. De persoonlijke kosten voor deze commissaris om een bestuurder \$5 miljoen extra als bezoldiging toe te kennen, bedraagt dus slechts \$250. In Nederland leeft de overtuiging dat het beter is dat commissarissen geen aandelen hebben in de vennootschap waar ze toezicht op houden. Zie bijvoorbeeld bepaling 2.1.8(vi) Code 2016, waarin staat dat een commissaris niet als onafhankelijk wordt aangemerkt als hij meer dan 10 procent van de aandelen in het kapitaal van de vennootschap houdt. Zie ook bepaling 3.3.2 Code 2016, waarin staat dat aan een commissaris bij wijze van bezoldiging geen aandelen of rechten op aandelen worden toegekend.

effect on reported earnings. Under these conditions, the negotiation often has a “play-money” quality.”²²

De belangrijkste prikkel die een commissaris heeft om niet te kwistig te zijn met de tegoeden van de onderneming, komt voort uit de reputatieschade die de commissaris zou kunnen lijden. De kans op reputatieschade op basis van het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders is echter beperkt. Zolang het bezoldigingspakket dat wordt goedgekeurd door de raad van commissarissen binnen de reikwijdte valt van hetgeen conventioneel en accepteerbaar wordt geacht, is de kans dat een commissaris hierdoor reputatieschade zal lijden verwaarloosbaar.²³

143. Weinig tijd en informatie

Vorengenoemde argumenten hebben betrekking op menselijke tekortkomingen waar commissarissen niet immuun voor zijn, aldus Bebchuk en Fried. Daarmee wordt wellicht tekort gedaan aan de intrinsieke motivatie van commissarissen om hun functie goed te vervullen. Bebchuk en Fried stellen echter dat zelfs al zouden onafhankelijke commissarissen op armlengte afstand willen onderhandelen, ze vaak niet de tijd en informatie hebben om dit effectief te doen.²⁴ De meeste commissarissen hebben naast hun commissariaat vaak een full time baan of diverse andere bezigheden. De tijd die zij aan hun commissariaat besteden is daardoor beperkt.²⁵ Naast deze beperking in tijd hebben commissarissen tevens veelal niet de nodige kennis en expertise om de complexe bezoldigingspakketten te doorgronden die zij goed moeten keuren. Tijdens een interview van de New York Times naar aanleiding van de volkswoede over de bezoldiging van Richard Grasso vertelde Jeffrey Sonnefeld, associate dean van de Yale School of Management:

22 Brief van Warren Buffet aan de aandeelhouders van Berkshire Hathaway over 2003, p. 7/8. Zie <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2003ltr.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

23 Bebchuk en Fried behandelen tevens het idee van Fama en Jensen dat commissarissen er bij gebaat zouden zijn om bekend te staan als goede ‘safeguards’ van de belangen van de aandeelhouder. Bebchuk & Fried 2004, p. 35/36.

24 Zie tevens Main, O’Reilly & Wade 1995, p. 302-303.

25 Volgens een onderzoek van MarketResponse in 2012 besteden commissarissen gemiddeld 13 uur per maand (156 uur per jaar) aan hun functie. De remuneratiecommissie komt gemiddeld vier keer per jaar bij elkaar. Zie <http://www.marketresponse.nl/nieuws/persberichten/stel-ook-raad-van-commissarissen-financieel-aansprakelijk-bij-falen-bestuur/> (laatst bezocht op 14 februari 2013).

“I work with several compensation committees, and I know that a lot of the time board members don’t understand the complexity of the documents they’re reviewing. People don’t want to look foolish by asking how some of these instruments work.”²⁶

Hierdoor zijn commissarissen voor het overgrote deel afhankelijk van de informatie die zij ontvangen van de Human Resource-afdeling en de beloningsconsultants die worden ingehuurd.²⁷

144. De beloningsconsultant en Human Resources (HR)

De beloningsconsultant en de HR-afdeling spelen een belangrijke rol bij het verschaffen van informatie en het begeleiden van het vaststellingsproces van de bezoldiging van bestuurders. Bebchuk en Fried benadrukken dat zowel de HR-afdeling als de beloningsconsultant ook verschillende prikkels hebben om de bestuurder tegemoet te komen. De HR-afdeling valt immers onder de verantwoordelijkheid en het toezicht van de CEO, die ze beter te vriend kunnen houden.

“The tendency to pay too much and to pay it in the wrong way is exacerbated by potential CEOs who hire skilled contracting agents to negotiate on their behalf. In contrast, compensation committees rarely retain their own expert negotiators. The outcome is what one would expect in a game where there is such a clear mismatch: no matter how well intentioned, the typical compensation committee is no match against a professional negotiator, and overly generous pay packages become ubiquitous. But, often the problem is worse: the incoming CEO (and his professional agent) negotiate not with the compensation committee but rather with the company’s general counsel or head of human resources, knowing they will report to the CEO when the contracting is complete.”²⁸

Ook de onafhankelijke beloningsconsultant die extern wordt ingehuurd heeft verschillende redenen om zijn data in het voordeel van de bestuurder te laten spreken. Voorheen werd de beloningsconsultant door de vennootschap ingehuurd en werd de CEO betrokken bij het selectieproces van het beloningskantoor. Tegenwoordig komt het steeds vaker voor dat de raad van commissarissen zelf de beloningsconsultant inhuren. Hiermee wordt beoogd dat de beloningsconsultant verder van de CEO af komt te staan. De prikkels voor de beloningsconsultant om

26 <http://www.nytimes.com/2003/09/21/business/quick-what-s-the-boss-making.html?page=wanted=all&src=pm> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

27 Bebchuk & Fried 2004, p. 37.

28 Murphy 2013, p. 140/141. Volgens Murphy is op dit punt overigens geen sprake van een managerial powerprobleem. “Overpaying newly hired CEOs is an agency problem caused by directors paying the new hires with shareholder money rather than their own. It is not, however, a ‘managerial power’ problem, since the board is not captive and these are arms’ length negotiations with a non-incumbent CEO candidate.”

in het voordeel van de CEO te adviseren zijn hierdoor nog niet verdwenen. Zelfs als de CEO niet wordt betrokken bij het selectieproces, dan zal een bezoldigingsaanbeveling van de beloningsconsultant die bij de CEO niet in goede aarde valt de kans op een volgende opdracht verkleinen. Hierbij wordt niet alleen gedoeld op het nogmaals mogen begeleiden van het vaststellingsproces van de bezoldiging van bestuurders. De meeste beloningsconsultant-kantoren ontvangen het leeuwendeel van hun inkomsten uit het verlenen van andere diensten aan HR-afdelingen van ondernemingen. De kans dat een kantoor ingehuurd wordt om deze andere diensten te verlenen neemt drastisch af wanneer de CEO ontevreden is over het beloningsconsultant-kantoor. Daarnaast vermindert de kans aanzienlijk dat de CEO het beloningsconsultant-kantoor aan zal raden aan anderen uit zijn sociale en professionele netwerk. Het is dus van groot belang om op goede voet te staan met de CEO om toekomstige opdrachten te behouden of binnen te halen.²⁹

“Overreaching by CEOs greatly accelerated in the 1990s as compensation packages gained by the most avaricious—a title for which there was vigorous competition—were promptly replicated elsewhere. The couriers for this epidemic of greed were usually consultants and human relations departments, which had no trouble perceiving who buttered their bread. As one compensation consultant commented: ‘There are two classes of clients you don’t want to offend—actual and potential.’”³⁰

Beloningsconsultants hebben geen directe financiële of niet-financiële prikkel om in het belang van de aandeelhouders of de onderneming te handelen, maar wel om de CEO tegemoet te komen.³¹ Door het gebrek aan tijd en expertise zijn commissarissen grotendeels afhankelijk van beloningsconsultants. Hierdoor hebben de consultants een discretionaire ruimte met betrekking tot de data en aanbevelingen die zij aan de remuneratiecommissie kunnen doen. De consultants hebben diverse prikkels om deze discretionaire ruimte aan te wenden ten faveure van de bestuurder. Ook in het geval dat commissarissen wel degelijk op armlengte afstand van de bestuurder willen staan in de onderhandelingen, zullen zij niet in staat zijn daadwer-

29 Bebhuk & Fried 2004, p. 37-39.

30 Brief van Warren Buffet aan de aandeelhouders van Berkshire Hathaway over 2003, p. 8. Zie <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2003ltr.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

31 Een commissaris antwoordde in een interview dat Fortune hield met verschillende commissarissen van Fortune 500 ondernemingen: “Any other kind of consultant you can think of is brought in to try to cut costs. The basic goal of compensation consultants is to justify whatever it is the CEO wants to make. After all, who’s going to recommend these consultants to other CEOs? Not the little old lady in Dubuque, with her 100 shares, that’s for sure.” (te raadplegen op http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2001/06/25/305435/index.htm (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

kelijk als geïnformeerde partij op het scherpst van de snede te onderhandelen met de bestuurder, aldus Bebchuk en Fried.

145. Empirisch bewijs ter ondersteuning van de managerial powertheorie

Bebchuk en Fried nemen het armlengte afstand-model als normatief uitgangspunt. Op basis van dit model zou worden verwacht dat (i) een bestuurder wordt beloond op of boven het bedrag dat nodig is om hem te behouden, (ii) zijn contract regelingen bevat die hem aanzetten de waarde van de onderneming te vergroten en (iii) regelingen worden vermeden die ertoe kunnen bijdragen dat de waarde van de onderneming wordt gereduceerd. De bezoldigingspraktijk ziet er echter geheel anders uit. De wijdverspreide aanwezigheid van voor de onderneming inherent nadelige vormen van bezoldiging en verstorende prikkels zijn op grond van het armlengte afstand model niet te verklaren.³² De managerial powertheorie kan wel dienen als verklaring voor deze praktijken. Bebchuk en Fried komen verder met diverse empirische onderzoeken waaruit blijkt, dat CEO's een hogere bezoldiging ontvangen wanneer zij beter worden beschermd en minder tegenstand krijgen, kortom, wanneer zij meer invloed hebben binnen de onderneming.³³

146. Camouflage

Als laatste wijzen Bebchuk en Fried ter ondersteuning van de managerial powertheorie op de verschillende manieren waarop de bezoldiging van bestuurders 'gecamoufleerd' wordt. Volgens de auteurs is er een grens met betrekking tot het toekennen van genereuze bezoldigingspakketten door commissarissen aan bestuurders. Deze grens wordt aangegeven door de 'outrage constraint' ofwel de publieke woede. De ware kosten voor het accepteren van bezoldigingspakketten zowel voor de bestuurders als de commissarissen hangen dus niet zozeer af van hoe kostbaar de beloningsafspraken zijn voor de aandeelhouders, maar hoe kostbaar de beloningsafspraken zijn vanuit *de perceptie* van de aandeelhouders en (in het verlengde daarvan) de rest van de samenleving. Omdat de perceptie van buitenstaanders van belang is, hebben de ontwerpers van de bezoldigingspakketten een prikkel om onduidelijkheid te laten bestaan over (i) de totale bezoldiging van een bestuurder en (ii) de mate waarin de structuur van de bezoldiging afwijkt van de belangen

32 Bebchuk & Fried 2004, p. 18-20.

33 Uit de verschillende empirische onderzoeken die Bebchuk en Fried in hun boek aanhalen, blijkt onder andere dat CEO's een hogere bezoldiging krijgen, als al het andere gelijk is, wanneer de 'board' groter is, de non-executive benoemd is door de CEO, er geen 5% 'outside blockholder' is, er minder 'pressure-resistance' is van institutionele beleggers en de vennootschap een beschermingsconstructie achter de hand heeft om een overname tegen te kunnen gaan.

van de aandeelhouders en de onderneming.³⁴ De diverse vormen van bezoldiging die in de praktijk worden gebruikt, kunnen simpelweg niet verklaard worden op grond van een model waar wordt uitgegaan van armlengte onderhandelingen in het belang van de onderneming. De managerial powertheorie en de daaruit voortvloeiende behoefte om de bezoldiging van de bestuurders te camoufleren biedt wel een verklaring voor deze voor de onderneming ongunstige beloningsvormen.

147. Managerial power in Nederland

Door aanhangers van de optimaal contracttheorie in Nederland wordt veelal verkondigd dat de managerial powertheorie niet van toepassing is op ons systeem en louter een Amerikaans of Anglo-Saxisch probleem is. Ter onderbouwing van deze stelling wordt aangedragen dat zowel het niveau als de structuur van de beloning in Nederland aanzienlijk verschilt van het niveau en de structuur in de VS.³⁵ Tevens zijn er andere juridische omstandigheden aan te wijzen, zoals het one-tier model in de VS en het two-tier model in Nederland.³⁶

Er is tot op heden weinig onderzoek verricht naar het belang van de managerial powertheorie voor de bezoldigingspraktijken in Nederland. De onderzoeken die naar deze theorie binnen de Nederlandse context zijn verricht, wijzen echter uit dat de managerial powertheorie ook voor Nederland van belang is. Uit het onderzoek van Cornelisse, Duffhues en Kabir komt naar voren dat de beloningspraktijk van topmanagers volgens hun regressieanalyse niet in overeenstemming is met de optimaal contracttheorie. De gevonden coëfficiënten waren in geen enkel geval significant waardoor geen robuuste ondersteuning voor de optimaal contracttheorie in Nederland kan worden aangenomen. De managerial powertheorie, daarentegen, was niet in strijd met de data.³⁷

Ook Cardinaels en van de Wouw vinden in hun onderzoek aanwijzingen voor de aanwezigheid van het managerial powerprobleem bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Uit hun onderzoek blijkt dat bestuurders gemiddeld fors meer

34 Bebhuk & Fried 2004, p. 64/65.

35 In de VS liggen de bezoldigingsniveaus een stuk hoger dan in Nederland. Daarnaast bestaat de bezoldiging van bestuurders in de VS uit een substantieel groter deel uit variabele beloning dan in Nederland. Murphy heeft overigens geprobeerd aan te tonen dat het niveau niets eens zo heel veel verschilt, zie Fernandes e.a. 2009.

36 De VS kent een one-tier board waardoor executives en non-executives samen in hetzelfde orgaan zitten. Door de nauwere samenwerking zou de managerial power gevoed worden. In Nederland kennen we het two-tier systeem waardoor er een grotere afstand bestaat tussen de commissarissen en de bestuurders.

37 Cornelisse, Duffhues & Kabir 2005, p. 393.

verdienen bij ondernemingen waar commissarissen onverklaarbaar hoge vergoedingen ontvangen. De resultaten van deze bedrijven blijven bovendien achter.³⁸

Naast bovengenoemde onderzoeken lijkt het niet voor de hand te liggen dat commissarissen in Nederland wel immuun zijn voor de verschillende menselijke tekortkomingen die door Bebchuk en Fried worden aangedragen ter ondergraving van de optimaal contracttheorie. Daarnaast geldt ook in Nederland dat commissarissen geconfronteerd worden met een beperking in tijd en informatie. Het is dan ook niet aannemelijk dat de situatie (en de commissarissen) in Nederland dusdanig anders is (zijn), zodat er hier geen plaats zou zijn voor de managerial powertheorie.

148. Kritiek op de managerial powertheorie

Hoewel vanuit financieel-economische hoek kritiek is geuit op de managerial powertheorie, blijft de meeste kritiek beperkt tot achterhoedegevechten.³⁹ In zijn artikel over het academische debat tussen de financieel economen die de officiële visie verdedigen en Bebchuk en Fried schrijft Bratton:

“Both sides score points in this back and forth. But significant concessions have been accreting on the defensive side. There results a clear victory for Bebchuk and Fried. They win the match when the defense acknowledges that management power matters.”⁴⁰

Tegenwoordig bestaat er zelfs onder de meest geduchte verdedigers van de optimaal contracttheorie consensus dat de managerial powertheorie een rol speelt bij het vaststellingsproces van de bezoldiging van bestuurders.⁴¹ Ook de Nederlandse

38 Cardinaels & Van de Wouw 2011, p. 342-351. Uit een eerder internationaal onderzoek van Cardinaels bleek al dat er een verband is tussen onverklaarbaar hoge vergoedingen voor commissarissen – gezien de omvang en prestaties van het bedrijf – en relatief riant bedragen voor de topman. Eenzelfde verband bleek ook in Nederland aanwezig te zijn.

39 Zie onder meer Holmström & Kaplan 2003; Core, Guay & Thomas 2005; Hall & Murphy 2003; Kevin Murphy, *Explaining Executive Compensation*. Zie voor een overzicht Bratton 2005.

40 Bratton 2005, p. 3.

41 Zie bijvoorbeeld het artikel van Murphy 2012, p. 139 waarin Murphy toegeeft dat managerial power een rol speelt bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders: “There is [...] little doubt that – while CEOs are never explicitly involved in setting their own pay (even those sitting on their own compensation committees) – CEOs have subtle ways of influencing the compensation committee and the pay-setting process.” Opmerkelijk is overigens dat Murphy aanvaardt dat managerial power een rol speelt en ter onderbouwing vervolgens naar een artikel van zichzelf in 1999 verwijst (noot 161, p. 139): “For example, Murphy (1999) observes that while ‘outside board members approach their jobs with diligence, intelligence, and integrity ... judgment calls tend systematically to favor the CEO’. Faced with a range of market data on competitive pay levels, committees tend to error on the high side. Faced with a choice between a sensible compensation

wetgever lijkt de managerial powertheorie in het achterhoofd te hebben bij het ontwerpen van diverse bezoldigingsregels.⁴²

Ook vanuit de kant van de aandeelhouders komt steeds vaker de kritiek dat het vaststellingsproces van de bezoldiging van bestuurders niet geheel op armlengte afstand verloopt. Warren Buffet sprak in 2009 tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders over de macht van de bestuurder als volgt:

“The CEO has had too much say in determining their compensation. [...] these people [CEOs ECHJL] aren’t looking for Dobermans; they’re looking for cocker spaniels. It’s been a system that the CEO has dominated. In my experience, boards have done little in the way of thinking through as an owner what they ought to pay these people.”⁴³

Desalniettemin is een belangrijk kritiekpunt overeind gebleven waarop de aanhangers van de managerial powertheorie geen sluitend antwoord hebben. Vanaf de jaren ’90, wanneer de meest progressieve toename van de bezoldiging wordt ingezet, zijn juist verschillende corporate governance mechanismen ingevoerd die de macht van de bestuurder moeten beperken. Sinds de erkenning van de managerial powertheorie zijn er wederom verschillende hervormingen doorgevoerd om de invloed van de bestuurder tegen te gaan. Ondanks deze hervormingen is de continue stijging van de bezoldiging van bestuurders geen halt toegeroepen.⁴⁴

plan and a slightly inferior plan favored by the CEO, the committee will defer to management. Similarly, faced with a discretionary choice on bonus-pool funding, the committee will tend to over- rather than under-fund.” Zie tevens p. 156 waar hij het belang van managerial power onderkent: “Indeed, what makes CEO pay both interesting and complicated is the fact that the efficient contracting, managerial power, and political paradigms co-exist and interact.”

42 Zie hierover randnummer 140.

43 Liz Wolgemuth, Warren Buffet on Executive Compensation, U.S. News and World Report, 4 mei 2009, (te raadplegen op <http://money.usnews.com/money/blogs/the-inside-job/2009/05/04/warren-buffet-on-executive-compensation> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

44 Murphy schrijft hierover: “However, as emphasized by Holmstrom and Kaplan (2003) and Frydman and Jenter (2010), there is no evidence that boards have become weaker or more captive over time. Indeed, every measure of board independence has improved since the mid-1980s.” Murphy, 2012, p. 139; Zie voor eerdere uitingen die betrekking hebben op deze kritiek naast de twee artikelen die Murphy noemt: Murphy 2002, p. 852: “This trend towards more independent boards, coupled with the simultaneous escalation in CEO pay seems directly inconsistent with the hypothesis that CEO pay patterns and practices are driven by managerial power considerations”; Thomas 2004: “All available evidence seems to show independent directors getting stronger and more numerous, CEO tenure declining and CEO turnover increasing during the same time period.”

“Why did the problems with executive pay arise in the 1990s, but not earlier? If anything, executives seem to have been robbed of some of their power since the 1980s... The power theory on its own fails the timing test”.⁴⁵

Hoewel de managerial powertheorie een belangrijke bijdrage heeft geleverd aan de ontmaskering van de officiële visie als heersende leer en in het bijzonder aan het blootleggen van de zwakheden van het onderhandelingsproces tussen de commissarissen en de bestuurders, lijkt zij geen volledige verklaring te kunnen geven voor de continue stijging van het bezoldigingsniveau. De managerial powertheorie geeft dus wel een indicatie dat bestuurders te veel betaald krijgen, maar kan geen sluitend antwoord geven op de precieze problematiek rondom de totstandkoming van de bezoldiging van bestuurders.

⁴⁵ Holmström 2005.

Een institutionele analyse over de hoogte

15.1 Het vaststellingsproces

149. Een schets van het vaststellingsproces in de praktijk

Het feit dat de heersende theorieën omtrent de vaststelling en stijging van de bezoldiging van bestuurders geen sluitende verklaring kunnen bieden, dwingt tot een meer institutionele benadering om de oorzaak van de stijging van de bezoldiging te verklaren en te onderzoeken of onregelmatigheden aan deze stijging ten grondslag liggen.¹ Daarbij zal specifiek gekeken worden naar het vaststellingsproces in de praktijk en de wijze waarop de raad van commissarissen de onderhandelingen over de ex ante bezoldiging met de bestuurder aangaat.

Hoewel de bezoldigingsniveaus en -structuren per land verschillen, blijkt de wijze van totstandkoming van de bezoldiging bij beursgenoteerde ondernemingen in zowel de Verenigde Staten als in het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Nederland in grote mate overeen te komen. Deze wijze van totstandkoming zorgt ervoor dat de hoogte van de bezoldiging, in plaats van gebaseerd te zijn op fundamentele economische waarden, wordt bepaald op basis van de normatieve praktijk. Opvallend is, dat de bezoldiging derhalve grotendeels niet gerelateerd is aan de (traditionele economische) marginale waarde van de bestuurder, maar afhangt van hetgeen door de raad van commissarissen als een eerlijke, redelijke en noodzakelijke bezoldiging wordt gezien.²

1 De institutionele aanpak wordt onder meer beoefend door DiPrete, Eirich & Pittinsky 2010, p. 1671-1712. Zij beargumenteren dat het overbetalen van bestuurders op basis van de managerial powertheorie de hoogte van de bezoldiging van andere ondernemingen beïnvloedt doordat het verspreid wordt door het wijdverbreide gebruik van benchmarks. Zie tevens Wade, Porac & Pollock 1997, over de manieren waarop de remuneratiecommissies de bezoldigingspraktijken rechtvaardigen aan aandeelhouders. Zie voor het meest baanbrekende onderzoek waarop een belangrijk deel van dit hoofdstuk is gebaseerd: Elson & Ferrere 2012.

2 Elson & Ferrere 2012, p. 7.

150. Selectie van een potentiële bestuurder

Het is de taak van de raad van commissarissen – en in het bijzonder van de selectie- en benoemingscommissie – om de vacature van een bestuurdersfunctie in te vullen.³ De eerste stap in dat proces is het ontwerpen van een profielschets waaraan een mogelijke kandidaat moet voldoen. Nadat de selectie- en benoemingscommissie een long list heeft opgesteld, wordt deze gereduceerd tot een short list van personen die volgens de selectie- en benoemingscommissie in aanmerking komen voor de bestuursfunctie. Aan de hand van deze short list worden er door de raad van commissarissen gesprekken aangegaan met potentiële kandidaten. Na verschillende gesprekken gaat de raad van commissarissen verder met één kandidaat voor de functie.⁴

Bij het selectieproces speelt de bezoldiging van de toekomstige bestuurder – behoudens een plafond welke wordt bepaald door hetgeen in het algemeen betaalbaar is – geen belangrijke rol. De primaire taak van de raad van commissarissen is het vinden van de juiste bestuurder. Pas op het moment dat de kandidaat de functie (in beginsel) aanvaardt, breekt de volgende fase van het selectie- en benoemingsproces aan, namelijk de onderhandelingen met de potentiële bestuurder over zijn bezoldiging.⁵ Het is in de meeste gevallen de potentiële bestuurder die in één van deze latere gesprekken een looneis op tafel legt. Vervolgens worden de onderhandelingen aangegaan met de verstandhouding dat beide partijen er in beginsel uit zullen komen. Doordat de bestuurder met een eerste looneis komt, lijkt de onderhandelingsruimte voor de raad van commissarissen beperkt. Deze onderhandelingsruimte wordt verder beperkt doordat degene, met wie de beloningsonderhandelingen worden gehouden, in beginsel de enig overgebleven kandidaat is.⁶

“Negotiations over pay typically begin only after the favored candidate is identified and told that he or she is to be the new CEO. Indeed, many times negotiations are still ongoing when the appointment is announced publicly. At this point the board is effectively locked in to the particular candidate CEO, which dramatically shifts the bargaining power to the seller (the candidate) rather than the buyer (the firm). This procedure is a reasonable

3 In de praktijk valt de remuneratiecommissie bij verschillende beursgenoteerde ondernemingen samen met de selectie- en benoemingscommissie (vaak de ‘remuneration- and nomination committee’ genoemd).

4 Schwab & Thomas 2006, p. 236.

5 Khurana beschrijft het proces waarbinnen het aantal CEO-kandidaten wordt gereduceerd tot een enkel individu. Vervolgens worden met dat individu de contractonderhandelingen gevoerd met de stellige intentie deze persoon vast te leggen. Khurana 2002b, p. 240-262; Khurana 2002a.

6 Schwab & Thomas 2006, p. 236.

way to identify top candidates when ‘price’ is not an issue, but is clearly a recipe for systematically paying too much for managerial talent.”⁷

151. Het vaststellen van het bezoldigingspakket

Het is vervolgens aan de raad van commissarissen om, voordat hij de onderhandelingen over de bezoldiging daadwerkelijk aangaat, namens de vennootschap een bezoldigingspakket op te stellen en een ex ante bezoldigingsniveau vast te stellen. Het opstellen van de individuele bezoldiging wordt binnen de raad van commissarissen in de regel overgelaten aan de remuneratiecommissie.⁸ Bij het opstellen van de individuele bezoldiging van bestuurders dient de vennootschap rekening te houden met het bezoldigingsbeleid dat is goedgekeurd door de algemene vergadering van aandeelhouders.⁹

152. Een lastige taak met een eenvoudige oplossing

De remuneratiecommissie staat dus voor de lastige taak te bepalen hoe hoog de bezoldiging van bestuurders ex ante – behoudens de exacte uitkomst van de toegekende variabele beloning – moet zijn. Welke bezoldiging is voor de desbetreffende bestuurder gerechtvaardigd? Moet de remuneratiecommissie kijken naar belangrijke indicatoren die gebruikelijk zijn op de arbeidsmarkt, zoals ervaring, leeftijd, opleiding of behaalde successen?¹⁰ Moet de commissie ook rekening houden met de complexiteit van de functie, de omvang van de onderneming of het aantal werknemers? Moet ook de niet-financiële beloning die de functie met zich brengt meegenomen worden? En, zo ja, hoe moet de remuneratiecommissie deze verschillende factoren waarderen en waar baseert zij dat op? Of maakt de

7 Murphy 2012, p. 140.

8 De meeste beursgenoteerde ondernemingen hebben een remuneratiecommissie die zich bezighoudt met het opstellen van de bezoldiging van bestuurders. In diverse landen, evenals in Nederland, is dit een expliciete best practice bepaling in de nationale corporate governance code (zie Principe 3. 2 Code 2016). De enige reden die wel wordt gegeven voor het niet instellen van een remuneratiecommissie is de beperkte omvang van de raad van commissarissen, zoals bijvoorbeeld bij TomTom in 2006. Het komt tevens voor dat de selectie- en benoemingscommissie samengevoegd is met de remuneratiecommissie of dat dezelfde commissarissen zitting hebben in zowel de selectie- en benoemingscommissie, als de remuneratiecommissie.

9 Zie hierover randnummer 361 e.v.

10 In verschillende economische theorieën gaat men ervan uit dat de raad van commissarissen rekening dient te houden met de economische marginale waarde van de bestuurder. In de praktijk blijkt bij het bepalen van de ex ante hoogte van de bezoldiging van bestuurders de marginale waarde nauwelijks tot geen rol te spelen.

commissie een inschatting over de verwachte toegevoegde waarde van de bestuurder?

Er zijn diverse (economische) theorieën ontwikkeld die betrekking hebben op dit vraagstuk.¹¹ Als we echter naar de praktijk kijken dan valt op dat veelal gebruik wordt gemaakt van een op het oog eenvoudig mechanisme om de ex ante hoogte van de bezoldiging van bestuurders te bepalen.

153. Een concurrerend bezoldigingspakket

De remuneratiecommissie wordt in de regel bijgestaan door één of meer beloningsconsultants bij het vaststellen van de bezoldiging van een nieuwe of zittende bestuurder. Door de remuneratiecommissie wordt aan deze beloningsconsultants gevraagd te helpen met het opstellen van een bezoldigingspakket dat concurrerend is in relatie tot de markt voor bestuurders. Wat wordt er betaald voor een bestuurder bij vergelijkbare ondernemingen?

Om aan deze eis te kunnen voldoen, stellen de consultants allereerst een referentiegroep – ook wel ‘peergroup’ of ‘benchmark’ – vast waarin ondernemingen worden opgenomen die op basis van verschillende (en wisselende) criteria, zoals omvang of omzet als ‘gelijk’ beschouwd kunnen worden.¹² De referentiegroep van een Nederlandse beursvennootschap bestaat veelal uit 15 tot 25 ondernemingen.¹³

Bij het vaststellen van de referentiegroep wordt niet alleen gekeken naar ondernemingen die in dezelfde industrie opereren, maar ook naar ondernemingen die geen directe concurrenten van de onderneming in kwestie zijn.¹⁴ Nederlandse beursvennootschappen kijken daarbij voornamelijk naar internationale referenten.¹⁵

11 Zie hiervoor Otten 2007. Zie Dorff 2014, Hoofdstuk 4: Market Mythology.

12 De vennootschap maakt gebruik van twee referentiegroepen. De eerste referentiegroep wordt gebruikt voor het bepalen van de bezoldiging. De tweede referentiegroep, waarin vaak andere referenten opgenomen zijn, wordt gebruikt voor het bepalen van de relatieve prestatie van de onderneming ten opzichte van deze referenten. Jaarlijks worden deze referentiegroepen geëvalueerd, verdwijnen er referenten en worden er nieuwe referenten in de referentiegroep opgenomen. In dit hoofdstuk heb ik het over de eerste referentiegroep.

13 Ter vergelijking: dit aantal schommelt in de VS tussen de 15 en 40 ondernemingen.

14 Uit onderzoek van de RUG en TowersPerrin blijkt dat in Nederland gemiddeld 27% van de ondernemingen die opgenomen worden van een andere sector zijn (‘cross sector’), 46% sector specifiek zijn en in 27% van de gevallen er sprake is van een combinatie van beide, zie Van Ees e.a. 2007, p. 52.

15 Het percentage ligt hoger dan 90%: Van Ees e.a. 2007, p. 52.

Bij het vaststellen van de referentiegroep wordt tevens in veel gevallen de input van de raad van bestuur zelf gevraagd.¹⁶

Nadat bepaald is welke referenten er opgenomen worden in de referentiegroep, wordt er door de beloningsconsultants een overzicht gemaakt van de bezoldigingsniveaus van deze referenten. Het bezoldigingsoverzicht wordt ingedeeld in verschillende percentielen, zoals de 50^{ste} (ook wel de mediaan genoemd), de 75^{ste} en de 90^{ste} percentiel.¹⁷ Het is vervolgens aan de remuneratiecommissie te kiezen op welk van deze percentielen de hoogte van de ex ante bezoldiging van het gehele bezoldigingspakket moet uitkomen. Daarbij komt het zelden tot nooit voor dat een onderneming onder de 50^{ste} percentiel – de mediaan – gaat zitten.

Als de referentiegroep en het gekozen percentiel vaststaan, gaat de remuneratiecommissie in beraad waarbij andere relevante factoren worden afgewogen, zoals de interne beloningsstructuur van een onderneming en het politieke en maatschappelijke klimaat dat er op dat moment heerst. Wat de interne beloningsstructuur betreft wordt er allereerst gekeken naar verschillen in de bezoldiging van bestuurders onderling en vervolgens naar het verschil tussen de bestuurders en de laag (of lagen) onder de raad van bestuur.¹⁸ Het politieke en sociale klimaat kan ervoor zorgen dat bijvoorbeeld ten tijde van crises meer terughoudendheid wordt betracht.¹⁹

Hoewel de interne verhoudingen weliswaar in overweging worden genomen, zijn ze niet van doorslaggevende betekenis voor het niveau van de bezoldiging van bestuurders.²⁰ Het ex ante bezoldigingsniveau wordt bij grote beursgenoteerde ondernemingen in de praktijk dus hoofdzakelijk vastgesteld op basis van de externe referentiegroep.

Nadat het bezoldigingsniveau is bepaald, wordt de structuur van de bezoldiging samengesteld. Als een eerste opzet van het bezoldigingspakket ten slotte is vormgegeven, gaat de remuneratiecommissie de onderhandelingen aan met de bestuurder. Nadat de bestuurder en de remuneratiecommissie tot een akkoord zijn gekomen over de samenstelling en ex ante hoogte van het bezoldigingspakket, dient het

16 Elson & Ferrere 2012, p. 9.

17 De 50ste percentiel wordt ook wel de mediaan genoemd. De mediaan is het midden (en niet het gemiddelde) van een overzicht. 50% van de ondernemingen bezoldigt haar bestuurder op of onder de mediaan. Het komt ook vaak voor dat het overzicht opgedeeld wordt in kwartielen.

18 Steeds vaker wordt er ook gekeken naar andere factoren zoals het verschil tussen de bezoldiging van de bestuurder en de gemiddelde werknemer. Zie in dit kader hoofdstuk 24.

19 Met name de ‘outrage constraint’ speelt daarbij een belangrijke rol. De remuneratiecommissie houdt bij het bepalen van de ex ante hoogte rekening of deze verdedigbaar is in de richting van andere *stakeholders* onder meer om reputatieschade (van de onderneming en persoonlijk) te vermijden.

20 Van Ees e.a. 2007, p. 52.

bezoldigingspakket in de regel nog officieel vastgesteld te worden door de gehele raad van commissarissen.²¹

154. In de greep van de markt?

Opvallend is, dat bekeken vanuit een institutioneel perspectief op de vaststelling van de bezoldiging, de raad van commissarissen in de greep van de markt van bestuurders lijkt te zitten. Het is dan ook niet verwonderlijk dat commissarissen het bezoldigingsproces als zodanig ervaren. Hiervoor zijn drie oorzaken aan te wijzen. Allereerst legt de bestuurder in de meeste gevallen een eerste looneis op tafel, waardoor de raad van commissarissen niet het initiatief hebben bij de beloningsonderhandelingen. Om zich hieraan te onttrekken kan de raad van commissarissen uiteraard zelf met een eerste aanbod komen, zodat het initiatief bij de vennootschap komt te liggen. Daarnaast staat de raad van commissarissen sterker in de onderhandelingen indien hij een eigen bezoldigingsideologie heeft ontwikkeld die aansluit bij de onderneming. Naarmate de eigen bezoldigingsideologie sterker verankerd is, blijft er minder ruimte over voor de bestuurder om te onderhandelen.

De onderhandelingsmacht van de beoogde bestuurder wordt daarnaast versterkt, doordat hij de enig overgebleven kandidaat is op het moment dat met de beloningsonderhandelingen wordt aangevangen. Deze gang van zaken is overigens niet geheel verwonderlijk. De primaire taak van de raad van commissarissen is immers het aantrekken of behouden van een geschikte bestuurder. Daar ligt de prioriteit van de raad van commissarissen dan ook. De prijs die voor de bestuurder betaald moet worden is, behoudens een bepaald plafond, niet van doorslaggevend belang en zeker geen reden om bepaalde geschikte kandidaten op voorhand uit te sluiten.

Dorff toont overigens aan dat de verschillende gedragsdynamieken binnen een raad van commissarissen ervoor zorgen dat commissarissen hun vermogen om vast te stellen wie de meest geschikte bestuurder is overschatten en zij er tevens van overtuigd zijn dat de door henzelf gekozen bestuurder de enig juiste is. “They overestimate their ability to tell which close contender will be the best CEO. Then, once they have persuaded themselves that one candidate is much better than the others, they pay whatever is necessary to hire their first choice. Boards do not ask CEOs to compete on price, only on perceived quality.”²²

De derde oorzaak, ten slotte, heeft te maken met het feit dat de vaststelling van de ex ante hoogte van de bezoldiging door de remuneratiecommissie bijna exclusief wordt gebaseerd op externe referentie. De interne beloningsstructuur en belonings-

²¹ Elson & Ferrere 2012, p. 10.

²² Dorff 2014, Hoofdstuk 8: Preditability Mythology.

verhoudingen spelen slechts een marginale rol.²³ Deze externe referentie is de belangrijkste reden waarom de raad van commissarissen in de greep van de markt van bestuurders lijkt te zitten. Door het ex ante bezoldigingsniveau af te laten hangen van een benchmark worden de beloningsniveaus van andere ondernemingen leidend voor het bepalen van de hoogte van de beloning van de eigen bestuurder. Er zijn verschillende argumenten voor het gebruik van referentiegroepen. Tegelijkertijd is er ook veel kritiek op de nadruk die ondernemingen leggen op externe referentie bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders.

15.2 Rechtvaardiging van het benchmarkproces

155. Benchmarks

Bij het bespreken van de argumenten voor het gebruikmaken van referentiegroepen is het van belang onderscheid te maken tussen twee verschillende vormen van benchmarks. De eerste vorm van benchmarks heeft betrekking op het verkrijgen van een overzicht van de verschillende bezoldigingsniveaus die worden betaald bij referenten. Op basis van deze vorm wordt de ex ante bezoldiging bepaald. Daarnaast bestaat een tweede vorm van benchmarks, die wordt gebruikt om de relatieve prestatie van de onderneming te meten.²⁴ In het onderstaande zal ik mij beperken tot de eerste vorm van benchmarks.²⁵

Opvallend is, dat voor de vaststelling van de hoogte van de bezoldiging vaak een andere referentiegroep wordt gebruikt dan voor het vaststellen van de prestatie van de onderneming. De beloningsconsultant en criticaster Graef Crystal schrijft in zijn boek ‘In Search of Excess’ uit 1991 al over de wijze waarop beloningsconsultants referentiegroepen gebruiken om een bepaalde vooraf overeengekomen hoogte van de bezoldiging te rechtvaardigen. Over het gebruiken van twee verschillende referentiegroepen voor het bepalen van de hoogte en het bepalen van de relatieve prestatie van de onderneming schrijft hij:

“Then the comparisons that ‘come out right’ – i.e., show that the company is indeed an above-average performer – will be trotted in front of the compensation committee to justify the above-average pay. It never seems to bother anybody that the companies

23 De laatste paar jaren is wel meer aandacht gekomen voor de interne beloningsverhoudingen. Ik kom hierover uitgebreid te spreken in onder meer hoofdstuk 24.

24 Deze vorm van benchmarks kwam reeds aan bod in randnummer 93. De prestatie van de onderneming wordt vergeleken met de prestaties van vergelijkbare ondernemingen, om zodoende tot een relatieve ondernemingsprestatie te komen waarvan (een deel van) de variabele beloning van bestuurders af zal hangen.

25 Het eerste kritiekpunt dat aan bod komt ziet overigens op beide vormen van benchmarks.

on which the performance comparisons are based may not be the same as the companies on which the pay comparisons are based.”²⁶

156. Opportunity costs en efficiënte marktwerking

Sinds de crisis wordt meer dan voorheen de nadruk gelegd op de interne verhoudingen binnen een onderneming bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders. Desalniettemin wordt de vaststelling van de ex ante hoogte van de bezoldiging door de remuneratiecommissie nog steeds bijna exclusief gebaseerd op externe referentie. Er zijn verschillende argumenten voor de belangrijke rol van de referentiegroep bij het bepalen van het bezoldigingsniveau.

Het eerste argument steunt op de overtuiging die in het algemeen bij commissarissen heerst dat zij een bestuurder genoeg moeten betalen, omdat hij anders niet komt of vertrekt. Ten grondslag aan deze gedachte ligt de theorie van de ‘opportunity cost’. De bestuurder heeft naast het vervullen van zijn bestuursfunctie andere opties: bijvoorbeeld om voor zichzelf te beginnen of om bij een andere (beursgenoteerde) onderneming een bestuursfunctie te gaan vervullen. Zolang deze alternatieven minder aantrekkelijk zijn dan de voordelen van zijn huidige functie zal de bestuurder blijven zitten waar hij zit. De theorie van de opportunity costs stelt dat bij het vormgeven van de bezoldiging van de bestuurder rekening gehouden dient te worden met de inkomsten die hij kan genereren bij het beste alternatief.²⁷ Door te benchmarken wordt de raad van commissarissen in staat gesteld de alternatieve bezoldigingsmogelijkheden bij het vaststellen van de bezoldiging van de bestuurder mee te nemen. De alternatieven van bestuurders geven aldus een rechtvaardiging voor het gebruiken van een referentiegroep en daarmee van de gekozen hoogte van de bezoldiging. Het kunnen rechtvaardigen van de hoogte van de bezoldiging geldt niet alleen ten opzichte van aandeelhouders en andere stakeholders, maar helpt de raad van commissarissen tevens tijdens de onderhandelingen over de bezoldiging met een bestuurder.

26 Crystal 1991b, p. 14 en 15. Hier is overigens wel een verklaring voor te bedenken. De relatieve prestatie kan afhangen van de directe concurrenten, dus de referenten uit dezelfde industrie. Als echter wordt aangenomen dat iedere bestuurder bij iedere beursgenoteerde onderneming aan de slag kan, dan zal de hoogte van de beloning afhankelijk zijn van een benchmark waarin ook ondernemingen, die buiten de eigen industrie komen, zijn opgenomen. Zie voor het benchmarken voor relatieve ondernemingsprestatie randnummer 93.

27 Zie onder andere Gomez-Mejia & Wiseman 1997, p. 349/350. Uiteraard spelen, naast de inkomsten van het alternatief, ook andere zaken een rol zoals locatie, uitdaging, status, etc. waar een bestuurder zijn keuze om te blijven of te vertrekken vanaf zal laten hangen.

157. De signaalfunctie van bezoldiging: waardering en ambitie

Het tweede argument vloeit voort uit het feit dat benchmarken de afgelopen decennia de praktijk is en heeft te maken met het signaal dat de hoogte van de bezoldiging afgeeft aan zowel de bestuurder als de aandeelhouders. De raad van commissarissen heeft niet zonder reden de persoon in kwestie uitgekozen om zitting te nemen in het bestuur. Door de bezoldiging vast te stellen op of boven de mediaan wordt door de raad van commissarissen het signaal afgegeven dat hij een persoon heeft aangesteld die door de raad van commissarissen wordt beschouwd als de juiste (lees: de beste en in ieder geval bovengemiddelde) bestuurder.²⁸ Kiest de raad van commissarissen ervoor een bestuurder onder de mediaan te bezoldigen, dan geeft hij een negatief signaal af, zowel aan de bestuurder als aan de aandeelhouders. De raad van commissarissen zegt daarmee min of meer dat hij een middelmatige bestuurder heeft aangetrokken, hetgeen direct weerslag heeft op zijn eigen functioneren. Dit signaal is niet alleen uiterst negatief, zowel naar de bestuurder als naar de aandeelhouders, maar strookt evenmin met de natuurlijke behoefte van de raad van commissarissen om de bestuurder een redelijke bezoldiging te geven. Doordat benchmarken de norm is, wordt hetgeen redelijk is vastgesteld door te kijken naar de beloning die wordt betaald voor andere bestuurders. Als een raad van commissarissen dus waardering wil uitspreken jegens de bestuurder door hem een redelijk bezoldiging in het vooruitzicht te stellen, dan zal de raad van commissarissen deze bezoldiging af moeten laten hangen van externe referentie.

Daarnaast zegt de mogelijke hoogte van de variabele beloning iets over de ambitie van de onderneming. Hoe hoger het percentiel waarbij wordt aangesloten, des te ambitieuzer de onderneming is. Een onderneming die de ambitie heeft om succesvoller te zijn dan haar referenten, kan zich niet permitteren haar bestuurders onder de mediaan van de benchmark te belonen.²⁹

158. De visie van de bestuurder: rechtvaardiging en status

“A wealthy man is one who earns \$100 a year more than his wife’s sister’s husband.”
(H.L. Hencken)

Ook bestuurders verwachten dat hun beloning op hetzelfde niveau ligt als dat van hun directe peers. Het gaat de bestuurder, evenals de gewone werknemer, in de meeste gevallen niet om de absolute hoogte van de bezoldiging. Zo komt uit

28 Zie over de sociaal psychologische processen waardoor een raad van commissarissen overschat dat de door hem gekozen kandidaat de beste is: Dorff 2014, Hoofdstuk 8: Predictability Mythology.

29 Winter 2010, p. 7. Zie ook Dorff 2014, p. 71 t/m 73.

onderzoek zelfs naar voren dat mensen een inkomen van \$50.000 verkiezen als de overige mensen gemiddeld \$25.000 ontvangen, boven een inkomen van \$100.000 als de andere mensen \$200.000 aan inkomsten genieten.

Layard verwijst in dit kader naar een kort verhaaltje over een Russische boer wiens buurman een koe heeft. “When God asks how He can help, the peasant replies, ‘Kill the cow.’”³⁰

Mensen prefereren dus een lager absoluut inkomen indien hun relatieve inkomen in vergelijking met hun peers verbetert.³¹ De mens heeft de neiging zijn beloning als rechtvaardig te bestempelen afhankelijk van de relatieve waarde die hij zijn beloning toedicht. Een bestuurder is daarin niet anders.

“Though retention and market needs are most often cited as justification for the use of benchmarking, its most essential use is merely to satisfy an executive’s desire to be rewarded as well as his or her peer CEOs.”³²

Daar komt bij dat in de huidige financieel gedreven wereld de sociale status van een bestuurder wordt afgemeten aan zijn positie in de jaarlijkse beloningsoverzichten. Een hogere bezoldiging signaleert een hogere status. Hierdoor neemt het belang dat bestuurders stellen in een hogere bezoldiging dan hun peers toe.

Deze hang naar status is overigens een probleem op zich. Zoals Layard aangeeft:

“[T]he desire for status is natural. But it creates a massive problem [...], for the total amount of status available is fixed. [...] If my score improves, someone else’s deteriorate. My gain is his loss. In jargon, we are engaged in a zero-sum game [...]. As Gore Vidal once put it: ‘It is not enough to succeed; others must fail’”³³

Daar komt bij dat mensen niet in staat blijken te zijn een reëel beeld te vormen van hun eigen positie ten opzichte van hun peers.³⁴ De meeste van ons lijden aan het ‘above-

30 Layard 2005, p. 45. Zie ook de opmerking: “O.K., if you can’t see your way to giving me a pay raise how about giving Parkerson a pay cut?”, Layard 2005, p. 40.

31 Layard 2005, p. 41. Zie Solnick & Hemenway 1998, p. 373-383.

32 Elson & Ferrere 2012, p. 38.

33 Layard 2005, p. 150/151.

34 “People seem to be so imperfect in appraising themselves and their abilities. Perhaps the best illustration of this tendency is the ‘above-average effect’, or the tendency of the average person to believe he or she is above average, a result that defies the logic of descriptive statistics.” Kruger & Dunning 1999, p. 1122.

average-effect'.³⁵ Binnen een groep ziet het merendeel van de personen zichzelf als bovengemiddeld, terwijl dit statistisch gezien uiteraard onmogelijk is. Zo volgt uit onderzoek dat 94% van de professoren van mening is, dat zij in verhouding tot hun mede-professoren een hoger dan gemiddeld IQ hebben.³⁶ De verwachting is derhalve gerechtvaardigd dat een bestuurder zichzelf in beginsel zal inschatten als bovengemiddeld ten opzichte van zijn peers.³⁷

De huidige praktijk om te benchmarken bij het vaststellen van de bezoldiging heeft ervoor gezorgd dat bestuurders hun blik extern wenden voor het zoeken van hun peers. Bij salarisonderhandelingen worden bestuurders in de regel bijgestaan door beloningsconsultants waardoor zij op de hoogte zijn van de verschillende bezoldigingsniveaus. Daarnaast zorgt de huidige (verplichte) transparantie over bestuurdersbeloningen ervoor dat de bestuurder in de media jaarlijks geconfronteerd wordt met de rang die hem dat specifieke jaar toekomt. Hierdoor is voor de bestuurder het belang toegenomen dat hij bezoldigd wordt op basis van een benchmark en hetzelfde (of meer) ontvangt als zijn peers. Zowel de perceptie van de bestuurder op wat een rechtvaardige beloning is, als zijn status hangt immers af van hetgeen zijn peers ontvangen. Wordt de bestuurder naar zijn mening te laag bezoldigd, dan kan dit ervoor zorgen dat hij zich ondergewaardeerd voelt en gedemotiveerd raakt. Door op of boven de mediaan van de peergroep te bezoldigen wordt dit vermeden.

159. Een overzichtelijke en geaccepteerde oplossing

Naast bovengenoemde argumenten is er nog een laatste reden voor het gebruiken van referentiegroepen om de ex ante bezoldiging van bestuurders te bepalen. Benchmarken is een eenvoudig mechanisme om de hoogte van de bezoldiging vast te stellen waarbij tevens aangesloten wordt bij de wijze waarop de bezoldiging bij andere lagen binnen de onderneming wordt vastgesteld. De raad van commissarissen – en in het bijzonder de remuneratiecommissie – staat voor een bijzonder lastige taak om een juist bezoldigingsniveau te bepalen. Door te kiezen voor het gebruiken van een referentiegroep en aan te haken bij de mediaan van de bezoldigingsniveaus van deze referentiegroep wordt de commissarissen een hoop moeite

35 Het above-average effect wordt ook wel het 'better-than-average' of het 'illusory superiority effect' genoemd. Zie over dit effect in het bijzonder Kruger & Dunning 1999, p. 1121-1134.

36 Zie voor dit voorbeeld en andere voorbeelden in het onderwijs Cross 1977, p. 1-15.

37 Uit diverse onderzoeken blijkt dat bijna niemand zichzelf een plek onder de mediaan toebedeelt als men vergeleken wordt met zijn peers. Zie hierover onder meer Baker, Jensen & Murphy 1988.

bespaard.³⁸ Vervolgens dient immers ook nog de structuur van de bezoldiging te worden vormgegeven, waardoor het vaststellingsproces bepaald geen sinecure is.

15.3 Kritiek op de praktijk van het benchmarken

“I know I’m overpaid, but this benchmark shows that I’m not overpaid enough!”³⁹

160. ‘Manipulatie’ van de referentiegroep

De primaire kritiek op benchmarken heeft betrekking op de samenstelling van de referentiegroep. De referenten die opgenomen worden in de benchmark zijn logischerwijs bepalend voor het bezoldigingsniveau van de mediaan en de overige percentielen. De keuze voor het wel of niet opnemen van ondernemingen in de referentiegroep heeft dus een aanmerkelijke invloed op de bezoldiging van de bestuurder.

Het grote aantal verschillende variabelen dat wordt gebruikt voor het selecteren van referenten versterkt de kwetsbaarheid van het proces en laat ruimte voor manipulatie. De meest gebruikte variabelen zijn omzet, marktkapitalisatie en assets, maar allerlei andere variabelen kunnen ook gebruikt worden. Hierbij moet ruim worden gedacht; van het aantal werknemers tot aan het hebben van een gelijke ‘reputatie’ of ‘complexiteit’. Ook kan gekozen worden voor meer globale variabelen waardoor een onderneming kan worden geselecteerd, omdat deze in dezelfde industrie opereert of haar hoofdkantoor in dezelfde stad heeft.⁴⁰ De afwezigheid van objectieve standaarden komt weliswaar maatwerk ten goede, maar vergroot de kans op ‘cherry-picking’ om een bepaald bezoldigingsniveau te rechtvaardigen.⁴¹ Het proces rondom het samenstellen van de referentiegroep is derhalve in de kern kwetsbaar voor eventuele manipulatie door de beloningsconsultant en/of

38 Elson en Ferrere gebruiken als voorbeeld het bepalen van de hoogte van de fooi van een taxichauffeur. In een dergelijk geval wordt ook geen uitgebreide analyse gemaakt over hoeveel fooi de taxichauffeur verdient – nam hij de beste route, was hij aardig, hadden we een leuk gesprek – we gebruiken een vuistregel: als we tevreden zijn dan ronden we het bedrag naar boven af en gooien we er een euro bovenop. Een gemakkelijke oplossing voor een moeilijke rekensom.

39 Winter verwijst in zijn artikel ‘Corporate Governance Going Astray: executive remuneration build to fail’ naar deze uitspraak die gedaan zou zijn door een Duitse bestuurder. Winter 2010.

40 Zie onder andere Cheng 2011, p. 3 en 4; Crystal 1991b, p. 14.

41 Zie onder andere Faulkender & Yang 2010, p. 257-270.

de remuneratiecommissie.⁴² Omdat bij het samenstellen van de referentiegroep in de meeste gevallen de mening van de bestuurder zelf wordt gevraagd, ligt manipulatie door de bestuurder tevens op de loer.

“Determining CEO compensation is the responsibility of the board of directors’ compensation committee. One input into the determination of executive pay is a set of peers used to benchmark executive compensation. These peers are usually suggested by the compensation committee, often under the guidance of a compensation consulting firm. [...] executives typically review and provide feedback on the choice of peers, part of which may include executives’ views on peers that should be excluded as well as those peers that should be added to the final set.”⁴³

Bij het woord ‘manipulatie’ moet overigens niet alleen gedacht worden aan kwade opzet. De mens is veelal geneigd zichzelf hoger aan te slaan en zich te meten aan degenen die boven hem staan. In de gedragswetenschappen is ‘overplacement’ dan ook een bekend fenomeen.⁴⁴ Eenzelfde ‘bias’ lijkt ook te spelen bij het selecteren van referenten.⁴⁵ Verschillende onderzoeken wijzen dan ook uit dat ondernemingen eerder geneigd zijn referenten te selecteren met een hoger bezoldigingsniveau.⁴⁶

“[...] we find that firms appear to select highly paid peers to justify their CEO compensation and this effect is stronger in firms where the compensation peer group is smaller,

42 Dat de keuze voor een bepaalde beloningsconsultant uit zou kunnen maken komt onder meer naar voren uit het onderzoek van Faulkender en Yang. In een eerdere versie van hun artikel ‘Inside the black box’ (2009) concluderen zij: “Firms appear to select highly paid peers to justify greater CEO compensation and this effect is strongest in firms where [...], and when Towers Perrin is the firm’s compensation consultant.”

43 Albuquerque, De Franco & Verdi 2013; Zie tevens Reda, Reijer & Thatcher 2007.

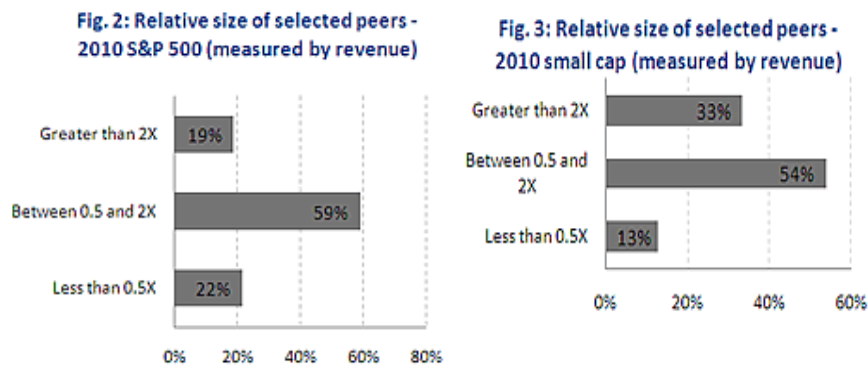
44 Zie Bazerman & Moore 2012, p. 26.

45 Zie de conclusie van Bizjak e.a.: “Although firms generally select compensation peers based on characteristics that reflect the labor market for managerial talent, we find evidence that the selected peers are chosen in a manner that biases compensation upward”: Bizjak, Lemmon & Nguyen 2009.

46 Zie o.a. het rapport van de Institutional Shareholder Services (ISS/ICS): Cheng 2011; Pittinsky & DiPrete 2011; het rapport van de Investor Responsibility Research Center (IRRC): Compensation Peer Groups at Companies with High Pay, IRRC, juni 2010, p. 10; Faulkender & Yang 2010, p. 257-270; Bizjak, Lemmon & Nguyen 2009; Porac, Wade & Pollock 1999, p. 112-144. Albuquerque e.a. vinden vergelijkbare resultaten, maar komen met een alternatieve verklaring voor het opnemen van beter betalende ondernemingen, zie Albuquerque, De Franco & Verdi 2013. Cadman en Carter vinden slechts beperkt bewijs dat ondernemingen hun referenten opportunistisch kiezen, zie Cadman & Carter 2013.

where the CEO is the chairman of the board of directors, where the CEO has longer tenure, and where directors are busier serving on multiple boards.⁴⁷

Uit onderzoek van de ISS Corporate Services in 2011 komt naar voren dat het merendeel van de ondernemingen referenten selecteert wiens omvang tussen de 0.5 en 2 maal hun eigen omvang is.⁴⁸



Figuren 4 en 5: overgenomen uit het rapport van de ISS: D. Cheng, Executive Pay Through a Peer Benchmarking Lens, ISS Corporate Services, 21 juli 2011.

People v. Grasso

Een van de meest spraakmakende zaken waarbij het referentiegroepsproces voor veel ophef zorgde, was de zaak *People v. Grasso* tegen de topman van de New York Stock Exchange.⁴⁹ Toen in 2003 de NYSE bekendmaakte dat topman Richard Grasso circa \$140 miljoen zou opstrijken, barstte er een storm van kritiek los. Eén van de redenen voor deze felle kritiek zag op de samenstelling van de referentiegroep die door de remuneratiecommissie gebruikt was om de bezoldiging van Grasso te bepalen. In deze groep zaten investmentbanks en financiële ondernemingen die velen malen groter en complexer waren dan de non-profitorganisatie van Grasso. Harvard professor Brian J. Hall werd als expert ingehuurd door attorney general Eliot L. Spitzer om de referentiegroep te onderzoeken. Uit zijn onderzoek kwam naar voren dat de ondernemingen die gebruikt werden in de referentiegroep een mediaan omzet hadden van \$26 miljard, meer dan 25 maal zoveel als de NYSE. De mediaan van de 'assets' van de ondernemingen was zelf 125 maal zo groot en de mediaan van het aantal werknemers 30 maal zo groot als

47 Faulkender & Yang 2010, p. 257-270.

48 Cheng 2011, p. 3 en 4.

49 Zie voor de belangrijkste uitspraken *People v. Grasso*, 816 NYS2d 863 (N.Y. Sup. Ct. 2006); *People v. Grasso*, No. 410620/04, 2006 N.Y.Misc. LEXIS 3023 (N.Y. Sup. Ct. Oct. 18, 2006); *People v. Grasso*, 836 NYS2d 40 (N.Y. App. Div. 2007); *People v. Grasso*, No. 120, 2008 N.Y. LEXIS 1821 (N.Y. June 25, 2008); *People v. Grasso*, No. 401620/04, 2008 N.Y. App. Div. LEXIS 5853 (N.Y. App. Div. 2008).

die van de NYSE. Saillant detail was tevens dat de bezoldiging die Richard Grasso over de periode 2000-2002 ontving (\$130,3 miljoen) ongeveer gelijk was aan het totale netto-inkomen van de NYSE over diezelfde periode (\$132,8 miljoen).

Rechter Ramos van de New York Supreme Court oordeelde dat de bezoldiging onredelijk was en Grasso het overgrote deel moest terugbetalen.⁵⁰ In hoger beroep werd Spitzer echter niet-ontvankelijk verklaard, mede omdat de NYSE zich in de tussentijd om had laten zetten in een for-profitorganisatie, waardoor Richard Grasso zijn totale bezoldiging mocht houden zonder dat er een inhoudelijke beoordeling van de redelijkheid van zijn bezoldiging aan te pas kwam.

161. Het haasje-over-effect

“A rising tide floats all boats.”

Een tweede veel gehoorde kritiek heeft betrekking op het feit dat de remuneratie-commissie altijd een bezoldigingsniveau kiest dat gelijk is aan of hoger is dan de mediaan.⁵¹ Het grote nadeel van het bezoldigen op of boven de mediaan van de gedefinieerde markt is, dat er daardoor een haasje-over-effect ontstaat.⁵² Iedere bestuurder van een referentiegroep wordt immers bezoldigd als ware hij bovengemiddeld. Aangezien maar 50% van de ondernemingen in een referentiegroep boven de mediaan bezoldigd kan worden, zal de bezoldiging van de bestuurders van de andere 50% van de ondernemingen altijd als te laag worden gezien. Dit geeft

50 *People v. Grasso*, No. 410620/04, 2006 N.Y.Misc. LEXIS 3023 (N.Y. Sup. Ct. Oct. 18, 2006).

51 In de praktijk wordt zowel bij de vaststelling van de vaste beloning als bij de vaststelling van de variabele beloning een bezoldigingsniveau gekozen. Zoals gezegd wordt zelden tot nooit bij een niveau onder de mediaan aangesloten, maar aangesloten bij een niveau op of boven de mediaan. Met name bij het vaststellen van het niveau van de variabele beloning wordt eerder naar boven toe van de mediaan afgeweken. De remuneratiecommissie kiest in een dergelijk geval voor een boven-mediaan referentieniveau (bijvoorbeeld tussen het 60ste en 75ste percentiel) om de prestatiegedrevenheid te verhogen. Hiermee wordt het ambitieniveau aangegeven. En wiens ambitie is het nu om rond de mediaan te presteren? Van Ees e.a. 2007, p. 53. Zie ook Bizjak, Lemmon & Naveen 2007, p. 2/3.

52 Internationaal wordt dit ook wel het Lake Wobegon-effect genoemd. Lake Wobegon is een fictief stadje in Minnesota (bedacht door Garrison Keillor). Het is een stadje waar “all the women are strong, all the men are good looking and all the children are above average”. Hiermee wordt gedoeld op de eerder besproken menselijke tendens om onze eigen capaciteiten en ‘successen’ ten opzichte van anderen te overschatten. Iedereen of bijna iedereen acht zichzelf ‘above average’. “Most of us have moderate to high self-esteem. Like the mythical residents of Garrison Keillor’s Lake Wobegon, we need to believe that we are above average. For example, in a survey of a million high school students, only 2 percent stated that they were below average in their leadership ability (Gilovich 1991)”, zie Aronson, Wilson & Akert 2010.

vervolgens aanleiding tot het verhogen van de bezoldiging van de ‘onderbetaalde’ bestuurders. Na verhoging van de bezoldiging van deze (voorheen onderbetaalde) bestuurders zal de bezoldiging van andere bestuurders uiteraard onder de mediaan terecht komen en dus als te laag worden aangemerkt. Als iedereen een bezoldigingsniveau boven of op de mediaan ontvangt, dan zal de bezoldiging van bestuurders dus significant en tot in het oneindige blijven toenemen.⁵³

Om het haasje-over-effect tegen te gaan is in de Code 2008 in principe II.2 opgenomen dat bij de vaststelling van de totale bezoldiging van de bestuurder de invloed ervan op de beloningsverhoudingen binnen de onderneming wordt meegewogen. Op deze wijze moet een intern anker worden toegevoegd aan een beloningsproces dat tegenwicht kan bieden aan een mogelijk haasje-over-effect. Het variabele gedeelte en het vaste gedeelte van de bezoldiging dienen in een passende verhouding te staan.⁵⁴ In de Code 2016 is deze bepaling overgenomen en hierop voortgeborduurd. Zo zijn twee bepalingen toegevoegd, op grond waarvan de raad van commissarissen bij het formuleren van het beloningsbeleid de beloningsverhoudingen binnen de vennootschap en de met haar verbonden onderneming in overweging dient te nemen, en in het remuneratierapport verslag dient te worden gedaan van de beloningsverhoudingen binnen de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, en indien van toepassing de wijzigingen in deze verhoudingen ten opzichte van het voorgaande boekjaar.⁵⁵

De Code Banken gaat in 2010 een stap verder. Om het haasje-over-effect bij financiële instellingen tegen te gaan is in de Code Banken opgenomen dat het totale inkomen van een bestuurder van een financiële instelling ten tijde van de vaststelling iets beneden de mediaan van vergelijkbare functies binnen en buiten de financiële sector ligt.⁵⁶ Als deze regel even strikt wordt toegepast als het belonen op of boven de mediaan dan zal de beloning van bestuurders bij financiële instellingen telkens afnemen en uiteindelijk in de buurt van €0 uitkomen.⁵⁷

Ook in andere landen wordt aandacht besteed aan het haasje-over-effect. Zo is in de Corporate Governance Code uit 2016 van het Verenigd Koninkrijk expliciet als (ondersteunend) principe opgenomen:

“The remuneration committee should judge where to position their company relative to other companies. But they should use such comparisons with caution, in view of the risk of an upward ratchet of remuneration levels with no corresponding improvement in corporate and individual performance, and should avoid paying more than is necessary.

53 Uiteindelijk is er een bedrijfseconomisch plafond, maar dat plafond is nog niet bereikt en als we kijken naar de bezoldigingsniveaus in landen zoals de VS, lijkt dat plafond in Nederland nog lang niet in zicht te zijn.

54 Principe II.2 evenals bpb II.2.2 Code 2008.

55 Zie voor de Code 2016 bpb 3.2.1. en verder de bepalingen 3.1.2(v) (beloningsbeleid) en 3.4.1(iv) (remuneratierapport).

56 Zie 6.3.1. Code Banken. Deze regeling is ook overgenomen in de aanpassing van de Code Banken in 2014, zie Code Banken 2014, p. 13.

57 Zie ook Winter 2010, p. 8.

They should also be sensitive to pay and employment conditions elsewhere in the group, especially when determining annual salary increases.”⁵⁸

162. Overige perverse effecten van benchmarken

Een derde punt van kritiek dat minder vaak wordt gehoord, heeft betrekking op enkele andere perverse effecten van benchmarken. Uit het onderzoek van DiPrete, Eirich en Pittinsky blijkt dat, door het mechanisme van het referentiegroepsproces, excessieve bezoldiging van slechts een relatief klein deel van bestuurders al een significant effect kan hebben op de bezoldigingsniveaus van de overige bestuurders in dezelfde referentiegroep.⁵⁹ Als immers een paar bestuurders ‘te veel’ betaald krijgen, dan verspreiden deze te hoge betalingen zich door middel van het referentiegroepsproces onder de andere bestuurders. Het te veel betalen van bestuurders in een onderneming heeft door het referentiegroepsproces dus effect op alle ondernemingen die als referenten met elkaar verbonden zijn.

Deze perverse effecten spelen niet alleen in het geval dat een bestuurder ten onrechte excessief beloond wordt, maar tevens indien een bestuurder op basis van uitzonderlijke prestaties een extra hoge bezoldiging ontvangt. Niet van belang is immers *waarom* bestuurders van vergelijkbare ondernemingen een bepaald bezoldigingsniveau krijgen, maar slechts *hoeveel* zij krijgen. In het positieve geval dat een uitzonderlijk presterende bestuurder vanwege zijn prestaties een extra hoge bezoldiging krijgt, profiteren ook de middelmatig presterende bestuurders van zijn verdienste, enkel omdat zij als referenten in dezelfde referentiegroep vallen. Een individuele bestuurder kan een fenomenale prestatie leveren en dienovereenkomstig beloond worden. Er is echter geen reden te bedenken waarom die individuele bijdrage aan die specifieke onderneming relevant zou zijn voor de individuele acties van iemand anders bij een andere onderneming.⁶⁰

Het opdrijvend effect door gebruik te maken van referentiegroepen is de afgelopen decennia alomverteenwoordigd geweest en wordt gezien als de belangrijkste reden waarom de bezoldiging van bestuurders vele malen sneller is toegenomen in verhouding tot de prestaties van beursgenoteerde ondernemingen. Onderzoek van het Centraal Plan Bureau laat zien dat het gemiddelde inkomen van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland in de periode tussen 1999 en 2005 jaarlijks is toegenomen met 9% terwijl de toegevoegde economische waarde en winsten in deze periode over

58 Zie principe D1 van de UK Corporate Governance Code 2016. Dit principe stond grotendeels ook al in de UK Corporate Governance Code uit 2014.

59 DiPrete, Eirich & Pittinsky 2010, p. 1671–1712.

60 DiPrete, Eirich & Pittinsky 2010, p. 1671–1712. Zie tevens Elson & Ferrere 2012, p. 15.

het algemeen niet toegenomen zijn.⁶¹ Volgens het CPB kan slechts 4,8% van de 9% worden verklaard door inflatie, schaalvergroting en vergrijzing. De overige 4,2% kan niet worden verklaard op basis van de ontwikkelingen die ondernemingen in deze periode doormaakten.⁶²

163. De aanname van een universele markt voor bestuurders

De belangrijkste kritiek op het gebruikmaken van referentiegroepen bij het vaststellen van het bezoldigingsniveau van een bestuurder heeft te maken met de onderliggende aanname dat er sprake is van een efficiënt werkende markt voor bestuurders. Met de opkomst van beloningsconsultants zoals Milton Rock en systemen zoals het Hay Point System ontstaat in de tweede helft van de vorige eeuw de mogelijkheid verschillende functies wereldwijd met elkaar te vergelijken.⁶³ De daaraan ten grondslag liggende aanname van Rock et al. dat er potentieel sprake is van een wereldwijde arbeidsmarkt heeft ervoor gezorgd dat het gebruikmaken van referentiegroepen voor het vaststellen van het bezoldigingsniveau van een specifieke bestuurder in de loop der tijd staande praktijk is geworden. Dit universele gebruik van referentiegroepen is niet geënt op uitvoerig (academisch) onderzoek, of op uitgebalanceerde overwegingen vanuit de markt over de vraag hoe de hoogte van de bezoldiging van bestuurders het best kan worden vastgesteld. Het gebruik van referentiegroepen is voortgekomen uit een goed renderende commerciële dienst die aangeboden werd door pionierende beloningsconsultants.⁶⁴

De hiervoor genoemde argumenten ter rechtvaardiging voor het bijna exclusieve gebruik van referentiegroepen om de hoogte van de bezoldiging te bepalen, steunen (op het laatste na) allemaal op de aanname van Milton Rock en consorten dat er sprake is van een efficiënte werking van een wereldwijde markt voor bestuurders. Als daarvan wordt uitgegaan, in het bijzonder dat een bestuurder naar een andere beursgenoteerde onderneming vertrekt als hij niet evenveel betaald krijgt als de mediaan bij gelijkwaardige beursgenoteerde ondernemingen, dan rest de raad van commissarissen geen andere optie dan de bezoldiging vast te stellen op basis van een referentiegroep om gekwalificeerde bestuurders aan te kunnen trekken en te behouden. Indien het echter niet realistisch is dat de bestuurder bij deze andere ondernemingen aan de slag zal (kunnen) gaan, dan heeft het geen zin om het bezoldigingsniveau van een andere onderneming mee te wegen als opportunity costs van de desbetreffende bestuurder. In dit laatste geval loopt de rechtvaardiging

61 De jaren met de grootste toename van de bezoldiging van bestuurders, 2006, 2007 en 2008, zijn in dit overzicht niet meegenomen. Zie ook Winter 2010, p. 7.

62 CPB 2010.

63 Zie hoofdstuk 6.

64 Zie Elson & Ferrere 2012, p. 13.

voor de wijze van vaststellen van de bezoldiging op grond van de functie en op grond van de (mogelijkheden van de) persoon dus uiteen.

De wijdverspreide aanname van een efficiënte werking van de markt voor bestuurders, en de daaruit voortvloeiende gebruikelijke praktijk van het benchmarken, hebben daarnaast invloed op het signaal dat de bezoldiging geeft aan bestuurders, commissarissen en aandeelhouders. De vraag of de vastgestelde bezoldiging redelijk is, hangt daardoor immers af van het gekozen bezoldigingsniveau in verhouding tot de gekozen referenten. Het signaal dat wordt afgegeven over de kundigheid van een bestuurder is alleen dan krachtig wanneer wordt aangenomen dat het gekozen beloningsniveau correspondeert met de rang van de desbetreffende bestuurder binnen de gekozen referentiegroep. Deze rang zegt weer alleen iets over de kundigheid van de bestuurder indien de bestuurders onderling uitwisselbaar zijn, waardoor de beste bestuurder bij de beste onderneming terecht komt en het hoogste bezoldigingsniveau krijgt aangereikt.

De aanname van een efficiënt werkende markt voor bestuurders zorgt in de eerste plaats dus voor een rechtvaardiging van de praktijk van het benchmarken en heeft in het verlengde daarvan tot gevolg dat de waardering van de bezoldiging door de raad van commissarissen en de bestuurder primair afhangt van het bezoldigingsniveau bij andere ondernemingen en niet van bijvoorbeeld de bezoldiging van medebestuurders of andere werknemers binnen de onderneming. Indien deze aanname niet blijkt te kloppen, dan verliest de eis van een bezoldiging boven de mediaan van gelijksoortige ondernemingen aan validiteit.

Gezien het ontstaan van het benchmarkproces lijkt de aanname dat er sprake is van een efficiënt werkende markt voor bestuurders te berusten op een gedachte-spinsel van de eerste officiële beloningsconsultants. Desalniettemin wordt deze gedachte breed gedragen, getuige het universele gebruik van externe referentie bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders. Daarnaast komt het voor dat bestuurders van buitenaf worden aangetrokken. De vraag is dan ook in hoeverre de aanname van een efficiënt werkende wereldwijde markt voor bestuurders berust op de werkelijkheid.

15.4 De wereldwijde markt voor bestuurlijk talent

164. De arbeidsmarkt voor bestuurders

Tijdens zijn getuigenis voor de ‘Senate Finance Committee’ in 2002 stelde beloningsdeskundige Ira Kay van (toen nog) het beloningsconsultantkantoor Watson Wyatt dat de markt voor CEO’s voldoet aan alle criteria van iedere andere markt

inclusief een onafhankelijke vraag en aanbod, transparantie en liquiditeit.⁶⁵ Ira Kay brengt hiermee de heersende overtuiging onder woorden dat de markt voor bestuurders kan worden aangemerkt als een efficiënt werkende markt waarbij vraag en aanbod de prijs van de bestuurder bepalen. Empirisch onderzoek naar de markt voor bestuurders wijst echter op een geheel andere realiteit.

165. Karaktereigenschappen van de bestuurdersmarkt: schaarste en inelasticiteit

In het onderzoek dat Van Ees et al. hebben uitgevoerd in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance naar de bestuurdersmarkt in Nederland concluderen zij dat zowel de vraagzijde als de aanbodzijde zich kenmerkt door schaarste en een haast perfecte inelasticiteit.⁶⁶ Er is slechts een beperkt aantal bestuursfuncties bij de grote (beursgenoteerde) ondernemingen. Daar komt bij dat als een onderneming op zoek is naar een nieuwe bestuurder het bezoldigingsniveau niet snel een bepalende factor zal zijn voor het wel of niet aannemen van degene die zij op het oog heeft.⁶⁷ De elasticiteit van de vraagcurve – de mate van verandering in vraag als gevolg van een verandering in het beloningsniveau – is dus over het algemeen klein en voor een individuele onderneming is deze zelfs zo goed als perfect inelastisch, aldus Van Ees et al.⁶⁸

Ook aan de aanbodzijde is er sprake van schaarste. Er zijn weinig bestuurders die de capaciteiten bezitten om een grote (beursgenoteerde) onderneming te kunnen

65 Zie het getuigenis van Ira Kay, toen vice-president en ‘US Practice Director’ voor bestuurdersbezoldiging van Watson Wyatt wereldwijd, naar aanleiding van de corporate governance schandalen in de VS: Hearing before the Committee on Finance United States Senate one hundred seventh congress, second session, 18 april 2002, p. 29 (te vinden via <http://www.finance.senate.gov/> (laatst bezocht op 5 april 2015)).

66 Zie Van Ees e.a. 2007, p. 12-22.

67 De bestuurder kan niet eenvoudig vervangen worden door bijvoorbeeld een automatiseringsproces (substitutie-effect). Tevens speelt ook het schaaleffect geen directe rol. Het schaaleffect bepaalt in hoeverre de vraag naar een bepaalde dienst of product afneemt als de prijs ervan toeneemt. Een stijging van de totale loonkosten van een organisatie kan ervoor zorgen dat de vraag naar een product daalt als het product als gevolg van de stijging duurder wordt. Van Ees e.a. stellen dat de bezoldiging van een bestuurder een fractie is van de totale (loon)kosten van de onderneming, waardoor een stijging nauwelijks een directe invloed heeft op de concurrentiepositie van de onderneming op de afzetmarkt. Terecht merken Van Ees e.a. hierover op dat de bezoldiging van een bestuurder wel in indirecte zin invloed kan hebben op de afzetmarkt als gevolg van publieke verontwaardiging, waardoor bijvoorbeeld klanten besluiten hun goederen ergens anders te kopen (zoals zich bij voorbeeld voerde bij Ahold na de aanstelling van Anders Mohberg). Zie over de ‘outrage costs’ tevens Bebchuk & Fried 2004.

68 Zie Van Ees e.a. 2007, p. 14.

leiden. Daarnaast is tevens de elasticiteit beperkt. Als de bezoldiging van bestuurders omhoog gaat, zal het aanbod slechts beperkt stijgen.⁶⁹

166. De markt voor bestuurders versus de perfect competitieve markt

Naast schaarste en inelasticiteit kenmerkt de markt voor bestuurders zich door diverse andere imperfecties. Deze imperfecties worden voor het voetlicht gebracht wanneer de markt voor bestuurders wordt afgezet tegen een perfect competitieve markt. Tussen deze beide markten blijkt de grootste discrepantie te bestaan.⁷⁰

Het eerste verschil heeft betrekking op het aantal kopers en verkopers. In een perfect competitieve markt is een groot aantal kopers en verkopers aanwezig. De markt voor bestuurders laat het tegenovergestelde beeld zien. De vraagzijde bestaat uit slechts een relatief klein aantal ondernemingen dat een bestuurder zoekt en de aanbodzijde bestaat uit slechts een relatief klein aantal gekwalificeerde en beschikbare kandidaten. Het lage aanbod en de lage vraag zorgen ervoor dat er weinig wordt ‘gehandeld’, waardoor er op de markt van bestuurders geen sprake is van een hoge mate van liquiditeit.

Een volgend verschil heeft te maken met de vrije toegang tot de markt. Hoe gemakkelijker een markt te betreden is, des te competitiever deze markt is. De markt voor bestuurders is moeilijk te betreden, onder meer vanwege de benodigde ervaring, opleiding, specifieke vaardigheden en kennis.⁷¹ De toegang tot de markt is dus beperkt.

In tegenstelling tot hetgeen Ira Kay beweert, kenmerkt de bestuurdersmarkt zich tevens door non-transparantie. Er is geen centrale marktplaats aanwezig (zoals bijvoorbeeld de aandelenmarkt) en het inwinnen van informatie is kostbaar. Daar komt bij dat aan de aanbodzijde niet iedereen altijd op de hoogte is dat een onderneming op zoek is naar een nieuwe bestuurder. Er wordt door de raad van commissarissen veelal in discretie gezocht naar een geschikte kandidaat. Een open sollicitatie behoort niet tot de mogelijkheden. En ook de vraagzijde wordt geconfronteerd met ruis en vaak met de niet-beschikbaarheid van relevante gegevens.

69 Wellicht zullen er meer mensen bereid zijn te investeren in hun menselijk kapitaal om de beroepsbarrière te trotseren. Daarnaast zal er (in beperkte mate) ook meer geografische beweging kunnen ontstaan richting de hogere beloning. De huidige beloningsverschillen tussen landen laat echter zien dat er geen sprake is van een ‘global market place’. Een typische CEO in de VS verdient, volgens het Worldwide Total Remuneration overzicht van Towers Perrin 2005-2006, voor een vergelijkbare bestuursfunctie meer dan het dubbele dan een bestuursvoorzitter in Nederland.

70 Van Ees e.a. 2007, p. 18.

71 Daar komt bij dat de transactiekosten hoog zijn voor een onderneming om een bestuurder toe te laten, bijvoorbeeld vanwege de gebruikelijke ontslagvergoedingen en het tekengeld.

De perfect competitieve markt en de markt voor bestuurders verschillen tevens op het gebied van homogeniteit en heterogeniteit van de producten. Iedere bestuurder is anders. Onderling verschillen bestuurders met betrekking tot onder meer hun ervaring, opleiding, specifieke kennis en vaardigheden, charisma en sociale netwerk. In tegenstelling tot een efficiënte markt met homogene producten is er volgens Van Ees et al. derhalve sprake van een hoge mate van heterogeniteit op de markt voor bestuurders. Zij concluderen dan ook dat de markt voor bestuurders vele imperfecties vertoont. Dit geldt zowel voor Nederland als daarbuiten.

Deze imperfecties worden tevens duidelijk als we kijken naar de uitruil tussen prijs en kwaliteit op de arbeidsmarkt voor bestuurders. Wanneer goederen en diensten worden gekocht dan wordt aangenomen dat zowel prijs als kwaliteit concurrerend werken. Een koper kan de voorkeur hebben voor een kwalitatief minder product boven eenzelfde soort product van betere kwaliteit als het verschil in prijs voldoende is. Op eenzelfde manier zal een onderneming die op zoek is naar het aannemen van een nieuwe bestuurder op een open markt een afweging moeten maken tussen de verwachte toekomstige prestatie en het vereiste loon van verschillende kandidaten. De arbeidsmarkt voor bestuurders blijkt niet zo te werken. Onder meer omdat raden van commissarissen eerst een geschikte kandidaat selecteren en pas nadat zij de kandidaat benaderd hebben, gaan nadenken over de bezoldiging van de kandidaat.⁷²

Opgemerkt dient te worden dat de meeste markten in meer of mindere mate afwijken van het theoretische ideaalbeeld. De mate waarin een markt afwijkt van de perfect competitieve markt geeft aan in hoeverre er sprake is van een efficiënt werkende markt. Niet alleen tussen het theoretische ideaalbeeld en de markt voor bestuurders bestaat de grootste discrepantie, maar ook in vergelijking met bijvoorbeeld de aandelenmarkt of het arbeidsmarktsegment van fabrieksarbeiders kan worden geconcludeerd dat de markt voor bestuurders zich aan het andere eind van het spectrum bevindt. Volgens van Ees et al. sluit de markt voor topbestuurders daarom eerder aan bij krachten die bestaan voor unieke producten zoals topatleten, musici, artiesten, auteurs etc. Voor daadwerkelijk unieke producten bestaat per definitie geen markt.⁷³

167. Artiesen, topatleten, musici en corporate superstars

Met de suggestie van Van Ees et al. belanden wij bij een interessant discussiepunt. In de beloningsdiscussie wordt door verdedigers van de huidige bezoldigingsniveaus vaak gesteld dat een topbestuurder nu eenmaal een uitzonderlijk talent bezit waarvoor moet worden betaald. Waarom mogen topatleten en -artiesten wel topsalarissen

⁷² Elson & Ferrere 2012, p. 19.

⁷³ Zie Van Ees e.a. 2007, p. 17.

verdienen en aanzienlijke inkomsten genereren, maar de topbestuurder niet? De marktdynamiek waar de topatleten en -artiesten aan onderhevig zijn, geldt immers ook voor bestuurders. Sterker nog, de steeds groter wordende kloof tussen de gewone werknemer en de bestuurder is het bewijs van deze dynamiek. De ‘corporate superstar’ hoort dus in datzelfde rijtje thuis.⁷⁴

Sherwin Rosen is een van de eerste auteurs die schreef over supersterren en de manier waarop zij hun inkomen verwerven.⁷⁵ Hij gaat in zijn artikel ‘The Economics of Superstars’ uit 1981 in op de kleine selectie van de meest talentvolle deelnemers die een bepaalde markt domineren en die een substantieel deel van de totale inkomsten ontvangen. Het publiek wil alleen het allerbeste talent zien en niet het op één-na-beste talent. Dit zorgt voor een scheve inkomstenverdeling, omdat de beste musici in staat zijn substantieel meer concerten vol te krijgen en cd’s te verkopen dan de op één-na-beste musici. Daar komt bij dat het voor de musicus zelf geen (substantiële) extra inspanning vergt om op te treden voor een publiek van 10 of voor 10.000 mensen.⁷⁶ Deze samenleving wordt ook wel ‘the-winner-takes-all-society’ genoemd. Volgens Rosen is de stijging van de inkomsten van deze supersterren te danken aan de moderne consumptietechnologie in combinatie met de imperfecte vraag naar substituties. De uitkomst ervan is volgens hem wel economisch efficiënt te noemen.⁷⁷

Daarmee is de vraag of bestuurders onderhevig zijn aan dezelfde marktdynamiek als de auteur of artiest nog niet beantwoord. Rosen richt zich in zijn artikel specifiek op topkomedianten, klassieke musici en auteurs. Gordon en Dew-Becker voegen daar een tweede groep aan toe bestaande uit consultants en advocaten, die weliswaar niet de ‘audience magnifying properties’ van supersterren hebben, maar waarvan de bezoldiging klaarblijkelijk wel marktgedreven is.⁷⁸ De bestuurder valt volgens Gordon en Dew-Becker in een aparte categorie.⁷⁹ Gordon en Dew-Becker onderscheiden dus drie groepen van hoge inkomens, namelijk (i) de inkomsten van supersterren in entertainment en sport die profiteren van ‘audience magni-

74 Kaplan & Rauh 2007.

75 Rosen 1981, p. 845-858.

76 Gordon & Dew-Becker 2007, p. 177.

77 De beste artiesten hebben altijd al de mogelijkheid gehad om substantiële rijkdommen te verwerven, maar de ontwikkeling in de technologie en met name de massamedia hebben voor een lancering gezorgd.

78 Gordon en Dew-Becker scharen overigens ook investmentbankiers in dit rijtje. Investmentbankiers opereerden voorheen voornamelijk in partnerships. Sinds investmentbanken naar de beurs zijn gegaan, kan worden getwijfeld aan de rechtvaardigheid van hun positie in deze categorie.

79 De reden die zij hiervoor geven is, dat de hoogte van de bezoldiging van bestuurders vast wordt gesteld op grond van niet-marktgedreven overwegingen, Gordon & Dew-Becker, p. 177. Zie ook Gordon 2009.

fication' en waarvan de inkomsten een resultante zijn van de markt, (ii) andere topinkomens van bijvoorbeeld advocaten en consultants die veelal worden verdiend binnen maatschappen ('partnerships') en waarvan de totale inkomsten die aan verdeling toekomen ook marktgedreven zijn en (iii) het inkomen van bestuurders die een substantiële ambiguïteit kent met betrekking tot de relatie tussen de bezoldigingsuitkomst en de markt.

Voor de eerste twee groepen kan worden vastgesteld dat hun inkomsten uiteindelijk worden bepaald door de werking van de markt. De supersterren verdienen aan hun populariteit die wordt afgemeten aan bijvoorbeeld het aantal nummer 1-hits of cd's en concertkaarten die ze verkopen. De inkomsten van de beste advocaten worden bepaald door de vraag in de markt naar de diensten van hun kantoor. In beide gevallen komt er geen onafhankelijk oordeel met betrekking tot de waarde en de geschikte bezoldiging aan te pas. Het inkomen van de eerste twee categorieën is afhankelijk van de voorkeur van de consument (of cliënt), is direct afgeleid van hun vraag en is onderhevig aan een daaraan verbonden marktgedreven disciplinerende. Hoewel men van mening kan verschillen wie er getalenteerd is op een bepaald gebied en wie niet, is hun economische waarde duidelijk waar te nemen, omdat hun economische waarde ex post wordt blootgelegd. De nettowaarde van de voorkeuren van de consument wordt uitgedrukt in de omzet die gegenereerd wordt door de verkoop van concertkaarten of het cliëntelebestand.⁸⁰

Bij de topbestuurder is het oordeel van de raad van commissarissen uiteindelijk doorslaggevend voor het vaststellen van de bezoldiging. Daar komt bij dat de marginale productiviteit van een bestuurder niet gemakkelijk te scheiden is van de onderneming die zij drijven.⁸¹ De atleet, artiest of auteur is zelf het product dat centraal staat in de miljardenindustrie. De rol van de bestuurder is minder direct en bestaat uit taken zoals het sturen van de organisatie en de verantwoordelijkheid voor het nemen van strategische beslissingen. In plaats van een factor te zijn van de productie houdt de bestuurder zich bezig met andere factoren. Het is precies hierdoor dat niet-economische overwegingen in relatie tot de boordynamiek een rol spelen bij de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders.⁸² De bezoldiging van bestuurders is dus geen resultante van het vermenigvuldigen van de prijs voor een concertkaart keer het aantal verkochte kaarten of het aantal uren dat declarabel is gedraaid. De hoogte en de structuur van de bezoldiging van een bestuurder is onderhevig aan de discretie van de raad van commissarissen.

"An important distinction between groups of high income individuals is that some incomes are '*chosen by the market*' and some incomes are '*chosen by their peers*'. [...] While

⁸⁰ Elson & Ferrere 2012, p. 18/19.

⁸¹ Zie Dorff 2014. Zie ook randnummer 96.

⁸² De managerial powertheorie heeft immers bestaansrecht omdat de raad van commissarissen uiteindelijk op grond van niet-economische overwegingen de bezoldiging bepalen.

superstars and top professionals have their incomes chosen by the market, CEO compensation is chosen by their peers, a system that gives CEOs and their hand-picked boards of directors, rather than the market, control over top incomes.”⁸³

168. Voetbaltrainers en bestuurders: mobiliteit en armlengte afstand

De eerste categorie van Gordon en Dew-Becker heeft betrekking op de “superstars in the sports and entertainment industries”. Mijns inziens kunnen toptrainers die voornamelijk afhankelijk zijn van een vast salaris niet (of niet volledig) onder deze categorie worden geschaard. Denk bijvoorbeeld aan José Mourinho of Louis van Gaal die, zo wordt aangenomen, een uitzonderlijk talent bezitten, maar wiens inkomsten afhangen van een vast salaris en eventuele bonussen indien het kampioenschap of toegang tot de Champions League wordt gehaald. Moet de (top)bestuurder niet veel meer geschaard worden in de categorie van de toptrainer?

Als gekeken wordt naar de totstandkoming van het salaris van een toptrainer dan kent deze twee karakteristieken: armlengte onderhandelingen en mobiliteit. Het salaris van de toptrainer komt tot stand door de onderhandelingen tussen het bestuur van de club en de trainer (althans zijn zaakwaarnemer). Wat deze onderhandelingen betreft bestaat er weinig twijfel dat ze op armlengte afstand plaatsvinden. Het bestuur onderhandelt in het belang van de club, terwijl de trainer voor zijn eigen portemonnee onderhandelt. En wanneer een overeenkomst wordt gesloten tussen twee onafhankelijke (geïnformeerde) partijen, dan wordt in het algemeen aangenomen dat het resultaat een efficiënte overeenkomst is.⁸⁴

Ten tweede wordt de hoge mobiliteit van trainers feitelijk waargenomen. Er is een duidelijke markt voor toptrainers, waarbij de beste trainer uiteindelijk door de beste clubs worden gecontracteerd en de minder getalenteerde trainer in de lagere competities uitkomt. Deze mobiliteit is zowel nationaal als internationaal als intercontinentaal waar te nemen.

Bij de aanname van een efficiënte markt voor bestuurders spelen nu juist de armlengte onderhandelingen en mobiliteit een belangrijke rol. Aanhangers van de officiële visie (de optimaal contracttheorie) zijn het meest overtuigd van het bestaan van een efficiënte markt voor bestuurders, waarbij wordt aangenomen dat raden van commissarissen wel op armlengte onderhandelen, maar in de greep van de markt zitten vanwege de potentiële mobiliteit van de bestuurder. De managerial powertheorie uit weliswaar gefundeerde kritiek op de aanname dat de onderhandelingen tussen bestuurders en commissarissen over de bezoldiging van bestuurders op armlengte afstand plaatsvinden, maar dat neemt niet weg dat de vaststelling

83 Gordon & Dew-Becker, p. 177. Zie ook Gordon 2009.

84 Bebchuk & Fried 2004, p. 21.

van de bezoldiging van bestuurders aan min of meer dezelfde marktdynamiek onderhevig is als de bezoldiging van de toptrainer.

Het onderhandelen op armlengte afstand daargelaten is het dus voornamelijk de vraag in hoeverre de aanname van de potentiële mobiliteit van bestuurders op waarheid berust. Vastgesteld kan worden dat de mobiliteit van bestuurders niet zo duidelijk waar te nemen is als bij toptrainers. Desalniettemin speelt de mobiliteit van bestuurders en de daaraan gekoppelde ‘outside opportunities’ een cruciale rol bij het vaststellen en het rechtvaardigen van het niveau van de bezoldiging van bestuurders. Ter verdediging van de efficiënte markt voor bestuurders en het gebruik van referentiegroepen kan gewezen worden op het feit dat in de praktijk voorbeelden te vinden zijn van bestuurders die overstappen van de ene beursgenoteerde onderneming naar de andere. De mobiliteit van bestuurders verdient derhalve nader onderzoek.

15.5 De potentiële mobiliteit van bestuurders

169. Toename in mobiliteit⁸⁵

Ter verklaring van de stijging van de bezoldigingsniveaus wijzen aanhangers van de officiële visie naar technologische veranderingen en globalisering waardoor de omvang en complexiteit van beursgenoteerde ondernemingen zijn toegenomen. Hierdoor is er een lager aanbod van bestuurders met als gevolg een toename van de bezoldiging. In het verlengde hiervan wijzen zij erop dat dezelfde technologische veranderingen en de globalisering ervoor gezorgd hebben dat de mobiliteit van de bestuurder is toegenomen. Sector- of bedrijfsspecifieke kennis en vaardigheden worden steeds minder van belang voor het besturen van een onderneming.⁸⁶ De standaardisering van bedrijfsprocessen en de internationalisering van productie en verkoop hebben ervoor gezorgd dat potentiële bestuurders van buitenaf sneller inzicht kunnen hebben in het functioneren van de onderneming. Dit heeft tot resultaat dat de meest getalenteerde bestuurders gaan werken voor de grootste ondernemingen en de minst getalenteerde bestuurders eindigen bij de kleinste bedrijven.⁸⁷ De mobiliteit van bestuurders is derhalve toegenomen, aldus onder andere Gabaix, Landier, Murphy en Zábojník.

85 Met betrekking tot de mobiliteit van bestuurders zal ik mij beperken tot de mobiliteit van de bestuursvoorzitter of CEO. De markt voor bestuursvoorzitters maakt uiteraard onderdeel uit van de markt voor bestuurders. In empirische onderzoeken evenals in de literatuur richten de onderzoekers zich bijna uitsluitend op de markt voor bestuursvoorzitters.

86 Murphy & Zábojník 2004, p. 192-196; Frydman 2005.

87 Kremer 1993, p. 551-575; Terviö 2008, p. 642-668; Gabaix & Landier 2008, p. 49-100.

170. Mobiliteit en algemene vaardigheden

De gedachte van een hoge mobiliteit van bestuurders is afgeleid van de gedachte dat bestuurders vaardigheden bezitten die voor iedere onderneming van belang zijn. In een markt waar de vraag naar bestuurlijk talent voor het grote deel homogeen is, kunnen ondernemingen en bestuurders elkaar gemakkelijk vinden. In een dergelijke markt zal er een verschuiving plaatsvinden en zullen de beste bestuurders bij de grootste ondernemingen terecht komen en de meest substantiële rijkdommen verwerven.⁸⁸

Het menselijk kapitaal van een bestuurder bestaat voor een belangrijk deel echter uit aan de ene kant algemene bestuurlijke en aan de andere kant (sector- en) ondernemingsspecifieke kennis en vaardigheden.⁸⁹ De vraag is dus bij welke vaardigheden het zwaartepunt ligt.

Uit het onderzoek van de Rijksuniversiteit Groningen en Towers Perin door Van Ees et al. in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code werd juist duidelijk dat bestuurders in hoge mate heterogeen zijn. Hier vloeit automatisch uit voort dat een bepaalde bestuurder meer geschikt is voor de ene onderneming dan de andere waardoor de mobiliteit van bestuurders beperkt is. Murphy en Zábojník gaan er vanuit dat de bestuurder homogeen is. Om te kijken of hun stelling houdbaar is, zal in het hiernavolgende onderzocht worden in hoeverre een bestuurder heterogeen of homogeen is aan de hand van de argumenten van Murphy en Zábojník.⁹⁰

171. Algemene of specifieke vaardigheden?

Als het zwaartepunt bij de algemene bestuurlijke vaardigheden ligt en ondernemingsspecifieke kennis en vaardigheden geen rol spelen, dan zouden bestuurders zich vrij moeten kunnen bewegen naar de voor hen meest efficiënte bestuursplek. De raad van commissarissen zal in dat geval de mogelijkheid van een bestuurder om elders aan de slag te gaan in kaart moeten brengen en deze externe mogelijk-

88 Murphy & Zábojník 2004. Op grond hiervan wordt aangenomen dat de prijzen gedreven worden tot de meest efficiënte niveaus waar de beloning van de bestuurder samenkomt met zijn marginale productiviteit. De beloning is weliswaar hoog en neemt toe, maar de efficiëntie ook.

89 Algemene vaardigheden zijn universeel van waarde voor iedere onderneming en kunnen dus vrij uitgewisseld worden. Hierdoor is het mogelijk om het talent en deze algemene vaardigheden door de markt te laten waarderen. Onder algemene vaardigheden vallen onder andere het onderhouden van goede relaties met aandeelhouders, financieel management of het ontplooiën van marketinginitiatieven. Veel van de bestuurders – zo niet alle – zullen over dergelijke algemene vaardigheden beschikken.

90 Van Ees e.a. 2007, p. 18.

heden moeten verdisconteren in de bezoldiging, om de bestuurder te kunnen behouden. Wordt geen rekening gehouden met de externe mogelijkheden van de bestuurder, dan zullen vele bestuurders worden weggekocht en is er sprake van een competitieve markt waarop bestuurders vrij uitwisselbaar zijn. Een soortgelijke markt zien wij bij toptrainers. Is de vraag aan ondernemingszijde vervolgens hoger dan het aanbod van bestuurders, dan wordt de raad van commissarissen in de greep gehouden door de markt.⁹¹ Op grond van deze redenering wordt het gebruikmaken van referentiegroepen verdedigd. Het proces wordt gezien als een praktische manier om zeker te stellen dat de bezoldiging consistent is met de externe kansen van de bestuurder met als doel het aantrekken en vasthouden van de bestuurder.

Indien de productiviteit van een bestuurder voornamelijk afhankelijk is van ondernemingsspecifieke kennis en vaardigheden, dan zal de bestuurder zelf weinig waardevol zijn buiten zijn huidige onderneming. In een dergelijk geval zit de bestuurder vast aan zijn huidige werkgever, omdat hij niet in staat is ergens anders even productief te zijn.⁹²

172. Toename van de externe bestuurder en algemene vaardigheden

Murphy en Zábojník poneren in hun artikel de gedachte dat de stijging in de bestuurdersbeloningen kan worden verklaard door de verschuiving van het zwaartepunt naar algemene bestuurlijke vaardigheden ten opzichte van ondernemingsspecifieke kennis voor het leiden van de moderne beursgenoteerde vennootschap.⁹³ Zij stoelen deze gedachte op een stijgende trend van het inhuren van externe bestuurders die is ingezet in de jaren '70.

In de jaren '70 en '80 kwam ongeveer 15% van de nieuwe bestuursvoorzitters in de VS van buiten de onderneming. In de jaren '90 was dit percentage gegroeid naar ongeveer 25% en in het begin van het nieuwe millennium was het percentage ongeveer 33%. Murphy en Zábojník interpreteren deze toename als een gevolg van een verschuiving van het zwaartepunt naar de algemene bestuurlijke vaardigheden.

Volgens de beide auteurs heeft onze samenleving een dusdanige hoeveelheid kennis opgebouwd in onder meer economie, managementwetenschappen, accounting en

91 Ze worden gedwongen om als 'price takers' de markt te betreden waarin de kosten voor bestuurlijk talent steevast naar omhoog wordt geboden tot de marginale productiviteit van de bestuurder bereikt is. De toename van de bezoldiging kan in een dergelijk geval niet het resultaat zijn van het onrechtmatig uitoefenen van invloed door de bestuurders op de raad van commissarissen om een hogere bezoldiging te bedingen, omdat de raad van commissarissen als price takers niet in staat zijn om tegenstand te bieden.

92 Elson & Ferrere 2012, p. 6, 21 en 22.

93 Murphy & Zábojník 2004, p. 195.

finance, dat een bestuurder – indien hij zich van deze kennis meester maakt – substantiële vaardigheden kan opdoen die hem in staat stellen iedere moderne (beursgenoteerde) onderneming succesvol te leiden. Ieder modern ondernemingsprobleem kan door een bestuurder geanalyseerd worden en op iedere situatie kan door de bestuurder adequaat worden gereageerd, indien hij kennis heeft van deze algemene businessstrategieën, methoden en analysekaders. Daar komt volgens de auteurs bij dat de technologische ontwikkelingen ervoor hebben gezorgd dat bestuurders toegang hebben tot een ongelimiteerde hoeveelheid ondernemingsspecifieke informatie die voorheen diep verborgen lag binnen de organisatie en niet-toegankelijk was voor een bestuurder van buiten de onderneming.

Volgens Murphy en Zábojník valt de hierboven geschetste trend samen met de toename in bezoldiging die startte in de jaren '70. De bestuurders waren voor de komst van computers nog afhankelijk van jarenlange ervaring 'on-the-job'. Tegenwoordig zijn zij slechts enkele toetsen verwijderd van welke informatie dan ook. Als een bestuurder de nodige informatie verzameld heeft, dan hoeft hij hierop slechts zijn opgedane algemene bestuurlijke kennis los te laten om tot de juiste oplossingen te komen. Hierdoor is de bestuurder mobieler dan ooit.⁹⁴

Door de concurrentie tussen bestuurders vindt er aldus een natuurlijke verschuiving plaats en gaat de meest talentvolle en kundige bestuurder naar de grootste onderneming, de op-één-na talentvolle en kundige bestuurder naar de op-één-na grootste onderneming, etc.⁹⁵

173. Andere verklaringen voor de toename van de externe bestuurder

Het is een feit dat een deel van de bestuurders van buiten de beursgenoteerde onderneming komt, waardoor er in ieder geval sprake is van enige mate van mobiliteit. Daar komt bij dat vanaf de jaren '70 het percentage bestuurders van buitenaf is toegenomen. Volgens Murphy en Zábojník wijst deze trend erop dat algemene bestuurlijke vaardigheden aan belang hebben gewonnen. Het is echter de vraag of deze trend hun aanname ondersteunt dat ondernemingsspecifieke kennis

94 Carola Frydman vindt ook bewijs voor de verschuiving van het zwaartepunt van ondernemingsspecifieke kennis naar algemene bestuurlijke vaardigheden. Zij onderzocht de verandering in het daadwerkelijke carrièrepad en opleiding van een selectie van topbestuurders gedurende de periode van 1936-2003. Zij noemt de snelle toename in MBA's, een teruggang van bestuurders die hun gehele carrière in dienst zijn van een onderneming (het deel is omlaag gegaan van ongeveer 70% tot minder dan 50% in de jaren '90), een afname in de gemiddelde aanstelling van een individu voordat degene de meest betaalde bestuurder wordt (van een piek van 29 jaar in de jaren '60 naar ongeveer 24 jaar in de jaren '90), en een toename van de gemiddelde leeftijd ten opzichte van late carrière mobiliteit. Frydman 2005.

95 Gabaix en Landier bouwen hierop voort met hun equilibriummodel. Gabaix & Landier 2008, p. 50; zie tevens Edmans & Gabaix 2009, p. 488.

en vaardigheden niet meer opgedaan hoeven te worden bij de onderneming zelf. Er zijn immers genoeg andere redenen te bedenken dan de (volledige) verschuiving naar algemene bestuurlijke vaardigheden om de opwaartse trend in het aantrekken van externe bestuurders te verklaren.⁹⁶ De jaren '80, de periode waarin het fenomeen van de extern georiënteerde opvolging van bestuurders klaarblijkelijk begint te versnellen, is in brede zin een roerige tijd voor ondernemingen. Na een serieuze recessie zorgt de opkomst van de 'market for corporate control' met een golf van herstructureringen ervoor dat het economische landschap drastisch verandert. Door de druk van institutionele beleggers en een actieve overnamemarkt worden ondernemingen gedwongen het (lange tijd gehanteerde) impliciete contract tussen deze ondernemingen en de samenleving te herdefiniëren. Voorheen beloofden ondernemingen werknemers stabiliteit en lange termijn werknemerschap met voldoende mogelijkheden om binnen de onderneming carrière te maken door interne promoties in ruil voor loyaliteit. De 'shareholders value' beweging van de jaren '80 veegt dergelijke afspraken van tafel en eist van ondernemingen hogere standaarden van efficiëntie en prestatie te midden van een klimaat van deregulering en verhoogde concurrentie. Met deze monumentale verschuiving van de economie in gedachten kan de verandering in de aard van de bestuurderswissels en carrières wellicht beter gezien worden als een symptoom van de erosie van traditionele patronen van interne promotie. De stabiliteit van het interne carrièrepad wordt verstoord en leidt tot een sneller verloop van werknemers met een bestuurlijke baanhistorie.⁹⁷ Ondernemingen waren in die tijd intern niet ingesteld op een hoger verloop van bestuurders, waardoor noodzakelijkerwijs buiten de onderneming gekeken moest worden.

"As the succession rates climbed earlier in the decade, boards turned to such expedients as hiring "outsider" CEOs, appointing interim chiefs, and opting for candidates with previous experience running a public company. But these trends have waned as boards have become better at grooming in-house candidates."⁹⁸

Uit onderzoek van Martijn Cremers en Yaniv Grinstein blijkt dat de door Murphy en Zábojník genoemde stijgende trend om externe bestuurders aan te trekken sinds 1993 nagenoeg tot stilstand is gekomen en dat, ondanks verdere ontwikkelingen op het gebied van managementstudies en technologie, het percentage externe bestuurder tot en met 2005 nagenoeg gelijk is gebleven.⁹⁹ Uit recenter onderzoek

96 Zie onder andere Elson & Ferrere 2012, p. 24.

97 Elson & Ferrere 2012, p. 24 e.v.

98 Lucier, Wheeler & Habbel 2007, p. 4.

99 Cremers & Grinstein 2014, p. 11. Zie tevens een eerdere versie van dit artikel: Cremers & Grinstein 2009, p. 11, waarin de auteurs op heldere wijze benadrukken dat de cijfers over de laatste 20 jaar stabiel gebleven zijn. In hun onderzoek keken de auteurs naar

is zelfs gebleken dat in de laatste jaren het percentage externe CEO's is afgenomen van een hoogtepunt van gemiddeld 40% tot een gemiddeld percentage van 20%.¹⁰⁰

In het onderzoek dat Booz, Allen & Hamilton deed naar het verloop van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen wordt geconcludeerd dat ondernemingen overvallen werden door het grotere verloop van bestuurders vanwege de opkomst van de 'shareholders value' beweging en daardoor gedwongen werden om bestuurders van buitenaf aan te trekken. Deze conclusie lijkt een meer valide verklaring voor de hiervoor genoemde trend, dan de verschuiving van ondernemingsspecifieke vaardigheden naar louter algemene bestuurlijke vaardigheden.

"In retrospect, it's clear that the rise in CEO turnover caught many boards without adequate succession plans. [...] by strengthening their focus on succession, boards have nurtured leadership bench strength, enabling them to return to the internal candidates they traditionally prefer."¹⁰¹

174. Externe bestuurder met specifieke kennis en vaardigheden?

Het enkele feit dat een bestuurder van buitenaf wordt gehaald hoeft niet per se te betekenen dat de gewenste vaardigheden algemener geworden zijn. Uit verschillende onderzoeken blijkt dat een bestuurder tegenwoordig vaak van buitenaf wordt gehaald als de onderneming toe is aan een herstructurering of ter voorbereiding op een verkoop of fusie. Voor veel ondernemingen heeft het de voorkeur om in tijden van verandering een bestuurder aan te nemen die niet besmet is met een intern verleden en minder moeite zal hebben de interne structuur van de onderneming te doorbreken.¹⁰²

De bestuurder die van buitenaf wordt aangetrokken lijkt in veel gevallen vaardigheden te bezitten die met name gericht zijn op herstructurering in plaats van het type vaardigheden dat gericht is op de organisatorische ontwikkeling van een 'going concern' en die bestuurders in staat stelt om lange termijn groei te produceren. De vaardigheden die in een dergelijk geval gezocht worden door een onderneming zijn niet noodzakelijk de algemene vaardigheden die volgens Murphy en Zábojník tegenwoordig van eminent belang zijn: ook deze vaardigheden zijn eerder specifiek, alleen zien zij meer op de bijzondere omstandigheden en eisen van een onderneming onder druk, die verschillen van de normale bedrijfsvoering van een onder-

het aantal CEO's die van buitenaf kwamen in de periode 1993-2005. Zie tevens Lucier, Wheeler & Habbel 2007, p. 8.

100 Kay 2012, p. 98/99. Ook Ira Kay is van mening dat dit komt doordat: "*companies have substantially improved their management succession planning processes.*"

101 Lucier, Wheeler & Habbel 2007, p. 8.

102 Zie onder meer Lucier, Wheeler & Habbel 2007. Elson & Ferrere 2012, p. 25.

neming. Deze vaardigheden worden slechts gevonden bij een kleine, afzonderlijke groep specialisten en zijn niet noodzakelijk representatief voor de bestuurdersmarkt in het algemeen.¹⁰³

“Overall, the evidence suggests that industry-specific human capital is highly valued in most industries and that when a firm does hire an individual with no industry experience, it is often to obtain specific skills rather than general management expertise”.¹⁰⁴

175. Externe bestuurders presteren slechter

Als we meer specifiek naar de prestaties van externe bestuurders kijken ten opzichte van intern opgeleide bestuurders, dan wijzen diverse empirische onderzoeken uit dat opvolging van buitenaf gekoppeld is aan ondermaats presteren op de lange termijn.¹⁰⁵ In 2009 publiceerden Ang en Nagel hun onderzoek waarin zij expliciet de aanname van Murphy en Zábojník testten. Zij kwamen tot de conclusie dat:

“in large firms, internal hires provide significantly higher median performance, equal chance of the highest performance, and lesser chance of low performance. Over our time period of study [1989-2005 ECHL], external hires’ performance, relative to internal hires, has decreased significantly. Further, in 10 circumstances where it is commonly thought that external hires would excel, it is the inside hires who either excel or deliver performance comparable to external hires. In the aggregate, internally promoted CEOs are associated with at least 25.4% greater total financial performance than external hires.”¹⁰⁶

103 Parrino 1997, p. 165-179. Zie ook Lucier, Wheeler & Habbel 2007.

104 Parrino 1997, p. 165-179.

105 In verschillende onderzoeken van Booz Allen & Hamilton komen ze tot de conclusie dat een CEO die voorheen ook CEO geweest is bij een beursgenoteerde onderneming zijn prestaties bij zijn eerdere werkgever niet nogmaals kan waarmaken bij zijn nieuwe werkgever en dat externe bestuurders (met name op de lange termijn) slechter presteren dan interne bestuurders. Zie Lucier, Schuyt & Handa, 2004, p. 16. Zie tevens Lucier, Wheeler & Habbel 2007. Uit een studie van A.T. Kearney kwam eenzelfde resultaat naar voren, zie Steingraber, Magjuka & Snively 2011. Voor deze studie onderzochten de auteurs (niet-financiële) vennootschappen met een notering aan de S&P 500 tussen 1988 en 2007. De onderzoekers identificeerden 36 ondernemingen die de afgelopen 20 jaar het best hadden gepresteerd. Ze bleken allemaal één ding gemeen te hebben, namelijk dat hun bestuurders exclusief voortkwamen uit de interne gelederen. Jim Collins komt in zijn werk ‘Good to Great: Why some Companies make the leap...and others don’t’ (2001) tot de conclusie dat “larger-than-life, celebrity leaders who ride in from the outside are negatively correlated with taking a company from good to great”. Ook Ang en Nagel kwamen, na onderzoek met betrekking tot de prestaties van CEO’s in de periode 1986-2005 tot de conclusie dat: “an economically significant gain is realized, on average, by hiring internally relative to what would have been obtained by hiring externally, whereas an economically significant loss is realized by hiring externally”, zie Ang & Nagel 2011.

Algemene vaardigheden lijken op basis van deze gegevens niet zonder meer de drijvende factor voor succes te zijn. Als het succes van de bestuurder afhangt van algemene bestuurlijke vaardigheden die overal toepasbaar zijn, dan zou verwacht worden dat externe bestuurders minimaal gelijk of beter zouden presteren. Voor ondernemingen is het immers mogelijk de beste bestuurders te selecteren uit een veel grotere pool dan de interne kweek te bieden heeft. Externe bestuurders zijn echter hooguit concurrerend en presteren in de meeste gevallen zelfs slechter op de lange termijn. Bestuurders blijken het meest effectief te zijn wanneer ze een significante investering hebben gedaan in het leren kennen van de onderneming.¹⁰⁷

Als algemene vaardigheden een belangrijk aspect zijn van de kwalificaties voor de positie van een topbestuurder, dan zou men tevens verwachten dat een bestuurder actief de strategie aanhangt van het vergaren van een brede ervaring door frequente carrièrewijzingen. Deze frequente carrièrewijzingen zouden vervolgens in de praktijk leiden tot grotere succescarrières. Hamori en Kakarika hebben de effectiviteit van een strategie gericht op de ‘externe’ arbeidsmarkt onderzocht en concluderen dat CEO’s die een kleiner deel van hun carrière in hun huidige organisatie hebben gespendeerd er langer over hebben gedaan om tot de top van de ondernemingshiërarchie te geraken.¹⁰⁸ Het lijkt erop dat de jaren geïnvesteerd in het verkrijgen van algemene ervaring in plaats van ondernemings-specifieke expertise niet productiever zijn geweest.¹⁰⁹

-
- 106 Ang & Nagel 2009. Opmerkelijk is overigens dat externe bestuurders in de periode 1996-2005 slechter presteerden ten opzichte van interne bestuurders, dan in de periode 1989-1995 ondanks een toename in managementkennis en technologische ontwikkelingen.
- 107 Zie bijvoorbeeld ook Hardin III & Nagel 2007. Hardin en Nagel onderzochten bestuurders die verschillende ondernemingen tegelijkertijd geleid hadden om zodoende te kijken of de vaardigheden van deze bestuurders overdraagbaar waren tussen ondernemingen. Als voorbeeld noemen zij Steve Jobs die tegelijkertijd CEO was van Apple en Pixar. Ze vonden bewijs dat sommige vaardigheden overdraagbaar waren tussen ondernemingen, maar dat de mogelijkheid tot overdraagbaarheid slechts marginaal was. Hoewel de CEO bij zijn initiële onderneming superieure prestaties neerzette, bleek hij bij de andere onderneming(en) hooguit tot concurrerende prestaties te kunnen komen. Opmerkelijk was dat externe bestuurders slechter presteerden dan deze multi-bestuurder zowel als interne bestuurders.
- 108 Hamori & Kakarika 2009, p. 355-378. Gemiddeld kost het een bestuursvoorzitter die zijn hele leven werknemer is bij één onderneming 23,1 jaar om aan de top van de organisatie te komen. De bestuursvoorzitter die voor aankomst bij zijn laatste onderneming bij 6 of meer eerdere werknemers heeft gezeten, heeft er gemiddeld 26,75 jaar over gedaan.
- 109 Elson & Ferrere 2012, p. 25.

176. Druist in tegen intuïtie

Uit verschillende onderzoeken blijkt dat de ‘pools’ voor bestuurlijk talent in het algemeen ondernemingsspecifiek zijn.¹¹⁰ De gedachte dat het alleen maar om algemene vaardigheden zou gaan druist ook in tegen onze intuïtie. Gemakkelijkere toegang tot informatie heeft in het verleden juist gezorgd voor specialisatie. Het argument komt in wezen op hetzelfde neer door te zeggen dat omdat academische studies, boeken en artikelen onbeperkt toegankelijk zijn geworden door het internet, de getalenteerde professor een meester kan zijn op alle academische domeinen. Is het al de vraag of een hoogleraar in het recht binnen het recht tot de top kan behoren op verschillende gebieden, het gaat in ieder geval te ver om aan te nemen dat deze hoogleraar tegelijkertijd ook tot de top kan behoren van academische domeinen die aan de andere kant van het spectrum liggen.¹¹¹ De recente technologische ontwikkelingen hebben weliswaar voor een verandering van de invulling van het bestuurschap gezorgd, maar deze verandering doet eerder afbreuk aan de mobiliteit van de bestuurder.

“Today’s CEOs need to know more than how to run a business. They need to understand and effectively leverage their firm’s unique culture and differentiated brand. They need to know how to inspire their people and connect with their costumers. They need to balance the exogenous forces of a treacherous and continuously changing global business environment with the endogenous forces – and personalities – of their own companies to lead change and move forward. There is no substitute for mature judgment, deep understanding and well forged relationships based on trust developed over time on the playing field.”¹¹²

15.6 Mobiliteit in de praktijk

177. Inleiding

Ondanks het ontbreken van bewijs voor de theoretische aanname dat slechts algemene bestuurlijke vaardigheden ertoe doen, waardoor bestuurders die deze vaardigheden bezitten iedere beursgenoteerde onderneming optimaal zouden kunnen

110 Zie Cremers & Grinstein, p. 4, waarin zij expliciet benadrukken: “Consistent with prior studies, we find that managerial talent pools are generally firm-specific.” Interessant is dat zij in hun studie bepaalde industrieën onderscheiden waar percentueel gezien meer externe bestuurders vertegenwoordigd zijn, zoals de ‘aircraft’ en de ‘trading’ industrie.

111 Elson & Ferrere 2012, p. 27.

112 Zie Paul A. Laudicina (Managing officer and chairman of the board of A.T. Kearney) in Steingraber, Magjuka & Snively 2011.

leiden, blijft het een feit dat externe bestuurders worden aangetrokken en werken bij verschillende beursgenoteerde ondernemingen. Onder deze bestuurders zijn zowel Nederlandse als buitenlandse bestuurders te vinden.¹¹³ In de praktijk is er dus wel degelijk sprake van enige mobiliteit van bestuurders. De gedachte dat bestuurders zich vrij tussen beursgenoteerde ondernemingen kunnen bewegen lijkt dus niet zonder grond.

Als we naar deze mobiliteit in de praktijk kijken, ontstaat er een genuanceerder beeld. Indien er sprake is van een hoge mobiliteit van bestuurders, dan mag verwacht worden dat er een continue stroom van bestuurders is waar te nemen die van de ene onderneming naar de andere gaan (vergelijkbaar met de transfermarkt voor toptrainers). De beste bestuurders zullen naar de beste ondernemingen gaan en de minder goede bestuurders naar de mindere ondernemingen.¹¹⁴ Ook zou de stijgende trend van externe bestuurders doorzetten en de overhand krijgen, alleen al omdat de externe pool simpelweg groter is. Daarnaast zou het vaker voorkomen dat bestuurders worden ‘weggekocht’. Diverse onderzoeken wijzen echter uit dat deze verwachtingen niet stroken met de werkelijkheid.

178. Meerderheid intern

Allereerst dient te worden opgemerkt dat het overgrote deel van de bestuurders nog altijd intern opgeleid is. Tegenwoordig komt ongeveer 80% van de bestuurders voort uit de eigen gelederen.¹¹⁵ De door Murphy en Zabochnik genoemde stijgende trend om externe bestuurders aan te trekken is dus tot stilstand gekomen en het percentage externe bestuurder is de afgelopen 20 jaar zelfs weer afgenomen.¹¹⁶

179. Internationale markt

Als naar Nederland wordt gekeken, dan zijn er (ondanks een afname in het beloningsverschil met bijvoorbeeld de Angelsaksische landen) volgens de berekeningen van het CPB sinds 1999 niet meer buitenlandse bestuurders toegetreden tot de top

113 Door dit laatste wordt de gedachte van een internationale markt voor bestuurders versterkt.

114 Een aanname die onder meer ten grondslag ligt aan de artikelen van Murphy en Zabochnik en van Gabaix en Landier, zie Murphy & Zabochnik 2004; Gabaix & Landier 2008.

115 Kay 2012, p. 98/99. Zie tevens Cremers & Grinstein 2014, p. 11. In hun onderzoek keken de auteurs naar het aantal CEO's die van buitenaf kwamen in de periode 1993-2005, waardoor zij op een hoger cijfer (rond de 30% uitkomen).

116 Kay 2012, p. 98/99. Cremers & Grinstein 2009, p. 11. In hun onderzoek keken de auteurs naar het aantal CEO's die van buitenaf kwamen in de periode 1993-2005. Lucier, Wheeler & Habbel 2007, p. 8.

van het Nederlandse bedrijfsleven. Het aandeel buitenlandse bestuurders is min of meer constant gebleven en is zelfs wat afgenomen.¹¹⁷ Er lijkt derhalve geen sprake te zijn van een steeds groter wordende internationale markt voor bestuurders. Tot eenzelfde conclusie komt David Bolchover in een studie naar de mobiliteit van bestuurders wereldwijd.¹¹⁸ Er is slechts één CEO die van het ene continent (Noord-Amerika) naar het andere (Europa) ging en dat was een Nederlander.¹¹⁹ Geen van de CEO's van de wereldwijde Fortune 500 ondernemingen uit de VS was afkomstig van buiten de VS. In heel West-Europa waren er slechts 4 CEO's – goed voor 2,6% van het totaal aantal West-Europese CEO's uit het onderzoek – die overstapten vanuit een ander land, waar ze dezelfde functie vervulden.¹²⁰

180. Weinig beursgenoteerd naar beursgenoteerd

Als meer specifiek gekeken wordt naar de groep van externe bestuurders dan blijkt dat slechts een klein percentage ook daadwerkelijk van een andere beursgenoteerde onderneming komt. Uit onderzoek van Martijn Cremers en Yaniv Grinstein komt naar voren dat minder dan 2% van alle nieuwe CEO's in de VS van beursgenoteerde vennootschappen voorheen ook CEO van een beursgenoteerde onderneming is geweest. De meeste externe bestuurders komen van kleine, private ondernemingen die geen notering aan de beurs hebben.¹²¹

117 De onderzoekers concluderen: *'het verband tussen convergentie van beloningen en internationale mobiliteit is dus niet duidelijk aanwezig.'* CPB 2010, p. 40/41. Het onderzoek dat in 2010 verscheen richt zich met name op de periode 1999-2005 en heeft betrekking op ongeveer 600 grote ondernemingen in Nederland waaronder de grote beursgenoteerde ondernemingen. Opgemerkt dient te worden dat het CPB hier doelt op de mobiliteit tussen landen, dus niet alleen bestuurders van buiten de onderneming maar tevens van buiten Nederland. Als we kijken naar de referentiegroepen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, dan bestaan deze voor het overgrote deel uit niet-Nederlandse ondernemingen. De mobiliteit van bestuurders van buiten Nederland die plaatsnemen in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen en vice versa is dus essentieel voor het verklaren van het gebruik van de huidige referentiegroepen.

118 Zie het rapport van Bolchover 2013. Het onderzoek heeft betrekking op een analyse van CEO benoemingen in 2012 van de Fortune Global 500, een jaarlijkse ranking van de top 500 ondernemingen wereldwijd, gemeten aan omzet.

119 Marijn Dekker (afkomstig uit Tilburg) was van 2002-2009 CEO van het Amerikaanse bedrijf Thermo Fisher Scientific en vertrok in 2010 naar het Duitse Bayer. Bolchover 2013, p. 10.

120 Bolchover 2013, p. 7-9.

121 Cremers & Grinstein 2009, p. 37.

181. Wegkopen komt zelden voor

Tenslotte komt het zelden voor dat een bestuurder wordt weggekocht bij zijn huidige onderneming. C. Edward Fee and Charles Hadlock keken naar de daadwerkelijke dreiging van zittende bestuurders om weggekocht te worden door een andere onderneming. In een overzicht van 1200 CEO-wisselingen tussen 1990 en 1998 was slechts 3,6% weggekocht.¹²² In een ander onderzoek, dat zich richtte op de ondernemingen met een notering aan de S&P 500 van 1993 tot en met 1998, werden slechts zes CEO's gevonden die weggekocht waren: minder dan 3%. Van deze zes aanvaardden er vijf een CEO positie bij een significant grotere onderneming en nam één de nummer twee positie in bij een onderneming die zestienmaal groter was dan zijn vorige werkgever. In dergelijke gevallen kan men zich afvragen of de overstap was voorkomen door de CEO een hogere bezoldiging te bieden, aangezien de kleinere onderneming niet dezelfde status, noch hetzelfde bezoldigingsniveau kan bieden als de grotere onderneming.¹²³

182. De irrelevantie van het gebruiken van referentiegroepen

Op basis van vorengenoemde bevindingen kan ernstig worden getwijfeld aan de aanname dat er een efficiënt werkende markt voor bestuurders bestaat. Desalniettemin ligt deze aanname ten grondslag aan het alom vertegenwoordigende gebruik van referentiegroepen bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders. Het bijna exclusief baseren van de ex ante bezoldiging van bestuurders op basis van externe referentie lijkt dan ook zonder fundament. Als tevens de optie om te heronderhandelen in geval van een aanbieding van buitenaf in overweging wordt genomen, dan is het duidelijk dat referentiegroepen voor het bepalen van de ex ante hoogte van de bezoldiging irrelevant zijn.¹²⁴

122 Fee & Hadlock 2003.

123 Fee & Hadlock 2004, tabel 1. Ook uit het onderzoek van Bolchover kwam naar voren dat binnen de VS slechts 5 CEO's – 3.5% van het totaal aantal CEO's van wereldwijde Fortune 500 ondernemingen in de VS – gekomen waren van een andere onderneming in de VS waar zij de functie van CEO hadden bekleed. Meer dan 87% van de ondernemingen in de VS had een interne CEO. Verder waren er in heel West-Europa twaalf CEO's die reeds CEO in een land waren en een aanstelling als CEO aanvaardden bij een andere onderneming in hetzelfde land. Twee van deze twaalf gingen van het ene staatsbedrijf naar het andere staatsbedrijf, waardoor het percentage uitkomt op 6,5% van alle West-Europese ondernemingen in het onderzoek. Geen van deze wisselingen speelde zich af in Nederland. Bolchover 2013, p. 7-9.

124 In de empirische onderzoeken blijven de aanbiedingen die een bestuurder van buitenaf ontvangt onopgemerkt, waardoor men niet precies weet of en zo ja, hoeveel aanbiedingen van buitenaf een bestuurder krijgt. Gezien het feit dat er weinig bestuurders daadwerkelijk worden weggekocht, ligt het voor de hand dat een bestuurder zijn huidige

Allereerst heeft het geen zin om een bestuurder te bezoldiging voor niet-bestaande alternatieven. Daar komt bij dat de directe overgang van een CEO slechts voorkomt in het uitzonderlijke geval waarin een grote beursgenoteerde onderneming geïnteresseerd is in een bestuurder van een significant kleinere onderneming.¹²⁵ Wanneer een grote beursgenoteerde onderneming van plan is de exceptioneel getalenteerde CEO van een kleine beursgenoteerde onderneming over te nemen, lijkt het onwaarschijnlijk dat de huidige onderneming een beter bezoldigingspakket kan bieden dan de grotere onderneming, gezien de omvang en het (extra) prestige van deze laatste. Ieder percentiel van een referentiegroep zou onvoldoende zijn om de bestuurder vast te houden. Daarnaast is de bezoldiging in dergelijke gevallen meestal niet van doorslaggevende betekenis voor de bestuurder.

Als een bestuurder een aanbieding heeft ontvangen en de financiële kant van dit aanbod hem doet twijfelen of hij over zal stappen of zal blijven, dan ligt het voor de hand dat hij opnieuw zal onderhandelen met de raad van commissarissen over zijn bezoldiging. In dit geval zal de bezoldiging daadwerkelijk het resultaat zijn van een onderhandeling waarbij de ‘opportunity costs’ expliciet in ogenschouw zijn genomen. De raad van commissarissen zal een afweging moeten maken of zij aan de wens van de bestuurder tegemoet komen of op zoek gaan naar een vervanger. De bestuurder zal kijken hoe attractief de andere optie is. Daarbij zal hij tevens moeten meewegen of het verlies van zijn ondernemings specifieke kapitaal in de huidige onderneming de overstap waard is. Ook in een dergelijk geval zijn referentiegroepen irrelevant.

Met vorenstaande wil ik niet zeggen dat het gebruiken van referentiegroepen in geen geval van enig nut kan zijn. Denk bijvoorbeeld aan de situatie dat gekeken wordt naar de hoogte van de bezoldiging van de CEO als graadmeter voor de bezoldiging van de verschillende lagen onder de raad van bestuur.¹²⁶ De bijna exclusieve nadruk die de afgelopen decennia is gelegd op externe referentie bij het vaststellen van het ex ante bezoldigingsniveau van bestuurders is echter zonder fundament en leidt tot niet te rechtvaardigen bezoldigingsniveaus die niet in het belang van de vennootschap lijken.

onderneming in beginsel prefereert (met name in het geval waarin er sprake is van een interne bestuurder).

125 Hieruit vloeit weliswaar voort dat het voorkomt dat exceptioneel getalenteerde bestuurders naar betere ondernemingen gaan, maar gezien het feit dat dergelijke ‘transfers’ in de praktijk weinig voorkomen, is het nauwelijks een liquide markt te noemen.

126 Op basis van een dergelijk voorbeeld werd het eerste referentieonderzoek uitgevoerd, zie Patton 1961, p. v/vi.

Conclusie over de hoogte

183. Conclusie over de hoogte

Een theoretische benadering toont dat diverse kanttekeningen geplaatst kunnen worden bij de armlengte onderhandelingen tussen de raad van commissarissen en de bestuurder over de bezoldiging van bestuurders die de aandacht verdienen. De kern van de problematiek wordt pas duidelijk na een institutionele benadering van de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders. Hieruit blijkt dat raden van commissarissen in de perceptie verkeren dat zij bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders in de greep van de markt worden gehouden. Deze perceptie vloeit voornamelijk voort uit de praktijk van het gebruikmaken van externe referentie bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders. Ten grondslag aan deze praktijk ligt de aanname dat er sprake is van een efficiënte markt voor bestuurders.

Opvallend is dat de aanname van een dergelijke markt berust op een gedachtespin-sel van de eerste beloningsconsultants. De verschillende voordelen van het gebruiken van referentiegroepen hebben de afgelopen decennia ervoor gezorgd dat externe referentie de praktijk is geworden bij het vaststellen van de bezoldiging. Hierdoor is het denkbeeld van een efficiënte markt voor bestuurders algemeen in zwang gekomen met als gevolg dat de noodzaak om te benchmarken is toegenomen.

Op basis van diverse onderzoeken blijkt een dergelijke markt niet in overeenstemming te zijn met de werkelijkheid. De dreiging dat bestuurders over zullen stappen naar één van de referenten is niet dusdanig realistisch voor een zittende bestuurder om het huidige referentieproces te rechtvaardigen. In het bijzonder niet voor de grotere beursgenoteerde ondernemingen. Bestuurders worden zelden geruild op een markt voor talent. De bestaande praktijk van het vaststellen van het bezoldigingsniveau op basis van externe referentie waarbij in het bijzonder internationale ondernemingen worden meegenomen zorgt desalniettemin voor het in stand houden van een kunstmatige (internationale) markt voor bestuurders. Een herijking van deze praktijk lijkt op zijn plaats.

De oplossing ligt mijns inziens in het vormgeven door de raad van commissarissen van een eigen bezoldigingsideologie die past bij de cultuur en de interne beloningsopbouw van de onderneming. Een ‘one-size-fits-all’ benadering lijkt mij niet geschikt. Wel geldt voor deze bezoldigingsideologie dat de nadruk moet komen te liggen op de interne beloningsverhoudingen. Hierdoor wordt afstand genomen van de kunstmatig in leven gehouden markt voor bestuurders waarmee voorkomen wordt dat de top van de onderneming verder afdrijft van de rest, zoals in de

afgelopen decennia door het haasje-over-effect is gebeurd. Daarnaast zorgt een krachtige nadruk op de interne beloningsverhoudingen ervoor dat de bestuurder zijn blik eerder intern zal wenden waardoor hij zich meer verbonden zal voelen met de rest van de onderneming en geneigd zal zijn de relatieve waarde van zijn inkomsten op de interne beloningsverhoudingen af te stemmen. Juist deze verbondenheid ontbrak de laatste jaren, hetgeen tot veel onvrede binnen ondernemingen heeft geleid, met demotivatie en andere schadelijke effecten tot gevolg.

Afsluitende opmerkingen over de structuur en de hoogte

184. De schaduwzijde van het bezoldigingsvraagstuk

Op grond van het onderzoek naar de schaduwzijde van het bezoldigingsvraagstuk zijn er twee kernproblemen te ontwaren die om een oplossing vragen. Het eerste kernprobleem heeft betrekking op de wijze waarop bestuurders bezoldigd worden en vindt haar neerslag in de *structuur* van de bezoldiging. Ondanks de intuïtieve aantrekkelijkheid van de pay-for-performance benadering biedt zij in de praktijk slechts een schijnzekerheid die geenszins onschuldig is. Pay-for-performance komt niet alleen haar belofte niet na, maar heeft zelfs een destructieve uitwerking op het duurzame succes van de onderneming. Een herijking van de functie van bezoldiging is dan ook vereist.

Het tweede kernprobleem heeft betrekking op de wijze waarop de ex ante hoogte van de bezoldiging van bestuurders wordt bepaald. De ongefundeerde aanname van een efficiënt werkende markt voor bestuurders heeft gezorgd voor een overmatige externe oriëntatie bij het vaststellen van de *hoogte* van de bezoldiging. Het bepalen van de ex ante hoogte op basis van externe referentie zorgt voor een onrechtvaardige bezoldigingsontwikkeling met als gevolg dat de kloof tussen de top en de rest van de onderneming structureel toeneemt. Hierdoor ontvangen bestuurders niet alleen een hogere bezoldiging dan nodig, maar ontstaan er tevens ongezonde verhoudingen binnen ondernemingen die het risico in zich bergen dat de productiviteit van werknemers afneemt en de kosten toenemen vanwege demotivatie en een verminderde moraal. Uit het onderzoek naar de schaduwzijde van het bezoldigingsvraagstuk vloeit dan ook voort dat er tevens een herijking nodig is van de wijze waarop de ex ante hoogte van de bezoldiging van bestuurders wordt vastgesteld.

Voor het oplossen van beide kernproblemen is een ingrijpende cultuurverandering nodig. Twee intuïtief krachtige aannames dienen verworpen te worden door bestuurders, commissarissen én aandeelhouders. Bekende paden moeten worden verlaten op zoek naar een bezoldigingsideologie die past bij de specifieke onderneming en haar bestuurders. Het is daarbij de vraag welke rol het vennootschapsrecht momenteel speelt bij de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen en welke bijdrage het vennootschapsrecht zou kunnen leveren aan het oplossen van de twee geïdentificeerde kernproblemen. Het derde deel zal gewijd zijn aan het onderzoek naar deze rol.

D E E L III

EEN VENNOOTSCHAPSRECHTELIJKE INVALSHOEK

De rol van het vennootschapsrecht

Inleiding

185. Inleiding

De ontwikkelingen op het gebied van de bezoldiging van bestuurders hebben vanaf het begin van het nieuwe millennium ervoor gezorgd dat de juridische bemoeienis ten aanzien van het onderwerp een vlucht heeft genomen. Het laatste anderhalve decennium heeft meer wet- en regelgeving inzake de bezoldiging van bestuurders het licht doen zien dan de anderhalve eeuw daaraan voorafgaand. Hierdoor is sprake van een duidelijke trendbreuk. Van oudsher houdt de wetgever zich slechts beperkt bezig met de bezoldiging van bestuurders. Voorop staat het uitgangspunt van contractsvrijheid, waardoor aan partijen een grote discretionaire ruimte wordt gelaten bij het aangaan van een beloningsovereenkomst. Als de overeenkomst eenmaal gesloten is, worden de juridische vraagstukken die daaruit voortvloeien beheerst door het adagium ‘pacta sunt servanda’.¹ Hetgeen afgesproken is dient ook nagekomen te worden, behoudens bijzondere omstandigheden.

Aan de vrijheid die aan partijen wordt geboden bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders ligt een vertrouwen in de werking van de markt ten grondslag. Het staat de bestuurder vrij te bepalen voor hoeveel beloning hij zijn diensten aanbiedt. De vennootschap is vrij om te bepalen hoeveel beloning zij voor de diensten van de bestuurder wil betalen. Tot vijftien jaar geleden greep het Nederlandse vennootschapsrecht slechts in ten aanzien van de beslissings- (en vertegenwoordigings)bevoegdheid van de vennootschap bij de vaststelling van de bezoldiging van de bestuurders: het is in beginsel de vergadering van aandeelhouders die de bezoldiging vaststelt.² Deze aan de AVA toekomende bevoegdheid was echter

1 Zie bijvoorbeeld de uitspraken inzake ABN-Amro waarin de variabele beloning ter discussie stond zoals ECLI:NL:GHAMS:2010:BN8425 Gerechtshof Amsterdam, 28-09-2010, 200.048.492; ECLI:NL:GHAMS:2010:BN8464 Gerechtshof Amsterdam, 28-09-2010, 200.048.495; ECLI:NL:GHAMS:2010:BN8468 Gerechtshof Amsterdam, 28-09-2010, 200.049.777. Zie ook Gerechtshof Amsterdam 27 april 2010, *JAR* 2010/142.

2 Deze wettelijke bepaling is voor het eerst opgenomen bij de wijziging van het Wetboek van Koophandel in 1928. Art. 48c WvK luidde: “Voorzover bij de akte van oprichting niet anders is bepaald, wordt de bezoldiging van bestuurders door de algemeene vergadering vastgesteld.”

niet dwingend nu deze mocht worden gedelegeerd aan bijvoorbeeld de raad van commissarissen.³

Nederland staat niet alleen in deze vrije houding ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders. De eerste juridische initiatieven in het Verenigd Koninkrijk die betrekking hebben op de bezoldiging van bestuurders stammen uit dezelfde tijd. In de Verenigde Staten en Duitsland is naar aanleiding van de beloningsschandalen ten tijde van de Grote Depressie al enige wetgeving rondom de bezoldiging van bestuurders geïntroduceerd. Verdere ontwikkeling van deze bepalingen of nieuwe wetgeving op dit gebied blijft ook daar uit, totdat aan het einde van de jaren '90 aan deze laissez-faire gedachte een einde komt. Redenen hiervoor zijn de stijgende beloningen aan de top, verschillende excessen en twee elkaar opvolgende crises waarbij aan de bezoldiging van bestuurders een negatieve rol wordt toegedicht.⁴ Deze twee crises hebben de wetgevers van Nederland, Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten aangezet tot het introduceren van regelgeving om de bezoldiging van bestuurders te reguleren.⁵

Al deze nieuwe initiatieven, die tot stand komen na nieuwe beloningsschandalen, hebben als (neven)doel de 'exorbitante' beloningsontwikkeling aan de top te beteugelen. Opmerkelijk daarbij is dat deze initiatieven alle vergelijkbaar zijn met of in het verlengde liggen van de juridische bepalingen die de Verenigde Staten en Duitsland introduceerden als remedie tegen de beloningsschandalen in de jaren '30: (i) meer transparantie, (ii) het herstellen van de scheefgroei in de vennootschappelijke verhoudingen bij het vaststellen van de bezoldiging en (iii) het introduceren van de mogelijkheid een onredelijke bezoldiging achteraf aan te passen of terug te vorderen.⁶ Een deel van deze aanpassingen heeft een wettelijke grondslag gekregen, een ander deel is door middel van zelfregulering opgenomen in verschillende codes.

In dit derde deel zal allereerst de ontwikkeling van de vennootschapsrechtelijke bezoldigingsregels van voor de scheiding van eigendom en zeggenschap tot het einde van het vorige millennium worden besproken. In het bijzonder zal aandacht

3 Lokin 2014.

4 Tijdens de 'corporate governance crisis' die zich even na de millenniumwisseling afspeelde, wordt Nederland opgeschrikt door het Ahold-schandaal, terwijl de rest van de wereld in de ban is van de ineenstorting van Enron en andere ondernemingen. In het bijzonder komen opties als beloningsinstrument door de crisis in een slecht daglicht te staan, omdat ze bij de verschillende ondernemingen verkeerde prikkels zouden hebben gegeven, waaronder het aanzetten tot korte termijn winsten en het in de hand werken van 'gaming' en 'playing with the numbers'. Tijdens de financiële crisis ligt de nadruk vooral op het risicobevorderende aspect dat variabele beloning met zich brengt. Door verkeerde prikkels worden te grote risico's genomen die een onderneming uiteindelijk de kop kunnen kosten.

5 Zie tevens Lokin 2014.

6 Een terugkerend verschijnsel is overigens ook het verbieden of niet uitkeren van (variabele) beloningen bij staatssteun.

INLEIDING

worden besteed aan de regelgeving die naar aanleiding van de Grote Depressie werd geïntroduceerd. Vervolgens zal in worden gegaan op de rol die het vennootschapsrecht in de onderzochte landen speelt bij de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen. In dat kader komt de regelgeving aan bod die sinds het begin van dit millennium is ingevoerd, onderverdeeld in drie deelonderwerpen: bezoldigingsregels voor beursgenoteerde vennootschappen omtrent (i) transparantie, (ii) de beslissings- en vertegenwoordigingsbevoegdheid bij het vaststellen van de bezoldiging en (iii) het achteraf aanpassen of terugvorderen van de bezoldiging. Verder zal per deelonderwerp eveneens worden gekeken hoe het vennootschapsrecht bij zou kunnen dragen aan het oplossen van de twee in het vorige deel gesignaleerde kernproblemen. Tenslotte wordt de rol van de rechter onderzocht, waarbij in het bijzonder wordt ingegaan op de mate waarin de rechter toekomt aan een beoordeling van de bezoldiging van bestuurders.

Wet- en regelgeving tot het millennium

186. Wet- en regelgeving voor de scheiding van eigendom en zeggenschap

De bezoldiging van bestuurders van naamloze vennootschappen is pas sinds het einde van de 19e eeuw onderwerp van debat geworden. Voor die tijd kent Nederland, evenals de rest van de wereld, voornamelijk familieondernemingen. De meeste van deze familieondernemingen worden gedreven in de vorm van een vof of een cv.¹

De naamloze vennootschappen in Nederland blijven tot het begin van de 20^e eeuw veelal een besloten karakter houden. Er wordt nauwelijks een beroep gedaan op het grote publiek. In veel gevallen zijn de aandeelhouders tevens de bestuurders van de vennootschap, waardoor de zeggenschap en de eigendom van de onderneming in handen van dezelfde personen zijn. Fungeert de aandeelhouder niet tevens als bestuurder, dan is hij desalniettemin nauw betrokken en heeft hij een goed zicht op de gang van zaken binnen de onderneming.²

Door het besloten karakter van de naamloze vennootschap en de familiekring waarbinnen de onderneming wordt gedreven, is de bezoldiging van de bestuurders van ondergeschikt belang. In het levensonderhoud wordt voorzien door de opbrengsten van de onderneming.³ Het is daarom geenszins gewoon dat een bestuurder voor zijn bestuursfunctie te allen tijde wordt bezoldigd.

Gezien de ondergeschiktheid van bezoldiging als inkomensvereiste voor de bestuurders (tevens aandeelhouders) in die tijd, is een wettelijke regeling hieromtrent in het Wetboek van Koophandel overbodig. Gedetailleerde bepalingen over de bezoldiging van bestuurders ontbreken dan ook. Alleen art. 44 WvK speelt enigszins een rol van betekenis:

-
- 1 Een vof werd vaak omgezet in een cv nadat de eerste generatie (de oprichters) van het familiebedrijf met pensioen ging. Hierdoor konden de gepensioneerden als stille vennoot bij de onderneming betrokken blijven zonder hoofdelijk aansprakelijk te zijn.
 - 2 Zie o.a. Frentrop 2002, p. 161.
 - 3 Slechts indien bijvoorbeeld de werkzaamheden onevenredig verdeeld zijn onder de vennoten, maakt men ter compensatie bezoldigingsafspraken.

“De vennootschap wordt beheerd door daartoe, door de vennoten, aangestelde bestuurders, deelgenooten of anderen, al dan niet loontrekkende, met of zonder toezigt van commissarissen. De bestuurders mogen niet onherroepelijk worden aangesteld.”⁴

Bestuurders worden door de vennoten aangesteld en kunnen al dan niet loon trekken. Juridisch gezien wordt de bezoldiging van bestuurders volledig overgelaten aan de contractsvrijheid der partijen. Enige wettelijke interventie blijft achterwege.

De regeling zoals vervat in art. 44 WvK is niet alleen kenmerkend voor Nederland. In Duitsland en het Verenigd Koninkrijk kent men rond die tijd eenzelfde soort regeling. Het ‘frühe Aktienrecht’ houdt zich van de bezoldiging van bestuurders afzijdig. § 227 Abs. 2 ADHGB 1869 bepaalt slechts dat een bestuurder “besoldet oder unbesoldet” zijn werk kan verrichten.⁵ In het Verenigd Koninkrijk verwijst men naar het arrest *Hutton v West Cork Railway Co* uit 1883, waarin is bepaald dat directors niet prima facie aanspraak kunnen maken op enige vorm van bezoldiging.

“What is remuneration of directors? I think it is pretty clear that, like the compensation for loss of the services of the managing director, it is a gratuity. A director is not a servant. He is a person who is doing business for the company, but not upon ordinary terms. It is not implied from the mere fact that he is a director, that he is to have a right to be paid for it. In some companies [...] there is a special provision for the way in which the directors should be paid; in others there is not. If there is a special provision for the way in which they are to be paid, you must look to the special provision to see how to deal with it. But if there is no special provision their payment is in the nature of a gratuity.”⁶

4 Asser 1873, p. 27; Diephuis 1874, p. 104; Kist 1875; de Pinto 1876, p. 19.

5 Tijdens de aanpassing van het Aktiengesetz in 1884 wordt § 227 Abs. 2 ADHGB geheel overgenomen. In hetzelfde artikel is tevens bepaald dat een bestuurder niet per se aandeelhouder hoeft te zijn. Zie § 227 Abs. 2 ADHGB 1884: “Der Vorstand kann aus einer oder mehreren Personen bestehen; diese können besoldet oder unbesoldet, Aktionäre oder Andere sein.” Vaak bevatte de statuten echter een clause waarin stond opgenomen dat de bestuurder een bepaald aantal aandelen in onderpand moest geven dat tegelijkertijd diende als bescherming voor de vennootschap, zie Grattenthaller 2007, p. 30.

6 *Hutton v West Cork Railway*, Court of Appeal, (1883) 23 Ch. D. 654. Uit dit arrest komt ook de bekende regel van Lord Bowden: “there are to be no cakes and ale except such as are required for the benefit of the company”. Pas later zou in de modelstatuten bij de Companies Act worden opgenomen dat de directors één of meer van hen aan kan wijzen als managing director en eventueel een bezoldiging kunnen toekennen. Zie Table A: Regulations for management of a company limited by shares, Companies Act (Consolidation Act) 1929, nr. 68.

Slechts indien de bezoldiging is opgenomen in de oprichtingsakte of statuten of is goedgekeurd door de vennoten, is deze geldig.⁷

Door het schaarse gebruik van de naamloze vennootschap en de besloten kring waarbinnen ondernemingen worden gedreven, spelen vraagstukken rondom de bezoldiging van bestuurders in deze periode zowel in Europa als in de Verenigde Staten niet of nauwelijks een rol.⁸

De eerste regeling in Europa die expliciet ziet op de bezoldiging van bestuurders is § 237 HGB uit 1896, waarin door de Duitse wetgever wordt bepaald dat het tantième van het bestuur berekend dient te worden op basis van de nettowinst nadat alle afschrijvingen en reserves zijn verrekend. Voor het overige wordt de bezoldiging van bestuurders overgelaten aan de contractvrijheid der partijen. In Duitsland wordt met de omzetting van het ADHGB in het HGB in 1896 wel de 'Aufsichtrat' als verplicht orgaan van een naamloze vennootschap voorgeschreven (§ 243 HGB 1896). Op grond van § 246 Abs. 3 HGB 1896 kan aan de Aufsichtrat extra bevoegdheden worden toegekend, zoals het aanstellen van een bestuurder. De Aufsichtrat is op grond van § 247 Abs 1 HGB bevoegd de vennootschap in het rechtsverkeer met de bestuurder te vertegenwoordigen.⁹

Dit zou in de eerste helft van de 20^e eeuw veranderen, zowel door de toename in het gebruik als door de groei in omvang van de beursvennootschappen. Het is het uitbreken van de Grote Depressie, die gepaard gaat met diverse beloningsschandalen, waardoor in de Verenigde Staten en Duitsland over wordt gegaan tot het introduceren van vennootschapsrechtelijke regels om de bezoldiging van bestuurders te reguleren.

19.1 De reactie op de Grote Depressie in de Verenigde Staten

187. De onwetende aandeelhouder

Tijdens de 'roaring twenties' neemt de status van de bezoldigde bestuurder in de Verenigde Staten een vlucht. De rijzende status van de bezoldigde bestuurder gaat gepaard met een algemene aanvaarding van het toekennen van winstdelingen. Bestuurders worden hierdoor in staat gesteld inkomsten te genereren die passen bij hun nieuw verworven plaats in de samenleving. Bij veel ondernemingen zijn de aandeelhouders niet op de hoogte van de winstdelingen die de bestuurders

⁷ Zie ook het eerdere arrest *Dunston v Imperial Gas Light and Coke* (1832) 3 B & ad 125.

⁸ Zie Schüller 2002, p. 115.

⁹ Zie onder andere Grattenthaller 2007, p. 30/31.

ontvangen.¹⁰ Regelgeving over de bevoegdheidsverdeling bij het vaststellen van bonusplannen ontbreekt waardoor niet altijd even helder is hoe deze rechtsgeldig tot stand moeten komen.¹¹ De board of directors beschouwt het invoeren van bonusplannen als een onderdeel van het beleid, waardoor de meeste plannen door een besluit van de board of directors worden ingevoerd.¹² Het is de uitvoerende bestuurder verboden zijn eigen bezoldiging vast te stellen. In de praktijk wordt daarom veelal de regel gehanteerd dat een bestuurder wel de bezoldiging van zijn medebestuurders mag vaststellen, zolang hij niet direct meestemt over zijn eigen bezoldiging.¹³

Aandeelhouders spelen hierdoor een beperkte rol bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders. Hoewel de invoering van bonusplannen wordt gerechtvaardigd door te stellen dat het bestuur met de bonusplannen de belangen van de aandeelhouders wenst te dienen, zijn de aandeelhouders in de meeste gevallen niet eens op de hoogte van het bestaan van een bonusplan, laat staan van de manier waarop de bonussen worden bepaald en toegekend. Uit een onderzoek van John Baker over de bezoldigingspraktijk aan het einde van de jaren '20 blijkt, dat niet meer dan de helft van de bezoldigingsplannen voor bestuurders is goedgekeurd door, of zelfs bekend is gemaakt aan de aandeelhouders.¹⁴ Ter rechtvaardiging voor het niet openbaar maken wordt veelal de concurrentiegevoeligheid van de bonusplannen aangevoerd. Indien de plannen wel openbaar worden gemaakt aan de aandeelhouders, worden de details van de plannen in de meeste gevallen verborgen gehouden.

“Owners sometimes were informed, or could have learned from minor items in annual reports, that such plans existed, but knew none of the details concerning them.”¹⁵

10 Bekend uit die tijd is dat ook in Duitsland, evenals in Nederland, de bezoldiging wordt vastgelegd in een arbeidsovereenkomst en kan bestaan uit een vast salaris en tantièmes (*gewinnbeteiligung*). Voor het vaststellen van de tantièmes was geen expliciete goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders vereist. Zie Stenzel 2012, p. 34.

11 Ook heerst er onduidelijkheid over de gevolgen van het ontbreken van een eventuele voorgeschreven goedkeuring of ratificatie. In de meeste jurisdicties is een dergelijke bezoldigingsovereenkomst nietig, maar in een paar is de overeenkomst vernietigbaar. Wells 2010, p. 703.

12 “The fact that most of the companies established their bonus plans as a policy under directors’ supervision suggest the freedom and flexibility offered by this method.” Baker 1929, p. 198.

13 Wells 2010, p. 703.

14 Baker 1929, p. 206/207.

15 Baker 1929, p. 206.

188. De verontwaardiging door de ‘Great Depression’

Het diepe dal waar de Verenigde Staten eind jaren '20 in duikelen zorgt ervoor dat de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen de aandacht van het grote publiek krijgt. Aangewakkerd door de ‘Great Depression’ en opgedrongen vanuit de overheid of toevalligerwijs boven water gekomen tijdens rechtszaken over geheel andere onderwerpen, vindt er een serie openbaarmakingen van bezoldigingspakketten plaats. Hierdoor wordt bekend dat bestuurders van de grote beursgenoteerde ondernemingen in de Verenigde Staten voorafgaand aan de crisis bedragen hebben ontvangen die de verbeelding te boven gaan, zonder dat naast de board of directors iemand hiervan op de hoogte was. Bij iedere bekendmaking stijgt de verontwaardiging onder het grote publiek, terwijl het land ondertussen steeds verder wegzakt in de economische malaise.¹⁶

189. De reactie van de wetgever in de Verenigde Staten

De New Deal-beweging onder aanvoering van President Roosevelt neemt duidelijk stelling tegen deze bestuurders en hun omvangrijke beloningen. De grote verontwaardiging die overheerst zet de wetgever aan tot het introduceren van wet- en regelgeving om te voorkomen dat de beloningsmisstanden herhaald zullen worden. Er worden voorstellen gedaan tot het verhogen van de belastingen op topbeloningen en er worden verplichte beloningsplafonds ingevoerd, in het bijzonder bij ondernemingen die met steun van de overheid zijn gered. De wetgever grijpt de crisis ook aan om via het federale ondernemings- en effectenrecht bezoldigingsregelgeving te introduceren om tegemoet te komen aan de maatschappelijke onrust. De Amerikaanse wetgever kiest in het bijzonder voor één manier om de uit de hand gelopen bezoldigingen te beteugelen: het vormgeven van transparantieverplichtingen.¹⁷

De publieke woede over de hoge bezoldigingsniveaus leidt ook tot verschillende initiatieven om door middel van belastingen een plafond te creëren. De voorstellen, waarmee op de meest directe manier invloed wordt uitgeoefend op de hoogte van de bezoldiging, zouden geen van allen de eindstreep halen. Het voorstel van de Senate Finance Committee om de belasting op een bezoldiging boven \$75.000 te verhogen naar 80% heeft nooit de Revenu Act gehaald en ook gelijksoortige initiatieven van individuele senatoren stranden voortijdig.¹⁸ De politiek blijkt terughoudend met het invoeren van maatregelen waarmee directe invloed op de hoogte zou worden uitgeoefend.

16 De bodem was pas bereikt in 1933.

17 Wells 2010, p. 717.

18 Zie voor een overzicht van de verschillende voorstellen Leff 1984, hoofdstuk 2: Origins of Soak-the-Rich Taxation.

Een andere reactie van de wetgever om in te grijpen in de bezoldiging van bestuurders richt zich op een beperkt aantal ondernemingen, namelijk de ondernemingen die door middel van staatssteun overeind worden gehouden. De Reconstruction Finance Corporation (“RFC”) wordt nog opgericht onder toenmalige president Herbert Hoover en houdt zich bezig met het toekennen van financiële steun aan belangrijke noodlijdende ondernemingen. Als bekend wordt dat het spoorwegbedrijf Southern Pacific zijn bestuurder \$135.000 aan bezoldiging heeft toegekend, terwijl het bedrijf staatssteun heeft ontvangen om overeind te blijven, worden initiatieven ontplooid om een verplicht salarisplafond in te voeren bij door de overheid financieel gesteunde ondernemingen. De RFC kent geen nieuwe leningen meer toe, noch worden bestaande leningen vernieuwd of verlengd in het geval de onderhavige onderneming haar bestuurders hoger zou bezoldigen dan hetgeen als redelijk wordt ervaren.¹⁹ Ondanks de vage norm ‘redelijk’, blijft ingrijpen door de RFC niet uit. De RFC past haar bevoegdheid om de bezoldiging van bestuurders te verlagen echter alleen toe bij spoorwegbedrijven, waardoor de invloed van deze regeling minimaal blijft.²⁰

190. Openbaarmakingsverplichtingen

Financiële informatie in het algemeen en informatie over de bezoldiging van bestuurders in het bijzonder worden door beursgenoteerde ondernemingen maar mondjesmaat en veelal met tegenzin openbaar gemaakt.²¹ De meeste ondernemingen houden deze informatie liever verborgen voor de buitenwereld. Hierdoor tasten aandeelhouders en het grote publiek in het duister over hoeveel bezoldiging er jaarlijks aan bestuurders wordt toegekend en hoe de hoogte van de bezoldiging wordt vastgesteld. Directors hebben een omvangrijke discretionaire bevoegdheid waar zij gretig gebruik van maken.

Door de publieke verontwaardiging naar aanleiding van de beloningsschandalen, wordt de roep om openbaarmakingsverplichtingen op te leggen aan beursgenoteerde

19 “The Reconstruction Finance Corporation shall not make, renew, or extend any loan under the Reconstruction Finance Corporation Act [...] if at the time of the making, renewing, or extending such loan any officer, director or employee of the applicant is receiving compensation at a rate in excess of what appears to be reasonable to the Reconstruction Finance Committee”. Deze regeling is opgenomen in de Reconstruction Finance Corporation Act van 10 juni 1933, chapter 55, § 4, 48 stat. 120, 1934.

20 Overigens werd er door de overheid wel salarisverlaging afgedwongen in de postsector, onder meer bij de vervoerders van luchtpost. Zie Wells 2010, p. 753.

21 In de 19e eeuw publiceerden de grote ondernemingen praktisch geen financiële informatie. Vanaf de jaren '20 maken de beursgenoteerde ondernemingen basisinformatie openbaar, onder meer vanwege verplichtingen voortkomend uit ‘blue sky laws’ van sommige staten of opgelegd door de New York Stock Exchange als vereiste om een beursnotering te mogen voeren. Openbaarmaking van de bezoldiging van bestuurders schittert door afwezigheid.

vennootschappen steeds luider. De idee leeft dat bestuurders, doordat aandeelhouders wijdverspreid zijn en geen effectief toezicht kunnen houden, zelf kunnen bepalen hoeveel bezoldiging zij wensen te ontvangen. Door de niet-uitvoerende bestuurders wordt hen geen strobreed in de weg gelegd.²²

Openbaarmakingsverplichtingen moeten inzicht verschaffen in de bedragen die worden uitgekeerd en moeten op die manier een matigende werking hebben op het niveau van de bezoldiging van bestuurders. Hierdoor wordt een eind gemaakt aan de gedachte, dat informatie over de bezoldiging van bestuurders slechts voorbehouden is aan de onderneming.

191. De Securities Act van 1933

De belangrijkste maatregelen die de Amerikaanse federale wetgever treft naar aanleiding van de beloningsschandalen in de jaren '30 zijn de openbaarmakingsverplichtingen, opgenomen in de Securities Act van 1933 en de Securities Exchange Act van 1934.²³ De Securities Act uit 1933 richt zich op ondernemingen die voor het eerst naar de beurs gaan. In de Securities Act wordt in '*Schedule A*' opgenomen dat beloningen aan bestuurders boven \$25.000 openbaar dienen te worden gemaakt. Daarnaast dient ook ieder 'material contract' met een bestuurder openbaar te worden gemaakt. Onder een dergelijk contract valt in ieder geval "[a]ny management contract or contract providing for special bonuses or profit-sharing arrangements".

192. De Securities Exchange Act van 1934

Iets meer dan een jaar later wordt ook de Securities Exchange Act aangenomen, waarin bepalingen zijn opgenomen voor ondernemingen met een beursnotering. In deze Act worden permanente verplichtingen voor het openbaar maken van de bezoldiging – inclusief bonusregelingen en winstdelingen – van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen verankerd.

Het vermelden waard is in dat kader het onderzoek dat de Federal Trade Commission (hierna: FTC) naar aanleiding van het uitbreken van de crisis was gestart. Enkele maanden voordat over de Securities Exchange Act gestemd zou worden,

22 Dit argument werd bijvoorbeeld aangedragen door Senator McFarlane die onder verwijzing naar American Tobacco en Bethlehem stelde dat de bezoldiging dusdanig groot was geworden en werd "paid by reason of the fact that these individuals are able to dominate and control oftentimes with very little actual ownership of the business." Zie o.a. Wells 2010, p. 751. De gedachte die ten grondslag ligt aan de managerial powertheorie leefde in deze tijd dus ook al.

23 De Securities Act werd goedgekeurd op 27 mei 1933, de Securities Exchange Act op 6 juni 1934.

presenteert de FTC de resultaten van haar onderzoek aan de senaat. Hieruit komt naar voren dat de bezoldigingsniveaus van bestuurders sinds de piekjaren 1929-1930 weliswaar zijn gedaald, maar dat er nog steeds aanzienlijke bedragen worden ontvangen door bestuurders. De resultaten van het onderzoek zorgen voor een opleving van de woede richting de bestuurders en versterken de gevoelde noodzaak om permanente openbaarmakingsverplichtingen op te leggen aan beursgenoteerde ondernemingen. Deze openbaarmakingsverplichtingen komen in de Securities Exchange Act tot wasdom.²⁴

Rechter Louis Brandeis wordt wel gezien als de oorspronkelijke aanjager van het onderzoek van de Federal Trade Commission. Brandeis vroeg in een brief aan zijn protegé Felix Frankfurter of deze laatste zich niet kon inzetten voor het openbaar maken van de bezoldiging bij beursgenoteerde ondernemingen naar aanleiding van de eerste beloningsschandalen (in het bijzonder het schandaal dat bekend raakte door de rechtszaak tegen Bethlehem Steel).²⁵ Als rechter kon Louis Brandeis dit onmogelijk zelf doen. Frankfurter benaderde enkele politici en belandde uiteindelijk bij een senator uit Colorado, Edmund Costigan. Met een motie zorgde Costigan ervoor dat de FTC een onderzoek startte naar de bezoldiging van bestuurders. Brandeis had een sterk wantrouwen tegen de grote ondernemingen vanwege hun omvang en hoopte argumenten tegen deze ondernemingen te kunnen ontleen aan de wijze waarop de bezoldiging van bestuurders werd vastgesteld ten koste van de aandeelhouders.²⁶

193. Oprichting van de Securities and Exchange Commission

De Securities Exchange Act creëert tevens een nieuw overheidsorgaan: de Securities and Exchange Commission (hierna: SEC). De SEC dient uitvoering te geven aan de Securities Exchange Act en brengt het 10K formulier uit waarop meer in detail staat aangegeven welke informatie er precies van de ondernemingen wordt verlangd. Item 9 op het 10K formulier eist in ieder geval informatie met betrekking tot “the

24 Naast de verplichtingen tot openbaar maken op grond van de Securities Act en Securities Exchange Act wordt ook op een andere manier getracht de bezoldiging van bestuurders meer in de openbaarheid te krijgen. Tijdens de Pecora-hearings zijn verschillende gevallen van belastingontduiking boven water gekomen. Hierdoor worden er in de Revenue Act van 1934 bepalingen opgenomen die ervoor moeten zorgen dat belastingdata toegankelijk worden voor het publiek. Ondernemingen worden onder meer verplicht een overzicht te verschaffen aan het Congres van de Verenigde Staten van alle bestuurders en werknemers die meer verdienen dan \$15.000 per jaar. Weliswaar is de toegevoegde waarde van deze regeling beperkt, aangezien ondernemingen op grond van het 10K formulier al gedetailleerde informatie openbaar moeten maken, maar de invoering ervan geeft wel aan hoezeer openbaarmaking van bezoldigingsinformatie als noodzakelijk wordt beschouwd. Zie Wells 2010, p. 745/746.

25 Berendt v. Bethlehem Steel Corp., 154 A. 321 (N.J. Ch. 1931).

26 Zie onder andere Wells 2010, p. 738 e.v.

name and aggregate remuneration of each person among the officers, directors and employees of the registrant receiving one of the three highest aggregate amounts of remuneration.” Overige informatie over uitgekeerde bezoldiging aan de top van de onderneming mag men als groep opnemen onder vermelding van het aantal personen waaruit de groep bestaat.

194. Argumenten voor openbaarmakingsverplichtingen

Eén van de redenen die gegeven worden voor het opnemen van de openbaarmakingsverplichtingen ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders in de Securities Exchange Act is om de belegger te voorzien van voldoende basiskennis zodat de belegger in staat wordt gesteld een oordeel te vellen over de waarde van de aandelen die hij koopt en verkoopt. De informatie moet de besluitvorming van beleggers dus ten goede komen. Een tweede, minder expliciete, reden voor het openbaar maken van de bezoldiging is dat de hoop bestaat dat deze verplichtingen een matigende werking zullen hebben op de bezoldiging.²⁷ De wetgever tracht zodoende op indirecte wijze in te grijpen in de hoogte van de bezoldiging.

195. De bezoldiging van bestuurders als publiek eigendom

Ook na het invoeren van de openbaarmakingsverplichtingen in de Securities Exchange Act verzetten veel ondernemingen zich tegen het publiekelijk bekend maken van de informatie over de bezoldiging van bestuurders. Een groot deel van de ondernemingen verzoekt de SEC hun gegevens als vertrouwelijk aan te merken en niet openbaar te maken.²⁸ Er wordt een brede variëteit aan redenen gegeven voor het niet openbaar maken van deze gegevens. Zo wordt onder meer aangehaald dat iedere interesse in salarissen ‘criminal curiosity’ is. Ook wordt gevraagd de gegevens niet openbaar te maken, aangezien publicatie zou leiden tot ontevredenheid bij de ‘rank and file’ medewerkers. De SEC weigert de verzoeken tot geheimhouding in te willigen, waardoor de bezoldiging van bestuurders tot het publieke domein gaat behoren.²⁹

27 Wells 2010, p. 743/744.

28 De ondernemingen dienden voor verschillende soorten informatie het verzoek in bij de SEC om de desbetreffende informatie aan te merken als vertrouwelijk. Dat ondernemingen niet welwillend stonden tegenover het openbaar maken van informatie over de bezoldiging van bestuurders blijkt wel uit het feit dat geheimhouding van gegevens, na data over de verkopen van de onderneming, het meest werd aangevraagd met betrekking tot de bezoldiging van bestuurders.

29 Ook de rechtszaken die door ondernemingen werden aangespannen tegen de SEC om openbaarmaking te voorkomen werden door de SEC gewonnen. Wells 2010, p. 744.

196. Afsluitende opmerkingen

De discussie die rond de jaren '30 tot stand komt over de bezoldiging van bestuurders wordt zowel door rechtszaken als het optreden van de wetgever het juridische domein ingetrokken.³⁰ De opkomst van winstdelingen na de Eerste Wereldoorlog heeft ervoor gezorgd, dat een aantal bestuurders in de Verenigde Staten een fortuin vergaart zonder dat aandeelhouders hiervan op de hoogte zijn. Het duurt tot het uitbreken van de Grote Depressie voordat een einde wordt gemaakt aan deze onwetendheid. Hoewel de nadruk op juridisch vlak voornamelijk wordt gelegd op de verhouding tussen aandeelhouders en directors bij het vaststellen van de bezoldiging, wordt het juridische debat deels ingekleurd door de publieke discussie over de absolute hoogte van de bezoldiging van bestuurders. Aandeelhouders hebben enorme verliezen moeten incasseren op hun investeringen en vele werknemers zijn hun baan – en daarmee hun zekerheid – kwijtgeraakt. Tegelijkertijd wordt bekend dat de voorheen zo gelauwerde bestuurders een groot deel van de gemaakte winsten mee naar huis hebben genomen. Enkele bestuurders hebben zelfs een jaarlijkse bezoldiging ontvangen die door de – in die tijd onvoorstelbare – grens van \$1 miljoen breken. Publiekelijk vraagt men zich niet alleen af of de bestuurders hun geld wel waard zijn (geweest), maar tevens of een bestuurder van een onderneming die niet van hemzelf is überhaupt zoveel zou mogen verdienen. De stelling 'no man can be worth \$1.000.000 a year' neemt een plek in binnen het gevoerde debat.³¹

De initiatieven in de politiek leggen ook de terughoudendheid bloot om juridisch de bezoldiging van bestuurders aan banden te leggen. De wetgever kiest uiteindelijk niet voor direct ingrijpen in de hoogte van de bezoldiging. De meeste van deze juridische initiatieven stranden voordat ze van enige invloed kunnen zijn. Een bescheiden succes wordt geboekt door de wetgever met het invoeren van openbaarmakingsverplichtingen. Hiermee hoopt de wetgever de 'checks and balances' te herstellen en beleggers te beschermen tegen excessieve bezoldigingspakketten. Deze openbaarmakingsverplichtingen hebben slechts een indirecte invloed op de bezoldiging van bestuurders. Ondanks de gevoelde noodzaak om in te grijpen, belet de weerzin om direct in te grijpen in de contractsvrijheid van partijen de wetgever van het ontwerpen van verregaande regelgeving ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders. Naast het recht op meer informatie wordt de positie van de aandeelhouder niet verder versterkt.

De openbaarmakingsverplichtingen zorgen er wel voor dat de informatie over de bezoldiging van bestuurders tot het publieke domein gaat horen. Ondernemingen

³⁰ Zie over deze rechtszaken hoofdstuk 31.

³¹ Zie hierover Wells 2010, p. 706.

dienen de beloningsdata weliswaar alleen te verstrekken aan de SEC, maar dit weerhoudt verschillende kranten en tijdschriften er niet van de informatie op te vragen en overzichten van de bezoldiging van bestuurders te publiceren.³² Hierdoor neemt de kans op reputatieschade en publiekelijke veroordeling toe.

19.2 De reactie op de Grote Depressie in Duitsland

197. De crisis in Duitsland

Ook Duitsland lijdt hevig onder de ‘Weltwirtschaftskrise’ van 1929-1932. De Duitse economie is in overwegende mate afhankelijk van steun uit de Verenigde Staten. Als die steun door de Verenigde Staten wordt opgezegd vanwege het uitbreken van de crisis in eigen land, wordt Duitsland in het kielzog van de Verenigde Staten mee de recessie ingetrokken. Een oplopende werkloosheid, dalende inkomsten van ondernemingen en een niet te beheersen inflatie zijn het gevolg. De schrijnende situatie waarin de Weimarrepubliek zich bevindt, noopt tot ingrijpen door de Reichspräsident door het uitvaardigen van diverse ‘Notverordnungen’. De bezoldiging van bestuurders wordt daarbij niet gespaard.

198. Notverordnungen

Door de gevolgen van de wereldwijde crisis neemt ook de verontwaardiging over de hoge beloningen van bestuurders in Duitsland toe. Bestuurders ontvangen op basis van hun contracten bedragen die nog gestoeld zijn op de steeds maar groeiende winsten die de ondernemingen voor het uitbreken van de crisis tijdens de ‘Goldenen Zwanziger’ behaalden. Ondanks de verslechterde (financiële) situatie wordt ten aanzien van de top van de onderneming vastgehouden aan deze eerder gemaakte afspraken. Daarnaast laten bestuurders in hun arbeidscontracten clausules opnemen waardoor hun bezoldiging wordt gevrijwaard van de door de crisis ontketende inflatie.³³ Hierdoor stijgt de bezoldiging van bestuurders tot grote hoogte en worden de (reeds kwakkelende) ondernemingen belast met enorme betalingsverplichtingen.³⁴ Berichten over talrijke noodlijdende bedrijven waar de bezoldigingen van de bestuurders “jedes erträgliche Maß überschritten haben” voedt

32 Onder andere Time, The New York Times, The New Republic en Fortune besteden vanaf de invoering van de openbaarmakingsverplichtingen aandacht aan de hoogte van de bezoldiging van bestuurders. Er is niet alleen aandacht voor de hoogte *an sich*, maar tevens voor de hoogte van de bezoldiging van bestuurders in verhouding tot het loon van de gemiddelde werknemer in een bepaalde industrie.

33 Bestuurders bedongen een zogeheten ‘Sicherheitszuschläge’.

34 Grattenthaller 2007, p. 31.

de woede richting de bestuurders.³⁵ De riant beloning van de top staat in schril contrast tot de hopeloze economische situatie waarin de ondernemingen verkeren en tot de situatie van de werknemers die gedwongen worden werktijdverkorting te accepteren of zelfs geheel werkeloos worden. De ‘onbeperkte contractsvrijheid’ op grond waarvan gemaakte afspraken over de bezoldiging van bestuurders nagekomen dienen te worden, komt in Duitsland in het middelpunt van de discussie te staan.³⁶

“Diese unbeschränkte Vertragsfreiheit des bisherigen Rechts hat in der Vergangenheit bekanntlich häufig dazu geführt, daß Riesengehälter und Gewinnanteile ohne Rücksicht auf die Aufgaben und die Leistungsfähigkeiten der Vorstandsmitglieder und sogar dann noch geleistet wurden, wenn die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft hoffnungslos war und die Mitglieder der Gefolgschaft zur Kurzarbeit gezwungen waren, zeitweise auf ihren Arbeitsplatz verzichten mußten oder völlig arbeitslos wurden.”³⁷

De Reichspräsident reageert op de misstanden door noodverordeningen uit te vaardigen waardoor niet alleen openbaarmakingsverplichtingen worden ingevoerd maar tevens de contractsvrijheid van partijen met betrekking tot de bezoldiging van bestuurders wordt ingeperkt.³⁸ Bij de hervorming van het ‘Aktiengesetz’ worden de kernbepalingen van deze noodverordeningen vervolgens verankerd in het Duitse vennootschapsrecht. Tot op heden zijn ze daar te vinden.

De Duitse wetgever kiest derhalve voor een drastischer ingreep dan de wetgever in de Verenigde Staten. Deze verreikende reactie van de Duitse wetgever moet worden gezien in het licht van het politieke klimaat dat rond 1930 in Duitsland de boventoon voert en de daardoor afwijkende bezoldigingsdiscussie. Hoewel de beloningsschandalen in de Verenigde Staten zich in het bijzonder afspelen tussen ‘directors’ en aandeelhouders, staat bij de woede over de bezoldiging van bestuurders in Duitsland de verhouding tussen de bestuurders en de vennootschap c.q. de werknemers centraal. Sociale gerechtigheid speelt een beduidend grotere rol in Duitsland dan in de Verenigde Staten. Hierdoor ziet men een botsing ontstaan tussen de economische visie waarin de vrijheid van partijen en marktwerking een prominente plek innemen en de sociaal-politieke visie op de bezoldiging van bestuurders. Vanwege deze laatste visie richt het juridische debat zich in Duitsland voornamelijk op de nadelige gevolgen van het beginsel van *pacta sunt servanda* en de onwenselijke uitkomsten van de vrijheid der partijen.

35 Klausing 1933, p. 167.

36 Schlegelberger e.a. 1937, § 78 Anm. 1, p. 343/344.

37 Schlegelberger e.a. 1937, § 78 Anm. 1, p. 343/344.

38 Verordnung des Reichspräsidenten vom 6. Oktober 1931 alsmede Verordnung des Reichspräsidenten zur Behebung der Wirtschaft vom 4. September 1932, RGBl 1932, I, nr. 57, p. 425.

Ook in Duitsland wordt als reactie op de misstanden gekozen voor het aanpassen van de bezoldiging van bestuurders bij door de Staat gesteunde ondernemingen. Bepaald wordt dat de bezoldiging van een bestuurder of iemand uit het senior management van een onderneming die staatsteun ontvangen heeft, gekort kan worden tot een bedrag dat gelijk is aan hetgeen de ‘Reichsverwaltung’ betaalt voor vergelijkbare of gelijkwaardige diensten.³⁹ De aanpassing van de bezoldiging zou gelden voor de periode dat de onderneming van de staatssteun gebruikmaakt.⁴⁰

199. Openbaarmakingsverplichtingen

Ondanks de verschillende discussies in beide landen wordt ook in Duitsland de conclusie getrokken dat geen enkele aanpak zin heeft zolang de bezoldiging van bestuurders zich hult in duisternis. De Reichspräsident vaardigt op 19 september 1931 een noodverordening uit op grond waarvan de totale gezamenlijke bezoldiging van de leden van de raad van bestuur en de raad van commissarissen voortaan openbaar dient te worden gemaakt in het bestuursverslag. Op 21 september 1931 verschijnt in het ‘Reichgesetzblatt’ het nieuwe § 260a Abs. 3 nr. 6 HGB:

“In dem Geschäftsbericht sind ferner Angaben zu machen über die Gesamtbezüge der Mitglieder des Vorstandes und die der Mitglieder des Aufsichtsrats (Gehalt; Vergütungen, die in einem Anteil am Jahresgewinn bestehen; Aufwandsentschädigungen; Provisionen und Nebenleistungen jeder Art).”⁴¹

Met het openbaar maken van de (totale) bezoldiging van de vennootschapsleiding hoopt de wetgever, naast het verschaffen van inzicht in de kosten die de leiding van de vennootschap met zich brengt, tevens aan te sturen op een bezoldiging die meer in verhouding staat tot het vermogen van de vennootschap en de voortgang van de onderneming.⁴² Deze openbaarmakingsverplichting wordt niet door iedereen welkom geheten, evenmin als het doel dat men ermee wil bereiken. Zo stelt professor Klausning dat de wens tot het openbaar maken van de bezoldiging van bestuurders en commissarissen louter voortkomt uit afgunst.

39 Met Reichsverwaltung wordt de overheid bedoeld.

40 Vierter Teil Kapitel V § 1 der Verordnung des Reichspräsidenten zur Belebung der Wirtschaft van 4 september 1932, Reichgesetzblatt (RGBl) deel I, 1932, nr. 57, (uitgegeven op 5 september 1932), p. 431.

41 § 260a Abs. 3 nr. 6 HGB van de Verordnung des Reichspräsidenten über Aktienrecht, Bankenaufsicht und über eine Steueramnestie van 19 september 1931 in het Reichgesetzblatt (RGBl) deel I, 1931, nr. 63 (uitgegeven op 21 september 1931), p. 495.

42 Schubert & Hommelhoff 1986, p. 78.

“[...] letzten Endes einer vorwiegend durch Neid und ähnliche Erwägungen bestimmten aber keineswegs stets sachlich begründeten Kritik in der Generalversammlung und Öffentlichkeit Vorschub leistet.”⁴³

Desondanks gaat de totale bezoldiging van bestuurders en commissarissen door deze noodverordening ook in Duitsland behoren tot het publieke domein. Daarbij zij opgemerkt dat de openbaarmakingsverplichtingen in Duitsland slechts betrekking hebben op de totale bezoldiging van de gehele vennootschapsleiding (zowel de bestuurders als de raad van commissarissen). In de Verenigde Staten gaan de verplichtingen verder, omdat daar de individuele bezoldiging van de drie meest betaalde personen openbaar moet worden gemaakt en daarnaast de overige informatie over de bezoldiging aan de top van de onderneming als groep opgenomen mag worden onder vermelding van het aantal personen waaruit de groep bestaat.

200. Eenzijdige aanpassing van bezoldigingsafspraken

De meest ingrijpende noodverordening ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders zou niet snel na de invoering van vorenstaande openbaarmakingsverplichting volgen. In deze noodverordening staat de wens om in te grijpen in bestaande contracten centraal. Ook in Duitsland geldt in beginsel het adagium pacta sunt servanda. Vanwege genoemde misstanden wil de Reichspräsident met betrekking tot de bezoldigingsovereenkomsten van bestuurders een uitzondering op dit beginsel mogelijk maken. In de noodverordening van 6 oktober 1931 wordt bepaald, dat de bezoldiging kan worden verlaagd, wanneer deze ten opzichte van de financiële positie van de onderneming of in het licht van de algemene economische omstandigheden als “übermäßig hoch” kan worden aangemerkt en betaling van de bezoldiging “nach Treu und Glauben” niet kan worden verlangd.⁴⁴ In § 1 van kapitel III: Herabsetzung übermäßig hoher Dienstvergütungen wordt opgenomen:

“(1) hat ein Dienstberechtigter sich in einem vor Inkrafttreten der Vorschriften dieses Kapitels abgeschlossenen Dienstvertrage zur Zahlung einer Vergütung verpflichtet, die mit Rücksicht auf seine Geschäfts- oder Vermögenslage oder die veränderte allgemeine Wirtschaftslage als übermäßig hoch anzusehen ist und deren Weiterzahlung ihm deshalb nach Treu und Glauben nicht zugemutet werden kann, so ist er berechtigt, die Vergütung

43 Klausung 1933, p. 167.

44 § 1 van het fünfter Teil Kapitel III der Dritten Verordnung des Reichspräsidenten zur Sicherung von Wirtschaft und Finanzen und zur Bekämpfung politischer Ausschreitungen van 6 oktober 1931, Reichgesetzblatt (RGBl) deel I, 1931, nr. 67 (dag van uitgave 7 oktober 1931), p. 557. De ‘Dienstberechtigten’ heeft de bevoegdheid om de bezoldiging aan te passen. Vaak wordt de ‘Dienstberechtigten’ (lees: de vennootschap) vertegenwoordigd door de raad van commissarissen. Het kan voorkomen dat de bevoegdheid tot vertegenwoordiging (ook) bij het bestuur ligt.

durch schriftliche Erklärung gegenüber dem Dienstverpflichteten auf einen angemessenen Betrag herabzusetzen.”⁴⁵

201. Hervorming van het Aktienrecht

Ten tijde van de invoering van voornoemde noodverordeningen wordt er tevens nagedacht over een algemene hervorming van het ‘Aktienrecht’. Uit de beraadslaging van de hiertoe opgezette ‘Vorläufigen Reichswirtschaftsrat’ blijkt dat ook de bezoldiging van bestuurders een belangrijk onderwerp is tijdens de debatten. De overtuiging leeft dat het eigen belang van de bestuurders steeds vaker de boventoon voert en het belang van de vennootschap op de achtergrond geraakt.⁴⁶ Als gevolg daarvan wordt er unaniem gepleit voor een regeling, waarin wordt bepaald dat bij een verlies van de helft van het kapitaal of bij insolventie een ongepast hoge bezoldiging dient te worden verlaagd tot een gepast niveau. Ten grondslag aan deze regeling ligt de gedachte, dat als een vennootschap of de daarmee verbonden onderneming ten gronde gaat of dreigt te gaan, de vennootschap niet verplicht is aanzienlijke bezoldigingen aan bestuurders te betalen. Ook de werknemers en aandeelhouders hebben een recht te delen in hetgeen overblijft, zelfs in het geval waarin het bestuur niet schuldig is aan de ondergang.⁴⁷ Als ongepast wordt een bezoldiging gezien die niet voldoet aan de economische situatie of het rendement van de vennootschap.⁴⁸ Door de commissie die het vennootschapsrecht moet herzien wordt unaniem ingestemd met de gedachte dat een bestuurder in tijden van nood vanzelfsprekend genoeg moet nemen met een bescheidener bezoldiging.⁴⁹ Er wordt besloten een gelijksoortige bepaling, zoals de regeling in de noodverordening van 6 oktober 1931, te verankeren in de wet.

Een ander debat dat wordt gevoerd, heeft te maken met de inkomsten die bestuurders van een vennootschap krijgen vanwege hun positie als commissaris bij andere ondernemingen. Een deel van de commissieleden pleit ervoor deze inkomsten regelrecht naar de

45 Opgemerkt zij, dat de bevoegdheid voor het aanpassen van de bezoldiging niet wettelijk wordt neergelegd bij de raad van commissarissen – zoals nu het geval is op basis van § 87 Abs. 2 S. 1 AktG – maar in het algemeen bij de ‘Dienstberechtigten’ oftewel bij de vennootschap. Zie Schüller 2002, p. 115.

46 Zie onder meer de opmerking van Napthali (p. 197 e.v.) in Schubert & Hommelhoff 1986.

47 Zie de verschillende bijdragen aan het debat van Eggert, p. 170 e.v., Cohen, p. 218 e.v. Hachenburg, p. 246 en 692, Silverberg, p. 696 en Tarnow, p. 698 in: Schubert & Hommelhoff 1986.

48 Protokoll 2. Sitzung des Vorläufigen Reichswirtschaftsrats, 22 september 1932 in Schubert en Hommelhoff 1986, p. 197 en Protokoll 3. Sitzung des Vorläufigen Reichswirtschaftsrats, 23 september 1932 in: Schubert & Hommelhoff 1986, p. 255.

49 Schubert & Hommelhoff 1986, p. 78.

onderneming te laten gaan. Onder meer in het geval waarin de bestuurder van de moeder-vennootschap q.q. zitting heeft in de raad van commissarissen van de dochtervennootschappen en daarvoor een vergoeding ontvangt. Deze regeling stuit op verzet. De bestuurder dient als commissaris zitting te nemen als zelfstandig persoon. Met de aanstelling van de commissaris rust op de bestuurder een zware verantwoordelijkheid die op lichte wijze tot aansprakelijkheid kan leiden. Daarom acht een andere deel van de commissie het onjuist de bestuurder de commissarisvergoeding te ontnemen. Deze argumenten overtuigen een nipte meerderheid van de commissieleden, waardoor een verplichte afdracht van de commissarisvergoeding van een bestuurder aan de vennootschap wordt afgewezen.⁵⁰

202. In een passende verhouding tot

Naast een bepaling om de bezoldiging van bestuurders aan te passen indien er sprake is van een dusdanig verslechterde toestand van de vennootschap, is de wetgever voornemens een meer algemene regeling ten aanzien van de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders in het leven te roepen. De wetgever ‘bemoeit’ zich dus zowel met het vaststellen van de bezoldiging vooraf als het aanpassen van de bezoldiging achteraf.

Aan de, door de nationaalsocialisten in het leven geroepen, ‘Akademie für Deutsches Recht’ wordt gevraagd een voorstel voor een wettelijke regeling op te stellen. Dit voorstel komt er als volgt uit te zien:

“Die festen Bezüge der Mitglieder des Vorstands müssen in einem angemessenen Verhältnis zu ihren Leistungen, zur Lage der Gesellschaft und zu den in Unternehmen dieser Art üblichen Bezügen der Angestellten und Arbeiter stehen.”

De vaste bezoldiging van bestuurders dient in een passende verhouding te staan tot de prestaties van de bestuurder, de toestand van de vennootschap en tot de gebruikelijke bezoldiging van overige werknemers waaronder de werknemers. De grondgedachte achter deze regeling is, dat bij het omgaan met bezoldigingsvraagstukken door de grote vennootschappen de (bedrijfs)economische overwegingen worden meegenomen, maar “die psychologische Rücksichtnahme auf die übrigen Bevölkerungskreise” wel eens wordt vergeten. De wetgever wil met deze regeling op zijn minst een richtlijn geven aan vennootschappen. Door de bezoldiging van bestuurders te koppelen aan de bezoldiging van de werknemer wil de Akademie

⁵⁰ Schubert & Hommelhoff 1986, p. 255.

für Deutsches Recht de spanningen tussen de verschillende lagen tegengaan en voor “ein gewisses Mindestmaß sozialer Gerechtigkeit” zorgen.⁵¹

203. Invoering van § 77 en § 78 AktG 1937

De daadwerkelijke hervorming van het Aktienrecht in 1937 zou leiden tot het invoeren van twee artikelen die specifiek betrekking hebben op de bezoldiging van bestuurders van naamloze vennootschappen: § 77 en § 78. Daarnaast wordt op grond van § 75 Abs. 1 AktG 1937 de Aufsichtsrat wettelijk verantwoordelijk voor zowel de benoemingsprocedure als voor het sluiten van de (arbeids)overeenkomst met de bestuurder.⁵²

Tot de conclusie wordt gekomen dat in de wet geen bovengrens moet worden opgenomen. Er zijn te veel gevallen en omstandigheden denkbaar, waardoor het stellen van een bovengrens onmogelijk wordt geacht. De wetgever kiest er daarom voor aan te sluiten bij de regeling zoals opgenomen in de noodverordening van 6 oktober 1931 en de regeling zoals opgesteld door de Akademie für Deutsches Recht. In § 78 AktG 1937 wordt in Absatz 1 een regeling opgenomen die betrekking heeft op het vaststellen van de bezoldiging. In Absatz 2 wordt een regeling opgenomen die ziet op het achteraf aanpassen van de bezoldiging.⁵³

204. § 78 AktG 1937

Aan § 78 AktG ligt de gedachte ten grondslag dat er een afhankelijkheidsrelatie bestaat tussen de vennootschap en haar werknemers. Deze afhankelijkheidsrelatie leidt ertoe dat over en weer rekening met elkaar dient te worden gehouden. Juist doordat de vennootschap rekening houdt met haar werknemers en de werknemers met de vennootschap kan de onderneming tot bloei komen. Van alle werknemers geldt de verplichting om de belangen van de vennootschap in acht te nemen in verhoogde mate voor bestuurders vanwege hun bijzondere positie binnen de vennootschap.⁵⁴

In het eerste lid van § 78 AktG 1937 komt de regeling zoals voorgesteld door de Akademie für Deutsches Recht slechts ten dele terug. De koppeling tussen de

51 Bericht über die Sitzung des Ausschusses für Aktienrecht der Akademie für Deutsches Recht von 30.11.1934, p. 44 e.v. in: Schubert 1986, p. 334 e.v. Zie ook Bayer & Habersack 2007.

52 Grattenthaller 2007, p. 32.

53 In § 77 Abs. 1 en 2 AktG 1937 wordt een bepaling opgenomen over de berekening van winstdelingen die grotendeels overeenkomt met het eerdere § 237 HGB uit 1897.

54 Schlegelberger e.a. 1937, 3, I, 1, p. 344.

bezoldiging van de bestuurders en die van de werknemer wordt geschrapt vanwege de opkomst van collectieve arbeidsovereenkomsten en de bezorgdheid over de aantrekkelijkheid van de functie van een lid van de raad van bestuur bij vennootschappen met een laag gemiddeld salaris. Ook wordt het woord ‘Leistungen’ (prestaties) vervangen door ‘Aufgaben’ (taken), omdat de prestaties bij het sluiten van de (arbeids)overeenkomst nog niet vaststaan.⁵⁵ Ten slotte wordt ervoor gekozen dat de regeling van Absatz 1 betrekking heeft op de totale bezoldiging en niet alleen op het vaste gedeelte van de bezoldiging. § 78 AktG uit 1937 komt er uiteindelijk als volgt uit te zien:⁵⁶

§ 78: Grundsätze für die Bezüge der Vorstandmitglieder

(1) Der Aufsichtsrat hat dafür zu sorgen, daß die Gesamtbezüge der Vorstandsmitglieder (Gehälter, Gewinnbeteiligungen, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelte, Provisionen und Nebenleistungen jeder Art) in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des einzelnen Vorstandsmitglied und zur Lage der Gesellschaft stehen. Dies gilt sinngemäß für Ruhegehälter, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art.

(2) Tritt nach der Festsetzung der Gesamtbezüge der Vorstandsmitglieder eine so wesentliche Verschlechterung in den Verhältnissen der Gesellschaft ein, dass die Weitergewährung der Bezüge eine schwere Unbilligkeit für die Gesellschaft sein würde, so ist der Aufsichtsrat, zu einer angemessenen Herabsetzung berechtigt. [...] Durch eine derartige Maßnahme wird der Anstellungsvertrag im übrigen nicht berührt; jedes Vorstandmitglied kann jedoch seinen Anstellungsvertrag für den Schluß des nächsten Kalendervierteljahrs mit einer Kündigungsfrist von sechs Wochen kündigen.⁵⁷

55 Professor Klausing: “Die Bezüge werden festgesetzt, ehe die Leistung beginnt. Wir fällen das Urteil über Leistungen, es kann sich nachher erst als richtig erweisen. Natürlich geht es nicht an, hinterher zu kommen und zu sagen: deine Leistung hat der angenommenen Leistung niet entsprochen. Deshalb bin ich der Meinung, es müsse gesagt werden: im Verhältnis zu den Aufgaben. Also zu den erwarteten Leistungen!” Het feit dat is aangesloten bij de taken van een bestuurder wil niet zeggen dat de prestaties geen grondslag kunnen zijn voor het toekennen van bezoldiging. In tegendeel, de in § 78 AktG opgenomen regeling is volgens de toenmalige Staatsecretaris Schlegelberger juist gebaseerd op de ‘Leistungsgrundsatz’ (het prestatiebeginsel). Uitstekende prestaties verdienen een hoge beloning. Daarnaast wordt van regeringszijde opgemerkt, dat een bezoldiging die boven het gemiddelde ligt een prikkel kan geven tot uitmuntende prestaties, die het welzijn van het gehele Duitse volk ten goede komen. Schlegelberger e.a. 1937, p. 345. De idee over prestatiebeloning is op dat moment overigens wel een andere dan die van tegenwoordig.

56 Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien van 30 januari 1937, Reichgesetzblatt (RGBl) deel I, 1937, p. 107.

57 § 78 AktG 1937 kent ook een derde lid: (3) Wird über das Vermögen der Gesellschaft das Kontursverfahren eröffnet und kündigt der Kontursverwalter den Anstellungsvertrag eines Vorstandsmitglieds, so kann dieses Ersatz für den ihm durch die Aufhebung des

De verantwoordelijkheid voor de bezoldiging van bestuurders wordt op het bord van de raad van commissarissen gelegd. De raad van commissarissen krijgt niet alleen de wettelijke plicht om de aanstellingsovereenkomst met de bestuurder af te sluiten op grond van § 75 Abs. 1 AktG, maar is op grond van § 78 Abs. 1 AktG tevens verplicht tot het vaststellen van een passende bezoldiging. Schendt de raad van commissarissen deze plicht, dan is hij tegenover de vennootschap gehouden tot het betalen van schadevergoeding. Het schenden van de verplichting uit § 78 Abs. 1 AktG tast in beginsel de geldigheid van de aanstellingsovereenkomst of overeengekomen bezoldiging niet aan.⁵⁸

205. § 78 Abs. 1 AktG 1937

In § 78 Abs. 1 AktG 1937 wordt bepaald dat de totale bezoldiging van bestuurders in een passende verhouding dient te staan tot (i) de taken van de individuele bestuurder en (ii) de situatie van de vennootschap.⁵⁹ Het gaat daarbij om cumulatieve voorwaarden. Op grond van § 78 Abs. 1 AktG 1937 is het dus ontoelaatbaar dat een bestuurder een vergoeding wordt toegekend die weliswaar op grond van de financiële situatie van de vennootschap draagbaar is, maar in verhouding tot de aan de bestuurder toevertrouwde taken te hoog is en vice versa. Met deze bepaling lijkt de wetgever een verregaande beperking op te leggen aan de contractsvrijheid van partijen. Of hier sprake van is, hangt af van de invulling die gegeven wordt aan de maatstaf ‘passende verhouding’ en de begrippen ‘taken van de individuele bestuurder’ en ‘situatie van de vennootschap’.

206. In een passende verhouding tot de taken en de toestand van de vennootschap

Uit de toelichting blijkt dat de vraag of de totale bezoldiging passend is, wordt bepaald door “der Verkehrssitte und dem Anstandsgefühl aller billig und gerecht Denkenden”. Zowel de gangbare praktijk als het fatsoen van de redelijk en billijk

Dienstverhältnisse entstehenden Schaden nur für zwei Jahre seit dem Ablauf des Dienstverhältnisses verlangen. Bespreking van dit derde lid laat ik achterwege.

58 Schlegelberger e.a. 1937, p. 346.

59 Het begrip ‘totale bezoldiging’ moet men ruim uitleggen. Zo is voor de toepassing van Abs 1 niet van belang of de bezoldiging betaald dient te worden ten tijde van de overeenkomst of pas na beëindiging van het dienstverband. De regeling ziet expliciet op de totale bezoldiging van een bestuurder en niet op onderdelen van zijn salaris. Het kan dus zo zijn dat een bestuurder een hoog pensioen krijgt, omdat zijn salaris tijdens zijn dienstverband laag is. Andersom geldt dit uiteraard ook. Heeft een bestuurder tijdens zijn dienstverband een hoog salaris en hoge tantièmes ontvangen, dan kan de overeenkomst over een pensioen na het beëindigen van het dienstverband ontoelaatbaar worden geacht of slechts in beperkte omvang toelaatbaar zijn naar Abs. 1. Schlegelberger e.a. 1937, p. 344-346.

denkende mens bepaalt derhalve of de bezoldiging in een passende verhouding staat tot de taken en de toestand van de vennootschap. Daarbij wordt opgemerkt, dat het moment van afsluiten van belang is voor het bepalen van het antwoord op de vraag of de bezoldiging passend is.⁶⁰ De ‘gangbare praktijk’ kan als objectief criterium dienen op grond waarvan excessen kunnen worden aangemerkt als niet passend. Door de recent ingevoerde openbaarmakingsverplichtingen is het gemakkelijker om inzicht te krijgen in de gebruikelijke praktijk en dus om excessieve beloningen eruit te filteren. Het fatsoen van de redelijk en billijk denkende mens geeft een meer subjectieve maatstaf, waardoor ruimte wordt geboden naar de specifieke omstandigheden van het geval te kijken. Of de bezoldiging passend is, hangt uiteindelijk af van de verhouding van de bezoldiging tot de taken van de bestuurder en de toestand van de vennootschap. Onder de taken van de bestuurder vallen alleen de taken die ten tijde van het aangaan van de bezoldiging bekend zijn. Het komt daarom veel meer aan op de aard van de taken die bij de benoeming van de bestuurder aan hem worden overgedragen.⁶¹

Naast de (aard van de) taken van de bestuurder, dient de bezoldiging tevens in passende verhouding te staan tot de toestand van de vennootschap. De toestand van de vennootschap moet men breder zien dan slechts haar activa, hoewel de activa van de vennootschap in de meeste gevallen wel de bepalende factor zullen zijn.⁶²

207. Uitwerking van § 78 Abs. 1 AktG 1937 in de praktijk

Uit de toelichting wordt duidelijk dat de soep minder heet wordt gegeten dan hij wordt opgediend. Indien het slecht gaat met de onderneming volgt hieruit niet zonder meer dat met haar bestuurders slechts een geringe bezoldiging overeengekomen mag worden. Voor een niet-renderende of financieringsbehoeftige vennootschap kan het immers noodzakelijk zijn een ‘persoonlijkheid’ te vinden die door zijn bijzondere vaardigheden de toestand van de vennootschap kan verbeteren en haar volledige ondergang kan afwenden. In een dergelijk geval kan, ondanks de slechte financiële toestand van de vennootschap, de toekenning van een hogere bezoldiging passend zijn. Deze is dan immers consistent zowel met de taken van

60 Neemt de bestuurstaak van een bestuurder af tijdens zijn bestuurstermijn, dan volgt daaruit niet dat op grond van Abs. 1 een nieuwe overeenkomst over de bezoldiging moet worden gesloten. Een aanpassing van de bezoldiging kan slechts onder de voorwaarden van Abs. 2 geschieden. Schlegelberger e.a. 1937, p. 346.

61 Daarbij wordt overigens tevens bedoeld op de verhouding in bezoldiging tussen bestuurders.

62 Schlegelberger e.a. 1937, p. 345/346.

de bestuurder als met de bijzondere toestand van de vennootschap om te herstellen.⁶³ Er wordt derhalve alsnog een aanzienlijke discretionaire ruimte gegeven aan de raad van commissarissen om een ‘passende’ bezoldiging vast te stellen. Hierdoor blijft de praktische werking van deze regeling beperkt. Met de juiste argumenten zal een bezoldiging niet snel niet voldoen aan de eisen van §78 Abs. 1 AktG 1937.

Tot een daadwerkelijke uitwerking van § 78 Abs. 1 Satz 1 AktG 1937 in de literatuur of de rechtspraak komt het in de jaren na de invoering van de regeling niet. Duitsland heeft andere problemen die de aandacht vragen, waardoor het debat over de bezoldiging van bestuurders verflauwt. Daarnaast geven de winstdelingen en andere bonusvormen uit de tijd na invoering van de wettelijke regeling weinig aanleiding tot debat. De vraag wanneer een bezoldiging conform § 78 Abs. 1 Satz 1 AktG 1937 niet ‘passend’ is, blijft in de rechtswetenschappelijke literatuur onbeantwoord. Een nadere uitwerking van de verhouding tussen de ‘soziale Gerechtigkeit’ en de ‘betriebs- und volkswirtschaftliche Notwendigkeiten’ vindt niet plaats.

208. § 78 Absatz 2 AktG 1937

Indien de bezoldiging conform Abs. 1 is overeengekomen, kunnen latere wijzigingen van de taken van bestuurders of een veranderende toestand van de vennootschap in beginsel niet leiden tot een aanpassing van de bezoldiging. De bestuurder moet erop kunnen vertrouwen, nu de vennootschap de omvang van haar verplichting bij het sluiten van de overeenkomst heeft gekend, dat de overeengekomen bezoldiging ook daadwerkelijk wordt uitgekeerd. Zowel de bestuurder als de vennootschap is gebaat bij het waarborgen van de rechtszekerheid. De overeenkomst zorgt niet alleen voor een verplichting voor de bestuurder, maar uiteraard ook voor een verplichting voor de vennootschap. Van deze verplichting mag zij niet zomaar afwijken.⁶⁴

Desalniettemin volgt uit de op de bestuurder rustende fiduciaire verplichting (‘Treupflicht’) dat hij onder bijzondere omstandigheden ook niet star mag vasthouden aan hetgeen is afgesproken in de overeenkomst.

“Das mit seiner Gesellschaft innerlich verbundene Vorstandsmitglied muß auch nach Vertragsschluß bei seinen Ansprüchen auf die Belange der Gesellschaft Rückpflicht nehmen.”⁶⁵

63 Schlegelberger e.a. 1937, p. 345/346.

64 Schlegelberger e.a. 1937, p. 346.

65 Schlegelberger e.a. 1937, p. 346/347.

De bestuurder dient op grond van zijn verbintenis met de vennootschap na het sluiten van de overeenkomst bij het aanspraak maken op betaling van zijn bezoldiging dus rekening te houden met het belang van de vennootschap. Dit kan met zich brengen dat in sommige gevallen, ondanks gemaakte afspraken, aanpassing van de bezoldiging mogelijk moet zijn.

Als reden voor het inperken van de contractsvrijheid wordt onder meer gesteld dat het *pacta sunt servanda* in de regel alleen de bestuurder dient en niet de rechtspersoon. Wat de rechtszekerheid betreft, is er sprake van een wat ‘labiele’ verhouding tussen het bestuur en de raad van commissarissen. In de praktijk is het immers zo dat een bestuurder met een overeenkomst van vijf jaar, bij een positieve ontwikkeling van de onderneming, niet noodzakelijkerwijze aan deze overeenkomst gehouden is. In een dergelijk geval zorgt de bestuurder er dikwijls voor dat de nog lopende overeenkomst wordt opgebroken en een hogere bezoldiging wordt overeengekomen. Deze gang van zaken wordt in de praktijk ook niet meer dan redelijk geacht. Indien de resultaten zich negatief ontwikkelen, dan wordt in de meeste gevallen wel vastgehouden aan de in goede tijden afgesloten overeenkomst. De rechtsonzekerheid werkt in de praktijk dus slechts jegens de vennootschap. Bepleit wordt daarom dat ook de vennootschap de mogelijkheid moet hebben in ongunstige tijden af te wijken van de bezoldigingsafspraken met haar bestuurders.⁶⁶

209. Wesentliche Verschlechterung en schwere Unbilligkeit

Op basis van deze gedachte wordt in Absatz 2 een regeling opgenomen op grond waarvan de bezoldiging van bestuurders kan worden aangepast, indien een dusdanig ‘wesentliche Verschlechterung’ van de toestand van de vennootschap optreedt dat doorbetaling een ‘schwere Unbilligkeit’ voor de vennootschap tot gevolg heeft. Er wordt benadrukt dat tot de toestand van de vennootschap niet alleen de belangen van de vennootschap zelf horen, maar ook de belangen van de werknemers. Aan het aanpassingsrecht van Abs. 2 komt dus een duidelijke sociaal-politieke betekenis toe.⁶⁷ Op de raad van commissarissen rust de plicht in een dergelijk geval de bezoldiging aan te passen.

Deze regeling wil niet zeggen dat financiële moeilijkheden van de vennootschap op zichzelf een recht geven tot het korten van een overeengekomen nog te verwachten bezoldiging. Aanpassing van de bezoldiging mag slechts geschieden als aan beide vereisten is voldaan: (i) er moet sprake zijn van het intreden van een zodanig wezenlijke verslechtering in de omstandigheden van de vennootschap (ii) en door

⁶⁶ Zie Schubert 1986, p. 291 e.v.

⁶⁷ Schlegelberger e.a. 1937, p. 347.

deze verslechtering kan het doorbetalen van de bezoldiging aangemerkt worden als zwaar onredelijk voor de vennootschap. Volgens de wetgever getuigt het in een dergelijk geval van een gezond mensbeeld dat de bestuurder ten gunste van de belangen van de vennootschap een bijzonder offer brengt. In een dergelijk geval zal ieder fatsoenlijk denkende bestuurder normaliter vrijwillig instemmen met een aanpassing van zijn bezoldiging. Het recht van de raad van commissarissen om eenzijdig de bezoldiging van bestuurders aan te passen, wordt door de wetgever dan ook gezien als een uiterste noodoplossing.⁶⁸ Omdat de wetgever van mening is dat deze noodoplossing te allen tijde als stok achter de deur aanwezig moet blijven, is het aanpassingsrecht dwingend recht. Het kan noch in de statuten, noch in de (arbeids)overeenkomst met de bestuurder worden uitgesloten.

210. Verschil in ‘passende hoogte’ tussen Abs 1 en 2

Uit het feit dat de raad van commissarissen bevoegd is op grond van Abs. 2 de totale bezoldiging aan te passen tot een passende hoogte volgt niet, dat de raad van commissarissen de totale bezoldiging tot een in de zin van Abs. 1 passend bedrag mag aanpassen. Of een hoogte passend is, hangt in dit geval – in tegenstelling tot in Abs. 1 – af van de vraag welke hoogte voor de vennootschap draagbaar is oftewel niet meer aan te merken is als een ‘schwere Unbilligkeit’.⁶⁹ Een verdere aanpassing is op basis van de wet niet toelaatbaar.⁷⁰

211. Verplichting tot aanpassen door de raad van commissarissen

Abs. 2 eerste zin geeft de raad van commissarissen de bevoegdheid tot aanpassen. Komt de raad van commissarissen op basis van het toepassen van haar discretionaire bevoegdheid tot de conclusie dat aan de voorwaarden van Abs. 2 eerste zin is voldaan, dan is de raad van commissarissen ook *verplicht* de bezoldiging aan te passen, behoudens bijzondere omstandigheden.⁷¹

De raad van commissarissen past de bezoldiging aan door een eenzijdige rechtshandeling te verrichten, namelijk door aan de bestuurder te verklaren dat zijn bezoldi-

68 Het beste middel om een verstoorde verhouding tussen de bezoldiging van bestuurders en de toestand van de vennootschap te herstellen, is dat belanghebbenden in redelijkheid tot overeenstemming komen, aldus Schlegelberger e.a. 1937, p. 347.

69 Schlegelberger e.a. 1937, p. 347/348.

70 Abs. 2 beperkt de werking van het aanpassingsrecht overigens niet tot de duur van de verslechterde situatie van de vennootschap. De bestuurder heeft na verbetering van de situatie van de vennootschap niet automatisch recht op aanpassing van zijn bezoldiging naar de oude hoogte. Schlegelberger e.a. 1937, p. 348.

71 Schlegelberger e.a. 1937, p. 348.

ging wordt aangepast. Door de aanpassing wijzigt de verplichting van de vennootschap tot toekenning van de bezoldiging onmiddellijk. Voor het overige wordt de tussen de vennootschap en de bestuurder bestaande contractuele relatie niet aangetaast.

212. Rechterlijke toetsing en het beëindigingsrecht van de bestuurder

De beslissing van de raad van commissarissen is niet definitief. Indien de bestuurder van mening is dat de aanpassing van zijn bezoldiging op grond van Abs. 2 niet rechtvaardig of niet passend is, kan hij naar de rechter stappen en verzoeken de hoogte van zijn bezoldiging vast te stellen. De rechter bepaalt vervolgens of aan de voorwaarden van Abs. 2 is voldaan en of de aanpassing passend is.⁷²

Het recht van de raad van commissarissen om eenzijdig de bezoldiging aan te passen om daarmee de belangen van de vennootschap te behartigen, brengt noodzakelijkerwijze ook mee dat naar de bijzondere positie van de bestuurder dient te worden gekeken. Hij heeft immers op basis van de aan hem toegezegde bezoldiging zijn levensonderhoud ingericht. Het kan voor de bestuurder met een meerjarig contract een ‘besondere Harte’ zijn bij een niet-renderende vennootschap met een geringe bezoldiging te blijven. Om aan de bestuurder tegemoet te komen, heeft de wetgever in Abs. 2 tweede zin een beëindigingsrecht opgenomen. Hierdoor kan aan de bestuurder die een aanpassing van zijn bezoldiging op basis van § 78 Absatz 2 AktG dient te accepteren, zijn bewegingsvrijheid worden teruggegeven. De bestuurder kan in een dergelijk geval ervoor kiezen zijn aanstelling te beëindigen.⁷³

213. ‘Papiernes Recht’

§ 78 Abs. 2 AktG 1937 is bij de herziening van het Aktiengesetz na de Tweede Wereldoorlog min of meer eenduidig overgenomen in het nieuwe § 87 Abs. 2 AktG 1965.⁷⁴ De toegevoegde waarde van deze regeling blijft tot aan de recente aanpassing van § 87 Abs. 2 AktG in 2009 beperkt. De reden hiervoor is, dat de toepasbaarheid van § 78 Abs. 2 AktG 1937 (en het latere § 87 Abs. 2 AktG 1965) in de literatuur en de rechtspraak op grond van haar uitzonderlijke karakter zeer

⁷² Schlegelberger e.a. 1937, p. 348/349.

⁷³ De bestuurder kan voor het einde van het volgende kwartaal met een beëindigingstermijn van zes weken zijn aanstelling beëindigen. Aangezien het beëindigingsrecht gebaseerd is op de bijzondere toestand van de bestuurder, komt de bestuurder niet nog een ander beëindigingsrecht toe.

⁷⁴ Schüller 2002, p. 116.

restrictief wordt uitgelegd.⁷⁵ Doordat de aanpassing van de bezoldiging aan bijzonder strenge eisen gebonden is – vereist is een ‘wesentlichen Verschlechterung in den Verhältnissen der Gesellschaft’ en een ‘schwere Unbilligkeit’ – en vanwege het feit dat het artikel is ontstaan tijdens een bijzondere situatie – een wereldwijde crisis – wordt de aanpassingsmogelijkheid van de raad van commissarissen vanaf het begin af aan slechts als ‘äußerster Notbehelf’ gezien waarop slechts in uitzonderlijke tijden van crisis een beroep kan worden gedaan.⁷⁶ Voorop staat nog altijd het beginsel van pacta sunt servanda. Hierdoor wordt aangenomen dat de uitzondering op dit beginsel zeer restrictief moet worden geïnterpreteerd. Bij de beoordeling van de onredelijkheid van de bezoldiging worden de belangen van de vennootschap afgewogen tegen de belangen van de bestuurder. Of de onderhavige bestuurder zijn taken goed of slecht heeft vervuld, is voor de vaststelling van de vereiste zware onredelijkheid voor de vennootschap niet van belang. Het gaat slechts om de persoonlijke omstandigheden van de bestuurder.⁷⁷ De maatstaven ‘wesentliche Verschlechterung in den Verhältnissen der Gesellschaft’ en ‘schwere unbilligkeit’ zorgen er dan ook voor dat pas aan de vereisten van dit artikel voldaan is als er sprake is van een dusdanige financiële noodsituatie bij de vennootschap dat haar voortbestaan in gevaar is.⁷⁸ Alleen een acute crisis van de vennootschap rechtvaardigt dus het achteraf aanpassen van de bezoldiging van bestuurders.⁷⁹

De restrictieve uitleg van §78 Abs. 2 AktG 1937 en het latere § 87 Abs. 2 AktG 1965 leidt ertoe, dat de wettelijke mogelijkheid om de bezoldiging aan te passen slechts als een ‘Papiernorm’ wordt gezien zonder substantiële betekenis.⁸⁰ In de

75 Rieble & Schmittlein 2011, p. 79; Zie ook Fleischer 2009, p. 801-804; Meyer 2012, p. 271.

76 “Das Recht des Aufsichtsrats zur einseitigen Herabsetzung der Bezüge wird vom Gesetzgeber als äußerster Notbehelf betrachtet.” Zie Schlegelberger e.a. 1937, §78 Rn. 8. Zie ook Meyer 2012, p. 267.

77 Meyer 2012, p. 270/271.

78 Stenzel 2012, p. 248.

79 Zie voor één van de weinige keren dat het artikel is toegepast: LG Essen, 10 februari 2006, NZG 2006, 356. Irrelevant is of de op deze wezenlijke verslechtering gebaseerde en/of crisis vermijdbaar of beïnvloedbaar was. Meyer 2012, p. 269/270. Een andere moeilijkheid is, dat de economische malaise pas na de benoeming van de bestuurder mogen intreden. Dat betekent dat een vennootschap die zich al in moeilijkheden bevond en die, om insolventie te vermijden, deze gekwalificeerde maar hoogbetaalde bestuurder heeft aangenomen, de bezoldiging niet meer aan kan passen. Evenzo is het niet toegestaan voor een raad van commissarissen om de bezoldiging aan te passen indien hij achteraf, in vergelijking met de prestaties van de bestuurder, de bezoldiging ‘excessief’ acht.

80 Meyer 2012, p. 271.

praktijk is zelden gebruikgemaakt van de mogelijkheid om de bezoldiging van bestuurders aan te passen.⁸¹

“Das in §87 Abs. 2 AktG geregelte Anpassungsrecht der Gesellschaft, die Gesamtbezüge zu reduzieren, ist offensichtlich nur papiernes Recht und deshalb ohne substantielle Bedeutung.”⁸²

214. § 77 AktG 1937

Naast §78 AktG wordt in § 77 Abs. 1 en 2 AktG 1937 een bepaling opgenomen over de berekening van winstdelingen die grotendeels overeenkomt met het eerdere § 237 HGB uit 1897. Wel wordt een extra (derde) lid toegevoegd, waarin bepaald wordt dat winstdelingen in een gepaste verhouding moeten staan tot de kosten ten behoeve van “der Gefolgschaft oder Einrichtungen die dem gemeinen Wohle dienen”. De baten die winstdelingen opleveren dienen op basis van dit derde lid in een gepaste verhouding te staan tot de kosten die de winstdelingen met zich brengen. Verder dient gekeken te worden naar de toegevoegde waarde die de winstdelingen creëren voor de werknemers of naar de voorzieningen die door de winstdelingen worden gecreëerd die ten goede komen aan het algemeen welzijn. De officier van justitie dient toe te zien op de naleving van deze algemeen-welzijn-clausule.⁸³

215. Afsluitende opmerkingen

In de na-oorlogse tijd geldt het Aktiengesetz uit 1937 onveranderd. Het feit dat het nationaalsocialistische gedachtegoed ‘Gemeinnutz vor Eigennutz’ en de gedachte “daß die im nationalsozialistischen Staat bestehende Verbundenheit zwischen Unternehmer und Gefolgschaft zu einer Rücksichtnahme des Dienstverpflichteten auf das Gedeihen des Unternehmens führen muß” als basis dient voor de invoering

81 Schüller 2002, p. 115. Rieble & Schmittlein 2011, p. 79. Zie ook Fleischer 2009, p. 801-804. Stenzel 2012, p. 247. Diller heeft slechts één voorval gevonden bij machinebouwer Klöckner Humboldt Deutz in Köln. Diller 1994, p. 148. Hij verwijst daar naar Der Spiegel, Heft 38/1988, p. 129. Zie verder voor zover bekend BGH BB 1951,869; BGH NJW 1953, 740 (742); BGH NJW 1957, 1278; BGH WM 1970, 1394 (1397); BGH WM 1976, 56; LG Duisburg, BB 1971, 145; OLG Düsseldorf, 17 november 2003, NZG 2004, 141 (zie in dezelfde zin de uitspraak van het OLG Düsseldorf van 12 november 2003); LG Essen, 10 februari 2006, NZG 2006, 356 (Kartstadt); OLG Köln, 6 november 2007, NZG 2008, 637 (in deze zaak ging het om de overeenkomstige toepassing van § 87 Abs. 2 AktG op de bestuurdersbeloning bij een GmbH). Zie ook Meyer 2012, p. 268 (noot 1278).

82 Martens 2005, p. 124-154.

83 Schlegelberger e.a. 1937, §77 Anm. 1, p. 38.

van § 77 AktG en § 78 AktG, staat er niet aan in de weg dat bij de aanpassing van het Aktiengesetz in 1965 de artikelen § 77 AktG en § 78 AktG, na een henummering, worden overgenomen.⁸⁴ Wel wordt (de ‘Sozialstaatsklausel’ uit) het derde lid van § 77 AktG 1937 geschrapt, waardoor het nationaal-socialistische tintje van deze regeling verdwijnt.⁸⁵ Het is niet meer wettelijk verplicht dat winstdelingen in een gepaste verhouding moeten staan tot de kosten ten behoeve van “der Gefolgschaft oder Einrichtungen die dem gemeinen Wohle dienen”.

19.3 De ontwikkelingen in Nederland

216. De afwezigheid van beloningsschandalen

De discussie in Nederland over de bezoldiging van bestuurders blijft in de periode 1890-1940 beperkt. De afwezigheid van beloningsschandalen zoals Duitsland en de Verenigde Staten die gekend hebben, zorgt ervoor dat zowel de wetgever als de rechters zich nauwelijks met het onderwerp bezig houden. Eén van de redenen voor afwezigheid van regelingen omtrent bezoldiging zou ook verborgen kunnen liggen in het feit dat de scheiding tussen eigendom en zeggenschap hier later en meer gefaseerd haar intrede doet dan in Duitsland en de Verenigde Staten.

217. Het nieuwe Wetboek van Koophandel 1928

De opkomst van de professionele bestuurder heeft wel een verschuiving tot gevolg van de gedachte zoals vervat in art. 44 WvK, namelijk dat een bestuurder zowel onbezoldigd als bezoldigd zijn functie kan vervullen. Men gaat er in de jaren '20 vanuit dat een bestuurder van een naamloze vennootschap zijn bestuurstaken verricht in ruil voor loon.⁸⁶ In de rechtspraak wordt art. 44 WvK dan ook weg-

84 Schüller 2002, p. 116. § 77 AktG Abs. 1 en 2 1937 wordt § 86 AktG 1965, zie Aktiengesetz van 6 september 1965, Bundesgesetzblatt (BGBl) deel I, 1965, p. 1089.

85 “Gewinnbeteiligungen sollen in einem angemessenen Verhältnis stehen zu den Aufwendungen zugunsten der oder von Einrichtungen, die dem gemeinen Wohle dienen. Hierfür zu sorgen, ist Aufgabe des Aufsichtsrats. Die Einhaltung dieses Gebots kann die Staatsanwaltschaft im Klagewege erzwingen; das Nähere bestimmt der Reichsminister der Justiz, er bestimmt namentlich die für die Entschreibung zuständige Stelle und regelt das Verfahren.”

86 Deze verschuiving heeft pas relatief recent plaatsgevonden. In de Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel van Nelissen in 1910 werd nog opgemerkt: “Bestuurders toch genieten niet steeds loon; er zijn vennootschappen, waarbij de bestuurder geen loon voor zijn optreden ontvangt, waarbij hij zijn eenige beloning moet zoeken in den bloei der zaak, waaruit dan een hooger dividend zal voortvloeien ook op de aandelen, die hij zelf in de vennootschap heeft. Zie Handelingen Tweede Kamer 1909-1910, 217, 3 (MvT),

gezet als een achterhaalde regeling, dat ‘lang geleden onder geheel andere industriële en commerciële omstandigheden is vastgesteld.’⁸⁷

De mening overheerst dat niet alleen art. 44 WvK verouderd is. Eind negentiende eeuw staat vast dat het gehele Wetboek van Koophandel aanpassing verdient. Er worden verschillende vergeefse pogingen gedaan om de bepalingen omtrent de naamloze vennootschap in het Wetboek van Koophandel 1838 te herzien.⁸⁸ Begin 20^e eeuw worden hernieuwde pogingen ondernomen om het Wetboek van Koophandel te hervormen. Op 14 februari 1910 dient Minister Nelissen bij de Tweede Kamer een ‘ontwerp van wet tot wijziging en aanvulling van de bepalingen in het Wetboek van Koophandel omtrent de nn.vv. van koophandel en daarmee samenhangende artikelen in het Wetboek van Strafrecht’ in.⁸⁹ Het zou echter nog jaren duren voordat het oude Wetboek van 1838 vervangen zou worden. In 1927 wordt door Minister van Justitie Donner het ‘Ontwerp van Wet tot wijziging en aanvulling van de bepalingen omtrent de Naamloze Vennootschap en regeling van de aansprakelijkheid voor het prospectus’ uitgebracht. Dit ontwerp resulteert uiteindelijk in het nieuwe Wetboek van Koophandel dat tot stand komt op 2 juli 1928 en op 1 april 1929 van kracht wordt.

Wijziging en aanvulling van de bepalingen in het Wetboek van Koophandel omtrent de naamloze vennootschap van koophandel, enz., 1909-1910, p. 36.

87 Zie Völlmar 1936, onder verwijzing naar Ktg. Den Haag, 8 januari 1926, w. 11444 R.B. XIV, 5, N.J. 1926, blz. 807.

88 De eerste poging vormde het wetsontwerp Jolles, ingediend op 4 november 1871. Dit wetsontwerp werd na hevige kritiek vanuit de Tweede Kamer weer ingetrokken. Op 22 november 1879 werd bij Koninklijk Besluit een Staatscommissie ingesteld tot herziening van het Wetboek van Koophandel. De Staatscommissie kwam uiteindelijk in 1890 met een voorontwerp van wet. Aangezien de Staatscommissie het niet eens kon worden over de vraag of voor handelszaken en voor kooplieden exceptionele bepalingen wel noodzakelijk en wenselijk waren, verzocht zij te worden ontbonden. Het voorontwerp is nooit daadwerkelijk als wetsvoorstel ingediend. Zie o.a. Asser e.a. 2010/2, p. 4 en 5 en Van der Heijden/Van der Grinten 1992, p. 12 en 13 (nrs. 16 en 17).

89 Van der Heijden/Van der Grinten 1992, p. 13. In dit wetsontwerp waren vele bepalingen ontleend aan het werk van de Staatscommissie. Zie over de consensus dat aanpassing noodzakelijk was Frentrop 2002, p. 211: Minister Nelissen begon de Memorie van Toelichting met de zinsnede: “Indien ooit, bij enig wetsontwerp, de gebruikelijke mededeling omtrent de wenschelijkheid en noodzakelijkheid eener wettelijke voorziening overbodig mag worden geacht, dan is dit zeker het geval ten aanzien van het voorstel van wet, dat bij deze aan de Staten-Generaal ter overweging wordt aangeboden. Omtrent de richting, waarin de nieuwe regeling van het recht betreffende de naamloze vennootschap zich behoort te bewegen, moge verschil van gevoelen bestaan, dat de bestaande regeling een ondeugdelijke is en zoo spoedig mogelijk behoort te worden herzien, is in en buiten de Volksvertegenwoordiging welhaast eene gemeenplaats geworden”.

218. Bezoldigingsbepalingen in het nieuwe Wetboek van Koophandel 1928

In het nieuwe Wetboek van Koophandel worden drie artikelen opgenomen die van enig belang zijn voor de bezoldiging van bestuurders. Deze artikelen zijn geen reactie op misstanden rondom de bezoldiging van bestuurders, zoals in Duitsland en de Verenigde Staten het geval was, maar moeten gezien worden als een codificatie van de bestaande bezoldigingspraktijk. De drie nieuwe artikelen zijn art. 48b, art. 48c en art. 48d WvK.

219. Matiging van een eventuele ontslagvergoeding

Art. 48b WvK heeft betrekking op het ontslag (of schorsing) van een bestuurder en een eventueel daarmee verband houdende ontslagvergoeding.⁹⁰ Het tweede deel van dit artikel bepaalt, dat een ontslagvergoeding die de rechter bovenmatig voorkomt door hem naar beneden mag worden bijgesteld.

“Indien naar aanleiding van het ontslag schadeloosstelling door de vennootschap verschuldigd is en deze den rechter bovenmatig voorkomt, kan hij de schadeloosstelling op eene kleinere som bepalen.”

Het recht van de aandeelhouders om een bestuurder naar hun keuze te hebben, mag niet worden aangetast.⁹¹ Op grond van art. 48b WvK kan de algemene vergadering derhalve bestuurders te allen tijde schorsen of ontslaan. De uitoefening van dit recht kan de vennootschap verplichten tot het betalen van een schadevergoeding, indien het ontslag niet op een wettige grondslag is gestoeld. De hoogte van de schadevergoeding vloeit veelal voort uit de bepalingen in het arbeidscontract.⁹² Aangezien de schadevergoeding, krachtens art. 1639r (oud) BW, onevenredig hoog zou kunnen worden, bepaalt art. 48b lid 2 WvK dat de rechter, indien hem die schadevergoeding bovenmatig voorkomt, deze op een kleinere som kan bepalen.⁹³

Van belang hierbij is, of de bestuurder benoemd is voor bepaalde of voor onbepaalde tijd. Indien de benoeming is geschied voor bepaalde tijd, bijvoorbeeld

90 Art. 48b WvK: ‘Iedere bestuurder kan door de algemeene vergadering van aandeelhouders te allen tijde worden geschorst of ontslagen. Indien naar aanleiding van het ontslag schadeloosstelling door de vennootschap verschuldigd is en deze den rechter bovenmatig voorkomt, kan hij de schadeloosstelling op eene kleinere som bepalen’.

91 Kist-Visser 1914, p. 512.

92 Op grond van de toenmalige artikelen 1639o en 1639p BW. Zie Kist-Visser 1914, p. 512.

93 Kist-Visser 1929, p. 231 en 232. Dat matigingsrecht bestond niet in het tegenovergestelde geval: indien de bestuurder wegens een door hem gepleegde onrechtmatige verbreking der dienstbetrekking tot schadevergoeding aan de naamloze vennootschap verplicht is. Zie o.a. ook Polak 1935, p. 404 en 405.

voor vijf of tien jaren of langer, en de bestuurder wordt na korte tijd ontslagen, dan kan een bovenmatige schadevergoeding het gevolg zijn.⁹⁴ Dit levert bezwaren op, mede omdat de aandeelhouders of commissarissen hierdoor een prikkel krijgen om een bestuurder niet te ontslaan, ook al hebben ze geen voldoende vertrouwen meer in hem. Om aan die bezwaren tegemoet te komen is het matigingsrecht van art. 48b lid 2 WvK in het leven geroepen.⁹⁵

220. Vaststelling van de bezoldiging van bestuurders

De vaststelling van de bezoldiging van bestuurders wordt in art. 48c WvK geregeld:

“Voorzover bij de akte van oprichting niet anders is bepaald, wordt de bezoldiging van bestuurders door de algemeene vergadering vastgesteld.”⁹⁶

Daarmee wordt in art. 48c WvK de dan heersende gedachte verankerd, dat de aandeelhouders in beginsel eenzijdig de bezoldiging van bestuurders vaststellen. De aandeelhouders kunnen dit doen door een bezoldigingsbepaling op te nemen bij de akte van oprichting.⁹⁷ Indien bij de akte van oprichting niets is bepaald, wordt de bezoldiging van bestuurders vastgesteld door de AVA. Art. 48c WvK is regelend recht.⁹⁸ In de statuten kan de vaststelling van de bezoldiging overgelaten worden aan anderen, zoals de raad van commissarissen of preferente aandeelhouders.⁹⁹

94 HR 20 december 1918, W. 10379; en Rb 's-Gravenhage, 28 juni 1920, W. 10595, waartegen de cassatie is verworpen: HR. 17 juni 1921, W. 10740.

95 Polak 1935, p. 404 en 405. Het artikel is sinds 1953 achterhaald door de invoering van het algemene matigingsrecht van art. 1639r lid 5 BW (oud). Art. 1639r lid 5 stelde overigens wel een grens, die artikel 48b lid 2 WvK niet kende, waardoor dit laatste artikel in zover een uitzondering bleef bevatten. Zie Dorhout Mees 1964, p. 296.

96 Stcie art. 84. Memorie van Toelichting. Stcie blz 107. Ontw. Art. 49a, Memorie van Toelichting blz. 88. Gew. Ontw. Art. 48c. Verslag T.K., blz. 215.

97 De bezoldiging kon in de statuten zelf worden verankerd. In een dergelijk geval bleef de mogelijkheid bestaan dat een lagere bezoldiging werd afgesproken dan die in de statuten was bepaald. De overeenkomst waarin een zwaardere verplichting aan de zijde van de vennootschap werd opgenomen, verbond de vennootschap niet. Zie onder andere Rechtbank Den Haag 6 november 1919, W. 10496, M.v.H. 30, Völlmar 1936, p. 62. Kantongerecht Rotterdam 13 november 1922, W. 11100. Zie HR 20 november 1925, W. 11451 over het geval, dat het loon niet uitdrukkelijk is vastgesteld. Polak, 5e druk 1935 (402/403).

98 *Handelingen Tweede Kamer* 1924-1925, 69, 1, Wijziging en aanvulling van de bepalingen in het Wetboek van Koophandel omtrent de naamloze vennootschap van koophandel, enz., p. 29.

99 Van der Heijden 1929; Kist-Visser 1929; Polak 1935, p. 402 en 403.

De formulering van art. 48c WvK zorgt voor enige discussie over de vraag of de bezoldiging deel kan uitmaken van de overeenkomst met de bestuurder. Van der Grinten meent dat, aangezien de bezoldiging van bestuurders eenzijdig vastgesteld wordt door de algemene vergadering van aandeelhouders, de wetgever niet heeft voorzien in deze mogelijkheid.

“De bezoldiging van den bestuurder kan, doch behoeft niet, deel uit te maken van de overeenkomst met den bestuurder. De wetgever heeft klaarblijkelijk alleen aan het laatste geval gedacht. Immers wordt de bezoldiging bij de overeenkomst geregeld, dan wordt zij door beide partijen bij de overeenkomst vastgesteld. In dit geval treedt voor de n.v. de algemeene vergadering op, daar deze de n.v. bij het aangaan van de overeenkomst met den bestuurder vertegenwoordigt.”¹⁰⁰

De bepaling van art. 48c WvK wordt uiteindelijk zo uitgelegd dat, behoudens afwijking bij de statuten, de vennootschap slechts door de AVA aan een bepaalde bezoldiging kan worden gebonden.¹⁰¹

221. Pandrechten op aandelen voor ‘richtig beheer’

Het derde artikel, art. 48d WvK, behelst de vestiging van pandrechten op aandelen van een bestuurder ten behoeve van de vennootschap “ter verzekering van de nakoming van zijn verplichtingen als zodanig”.

“Pandrecht ten behoeve van een naamloze vennootschap op aandelen van een bestuurder, ter verzekering van de nakoming van zijne verplichtingen als zodanig, kan worden gevestigd, wat aandeelbewijzen aan toonder en volgestorte aandelen op naam betreft, door hunne inbewaargeving onder een derde ten name der vennootschap met medewerking van commissarissen, of, bij gebreke van dezen, van een of meer aandeelhouders, daartoe bij de akte van oprichting of door de algemeene vergadering aangewezen, en, ten aanzien van niet volgestorte aandelen op naam, door eene daartoe strekkende aanteekening in

¹⁰⁰ Van der Heijden/van der Grinten 1946, p. 398.

¹⁰¹ Van der Heijden/van der Grinten 1950, p. 409; Dorhout Mees 1964, p. 295. In 1968 wordt nogmaals benadrukt dat ook indien de benoeming van bestuurders door de raad van commissarissen geschiedt, de wettelijke regel dat de bezoldiging wordt vastgesteld door de algemene vergadering nog steeds van toepassing was, zie Van der Heijden/van der Grinten 1971, p. 108. De bevoegdheid om de bezoldiging van de bestuurder vast te stellen moet dus uitdrukkelijk worden gedelegeerd aan de raad van commissarissen. Ik zal nog nader ingaan op de discussie die later is gaan woeden over deze bepaling, zie randnummer 336 e.v.

het register van aandeelhouders en gelijke bewaargeving onder een derde van de bij deze aandeelen behorende dividend-bewijzen, zoo deze aan toonder luiden.”¹⁰²

Al ver voor de invoering van het nieuwe Wetboek van Koophandel is het gebruikelijk dat bij de statuten van een naamloze vennootschap wordt bepaald, dat de directeur van de vennootschap houder van aandelen op naam in de vennootschap moet zijn. Deze aandelen mogen, zolang hij in functie is, niet verkocht worden. Zij worden aan de vennootschap in onderpand gegeven, zodat de directeur “voor zijn richtig beheer verbonden was”.¹⁰³ Daarbij dient in het achterhoofd te worden gehouden, dat er in het begin voornamelijk (familie)vennootschappen bestonden met een ‘besloten’ karakter. Een bestuurder is derhalve veelal één van de vennoten die wordt belast met de dagelijkse leiding en is daarom altijd in het bezit van aandelen.

Opmerkelijk is, dat aan de verpanding van aandelen slechts een ‘downside’ is verbonden en geen ‘upside’.¹⁰⁴ In geval van het voeren van slecht beheer kan de vennootschap haar pandrecht uitoefenen en verliest de (voormalig) bestuurder deze aandelen aan de vennootschap. Wordt er naar behoren beheerd, dan krijgt de bestuurder in het beste geval zijn aandelen zonder beperkt recht weer terug.¹⁰⁵ De gerealiseerde meerwaarde op de aandelen komt de bestuurder dan uiteraard wel ten goede.

Indien een directeur uit zijn functie wordt ontheven of zijn functie heeft neergelegd, is de vennootschap niet direct verplicht afgifte te doen van de aandelen die in pand zijn gegeven. Allereerst moet er rekening en verantwoording worden afgelegd door de directeur.¹⁰⁶ Een vennootschap heeft tevens de bevoegdheid tot retentie van het onderpand, mits zij aantoont dat hiervoor een conventionele

102 Losecaat Vermeer 1931; Cremers 1950, p. 57. In art. 50e WvK 1928 was opgenomen dat commissarissen, tenzij bij de akte van oprichting anders is bepaald, als zodanig geen enkele vorm van bezoldiging konden genieten, die hun niet bij die akte is toegekend.

103 Rechtbank Amsterdam 25 januari 1885, W. 5232; Rechtbank Amsterdam 2 mei 1902, W. 7844, Völlmar 1936. Zie ook Kist-Visser 1914.

104 Ervan uitgaande dat de bestuurder al in het bezit is van deze aandelen en niet, zoals tegenwoordig het geval is, aandelen ontvangt van de vennootschap of zelf aankoopt.

105 De ‘upside’ voor de bestuurder (in de hoedanigheid van bestuurder) was dus alleen gelegen in zijn bezoldiging, waaronder eventueel een tantième.

106 Rechtbank Amsterdam 2 mei 1902, W. 7844; Rechtbank Amsterdam 16 maart 1904, M.v.H. XVI, p. 208; Hof Amsterdam 15 december 1905, id. XIX, p. 27; Zie ook art. 49c ontwerp 1910. Kist-Visser schrijft hierover: “Soms wordt ook bepaald dat de aandeelen, welke de directeur verplicht is te hebben, tot waarborg strekken voor de richtige vervulling van zijn taak. Dit voorschrift schept, in verband met de nederlegging dier aandeelen onder of ten behoeve der vennootschap, pandrecht op die stukken ten behoeve der vennootschap, totdat de directeur voor zijn beheer zal zijn gedéchargeerd”.

of wettelijke grondslag bestaat.¹⁰⁷ De vennootschap heeft te bewijzen dat zij gerechtigd is teruggave van de gedeponeerde aandelen te weigeren op grond van een tekortkoming in het beheer.¹⁰⁸

222. Rechtszaken in Nederland

Rechtszaken uit die tijd hebben betrekking op de berekening van tantième,¹⁰⁹ de vraag of tantième loon is en de vraag of tantième deelbaar is of niet.¹¹⁰ Rechtszaken over de hoogte van de bezoldiging van bestuurders van naamloze vennootschappen gaan over de vraag of de vrijheid die de wet partijen laat in het vaststellen van de bezoldiging ook meebrengt dat een bestuurder een lager salaris wordt toegekend dan in de statuten is bepaald.¹¹¹ Ook gold de eis van goede trouw voor de interne verhoudingen. Indien commissarissen, die bevoegd waren om de bezoldiging vast te stellen, een hun onwelgevallige benoeming van een bestuurder wilden saboteren door een onaanvaardbaar lage bezoldiging vast te stellen, handelden zij in strijd met de goede trouw en was hun besluit derhalve nietig.¹¹²

Een salaris van een bestuurder kon eveneens onredelijk hoog zijn, indien de prestaties van de bestuurder niet zulk een salaris noodzakelijk maakten en de financiële positie van de onderneming de hoogte van het salaris niet rechtvaardigde.

107 Rechtbank Amsterdam 25 januari 1885, W. 5232. Zie Völlmar 1936.

108 Hof Amsterdam 15 december 1905, M.v.H. 1907. Zie Völlmar 1936, p. 27.

109 Kantonrechter Rotterdam 18 december 1922, W. 11112, N.V. I, p. 281.

110 Zie voor een overzicht van de verschillende rechtszaken Völlmar 1936. Voor uitspraken die betrekking hebben op de deelbaarheid van tantième en de vraag of tantième aan te merken is als loon, zie onder meer de uitspraak van de Rechtbank Den Haag, 5 april 1910, W. 8985 waarin werd bepaald dat, onverschillig of het tantième van een bestuurder van een naamloze vennootschap moeten worden beschouwd als een deel van zijn bezoldiging, er pas een recht op tantième ontstaat wanneer het boekjaar is afgelopen en er geconstateerd is dat er enige winst is behaald. Een bestuurder die in de loop van het boekjaar als zodanig aftreedt, kan derhalve geen aanspraak maken op een deel van dat tantième evenredig aan de tijd dat hij gedurende dat jaar nog in functie is geweest. In dezelfde zin de uitspraak van de Kantonrechter van Goes, 24 februari 1919, W. 10496, R.B. IX, nr. 3 en 4. Dit laatste vonnis werd overigens weer vernietigd door de Rechtbank Middelburg, 10 juni 1920, W. 10613, *NJ* 1920, p. 1104, R.B. IX, nr. 19 en 20. Volgens de Rechtbank Middelburg is tantième als een deel van het loon te beschouwen en derhalve deelbaar. De in de loop van het jaar defungerende bestuurder heeft dus recht op tantième uit de in dat boekjaar gemaakte winst naar verhouding van de tijd gedurende welke hij in dat boekjaar nog in functie is geweest. Zie instemmend de Rechtbank Arnhem, 30 december 1920, W. 10783.

111 Rechtbank Den Haag, 6 november 1919, w. 10496, M.v.H. 30, p. 62.

112 Dorhout Mees 1964, p. 295.

Ondanks het ontbreken van een wettelijke regeling zoals in Duitsland was toetsing van de hoogte dus ook in Nederland mogelijk. De toetsing in deze rechtszaken verschilde in zoverre van de Duitse regeling dat bij de beoordeling van de (on)redelijkheid van een salaris slechts werd gekeken naar de positie van de crediteuren van de vennootschap.¹¹³ In Nederland ging het dus niet zozeer om de verhouding tussen de bestuurders en de aandeelhouders of de bestuurder en de werknemers, maar om de bezoldiging van bestuurders en de bescherming van crediteuren. Het waren de crediteuren die onder omstandigheden de nietigheid van het besluit tot vaststelling van de bezoldiging konden invoeren.¹¹⁴ Ook werd bepaald dat het salaris van een bestuurder te goeder trouw moest worden vastgesteld met inachtneming van de aanspraken van crediteuren.¹¹⁵ Een reden voor deze aandacht voor crediteuren is dat deze rechtszaken voornamelijk zagen op naamloze vennootschappen met een besloten karakter.

223. Afsluitende opmerkingen

Juridische problemen ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders blijven in Nederland rond de jaren '30 uit. De rechtszaken die in die tijd worden gevoerd over de bezoldiging van bestuurders zien voornamelijk op de bezoldiging van bestuurders binnen besloten naamloze vennootschappen, waarbij de bescherming van crediteuren voorop staat.

De drie artikelen die door de wetgever in het leven worden geroepen zijn geen reactie op een vermeende problematiek ten aanzien van de bezoldiging van naamloze vennootschappen, maar een codificatie van de bestaande praktijk. Uit de invoering van art. 48d WvK blijkt verder dat bestuurders in die tijd in Nederland in de meeste gevallen aandelen bezitten in de vennootschap waarvan zij bestuurder zijn. De wetgever wil niet verder gaan dan benadrukken dat in beginsel de bevoegdheid tot het vaststellen van de bezoldiging bij de algemene vergadering van aandeelhouders ligt en dat de rechter een matigingsrecht toekomt bij ontslag. De bezoldiging van bestuurders wordt in deze tijd nog niet gezien als een probleem van nationaal belang.

113 Zie onder andere Rechtbank Amsterdam 22 april 1929, W. 12025 (eenmans-n.v.); Rechtbank Haarlem 17 november 1931, W. 12412, N.J. 1932, 205, R.B.A. XVIII, 54 (eenmans-n.v.); Rechtbank Utrecht 11 april 1934, W. 12949, N.J. 1935, 205.

114 Zie Van der Heijden/Van der Grinten 1946, p. 398.

115 Rechtbank Amsterdam 22 april 1929, W. 12025. Zie ook Van der Heijden 1931.

19.4 De ontwikkelingen in het Verenigd Koninkrijk

224. De afwezigheid van het bezoldigingsdebat

Uitgebreide discussies over de bezoldiging van bestuurders blijven ook in het Verenigd Koninkrijk uit. Eén van de redenen voor dit uitblijven is wellicht dat het Verenigd Koninkrijk, evenals Nederland, milder getroffen wordt door de Grote Depressie dan Duitsland en de Verenigde Staten.¹¹⁶ Rechtszaken uit die tijd zien voornamelijk op ‘besloten’ vennootschappen en gaan bijvoorbeeld over de vraag of een bestuurder recht heeft op een bezoldiging conform de bezoldigingsovereenkomst of op basis van ‘quantum meruit’ indien de bezoldigingsovereenkomst achteraf nietig blijkt te zijn.¹¹⁷

Opvallend is, dat de ‘director’ in het Verenigd Koninkrijk niet wordt aangemerkt als een ‘servant of the company’ en daarom ook geen recht heeft op bezoldiging voor verleende diensten voor de onderneming, tenzij een vorm van bezoldiging expliciet is opgenomen in bijvoorbeeld de statuten.¹¹⁸ De ‘managing director’ wordt daarentegen wel aangemerkt als werknemer en heeft in de meeste gevallen recht op bezoldiging op basis van zijn overeenkomst met de vennootschap.¹¹⁹ De vennootschap wordt echter geheel vrij gelaten over hoe invulling wordt gegeven aan die bezoldiging. Ook de Companies Act uit 1929 houdt zich over het algemeen afzijdig wat de bezoldiging van bestuurders betreft. In de modelstatuten die onderdeel uitmaken van de Companies Act uit 1929 is slechts opgenomen:

“The directors may from time to time appoint one or more of their body to the office of managing director or manager for such term and at such remuneration (whether by way of salary, or commission, or participation in profits, or partly in one way and partly in another) as they think fit, and a director so appointed shall not, while holding that office, be subject to retirement by rotation, or taken into account in determining the rotation or retirement of directors; but his appointment shall be subject to determination ipso facto if he ceases from any cause to be a director or if the company in general meeting resolves that his tenure of the office of managing director or manager be determined.”¹²⁰

116 Zie onder andere Richardson 1969, p. 3-19.

117 Verwezen wordt in dat geval telkens naar *Craven-Ellis v Canons Ltd*, Court of Appeal (1936) 2 K.B. 403, waar eiser overigens geen director was.

118 *Dunstan v. Imperial Gas Light Co* (1832) 3 Bar & Ad 125; *Hutton v. West Cork Railway* (1883) 23 Ch.D. 654; Deze regel is herhaalt in *Guinness Plc v Saunders* (1990) 2 A.C. 663.

119 *Anderson v. James Sutherland (Peterhead) Ltd.*, 1941 S.C. 203.

120 Zie Table A: Regulations for management of a company limited by shares, Companies Act (Consolidation Act) 1929, nr. 68.

Gebruikelijk is dus, dat de directors de bezoldiging van de managing director vaststellen. Daarnaast is in de Companies Act 1929 opgenomen, dat vennootschappen verplicht zijn op aanvraag van aandeelhouders informatie over de bezoldiging van directors te verschaffen.¹²¹ Deze bepaling kende echter geen toegevoegde waarde ten aanzien van de bezoldiging van uitvoerende bestuurders, aangezien de beloning van de managing director en andere directors die een betaalde functie binnen de vennootschap hadden expliciet niet onder deze bepaling vielen.¹²²

Andere bepalingen over de bezoldiging van bestuurders van naamloze vennootschappen in het Verenigd Koninkrijk schitteren door afwezigheid. Reden hiervoor is dat, in tegenstelling tot in de Verenigde Staten en Duitsland, de bezoldiging van bestuurders in deze periode in het juridische en maatschappelijk debat in het Verenigd Koninkrijk geen prominente plek inneemt.

19.5 Concluderend

225. Afsluitende opmerkingen

In de vier onderzochte landen gaat de mate waarin aandacht wordt besteed aan de bezoldiging van bestuurders hand in hand met de mate waarin een land lijdt onder de Grote Depressie. Zowel in de Verenigde Staten als in Duitsland, waar de economische voorspoed wordt weggespoeld door het uitbreken van de crisis, barst de discussie over de bezoldiging van bestuurders los. In Nederland en het Verenigd Koninkrijk, waar de crisis een beduidend minder grote impact heeft, blijft deze discussie achterwege.

Opvallend is, dat in de landen waar de wetgevende en rechtsprekende macht zich roeren de bezoldigingsdiscussie niet op eenduidige wijze wordt gevoerd. Dit leidt tot een verschillende aanpak van de bezoldigingsproblematiek in de Verenigde Staten en Duitsland. In beide landen wordt echter, ondanks de verschillende perspectieven, de zwakke positie van het recht tot de bezoldiging van bestuurders blootgelegd. De vrijheid van (private) partijen om tot een bezoldigingsovereenkomst te komen, staat het vormgeven van effectieve wetgeving in de weg. In de Verenigde Staten, waar de nadruk in de bezoldigingsdiscussie ligt op de verhouding tussen aandeelhouders en de board of directors, zorgt de ‘autonomy of private enterprise’ ervoor dat de juridische bemoeienis beperkt blijft tot het invoeren van transparantie-verplichtingen. In Duitsland spitst de discussie zich toe op sociale gerechtigheid

121 Section 148 van de Companies Act (Consolidation Act) 1929. Zie ook Vince Cable, ‘Executive Remuneration’, *Discussion paper BiS*, september 2011, p. 42/43.

122 Zie hierover onder andere Lee & Parker 2014, p. 228.

en een algehele bedachtzaamheid van de bestuurder jegens de vennootschap. Hierdoor wordt de wetgever aangezet tot krachtig ingrijpen. De ruime beoordelingsvrijheid van vennootschappen bij het vaststellen van de bezoldiging en het pacta sunt servanda-beginsel zorgen er echter voor dat de op papier vergaande nieuwe regelingen praktisch nut ontberen. Wel wordt ook hier een bescheiden juridisch succes geboekt met de invoering van openbaarmakingsverplichtingen. De onwetendheid van aandeelhouders en het publiek over de bezoldigingsafspraken wordt daardoor deels weggenomen.

De versterking van de positie van aandeelhouders bij de bezoldiging van bestuurders blijft dus beperkt tot het inzage krijgen in de bezoldiging door de nieuwe openbaarmakingsverplichtingen. In Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten wordt de bevoegdheid tot vertegenwoordiging van de vennootschap bij het vaststellen van de bezoldiging van (uitvoerende) bestuurders in beginsel overgelaten aan de Aufsichtsrat respectievelijk de board of directors. Nederland wijkt enigszins af van deze lijn door in beginsel de bevoegdheid tot het vaststellen van de bezoldiging bij de AVA neer te leggen, met dien verstande dat de mogelijkheid bestaat deze bevoegdheid te delegeren aan de raad van commissarissen.

Verdere ontwikkeling van de besproken vennootschapsrechtelijke bepalingen of nieuwe wetgeving op het gebied van de bezoldiging van bestuurders blijft veelal uit tot het einde van het vorige millennium.¹²³ Al de vennootschapsrechtelijke initiatieven die vervolgens tot stand komen, hebben als (neven)doel de ‘exorbitante’ beloningsontwikkeling aan de top te beteugelen. Opmerkelijk daarbij is dat deze initiatieven alle vergelijkbaar zijn met of in het verlengde liggen van de juridische bepalingen die de Verenigde Staten en Duitsland introduceerden als remedie tegen de beloningsschandalen in de jaren '30: (i) meer transparantie, (ii) het herstellen van de scheefgroei in de vennootschappelijke verhoudingen bij het vaststellen van de bezoldiging en (iii) het introduceren van de mogelijkheid een onredelijke bezoldiging achteraf aan te passen of terug te vorderen. In de komende drie deelonderzoeken zullen deze vennootschapsrechtelijke remedies nader worden bekeken. Daarmee zijn wij aanbeld bij het geldend recht en de rol die het vennootschapsrecht in de toekomst zou kunnen spelen binnen het bezoldigingsvraagstuk.

123 Zie tevens Lokin 2014.

TRANSPARANTIE

“Sunlight is said to be the best of disinfectants.”
(Louis Brandeis)¹

226. Transparantie als eerste redmiddel

Bij onrust over de bezoldiging van bestuurders wordt veelal als eerste gekozen voor het vergroten van de transparantieplichtingen. In de jaren van de Grote Depressie zagen we deze reactie in de Verenigde Staten en Duitsland.² Eenzelfde reactie zien we op de onvrede over de telkens toenemende bestuurdersbeloningen in tijden van financiële malaise rond het millennium en naar aanleiding van de jongste financiële crisis.³

Onbegrijpelijk is deze keuze van de wetgever overigens niet. Het vertrouwen in de ‘helende’ werking van transparantie is over het algemeen groot. Transparantie is daarnaast aantrekkelijk omdat dergelijke verplichtingen gezien worden als relatief ‘pijnloos’.⁴ De status quo wordt immers niet verstoord: partijen hoeven alleen maar te rapporteren wat zij aan het doen zijn, maar hoeven hun werkwijze niet te veranderen.⁵ De ingreep van de wetgever blijft daardoor beperkt, waardoor de betrokken partijen het veelal zien als ‘the lesser of evils’.⁶

Wanneer wordt gekozen voor het vergroten van de transparantieplichtingen over beloningen heeft de wetgever meestal de volgende twee doelen voor ogen: het verbeteren van de (interne en externe) controle en het beschermen van beleg-

1 Brandeis 1914, p. 92. Het hele citaat is: “Sunlight is said to be the best of disinfectant, electric light the most efficient policeman.”

2 Zie hoofdstuk 19 voor de ontwikkelingen na de Grote Depressie.

3 Zie hierover hoofdstuk 21 en 22.

4 De ‘pijn’ zit vooral in de kosten die openbaarmaking met zich brengt.

5 Bazerman & Moore 2012, p. 155.

6 Cain, Loewenstein & Moore 2005, p. 3. Artsen, bijvoorbeeld, zullen er vermoedelijk eerder voor kiezen openbaar te maken welke cadeaus zij ontvangen van farmaceutische bedrijven dan dat het hen wordt verboden dergelijke giften aan te nemen. En accountants zouden vast liever openbaar hebben gemaakt welke ondernemingen zij adviseerden en tegelijkertijd controleerden dan met de regel te worden geconfronteerd dat per onderneming slechts één van beide is toegestaan.

gers.⁷ Enige informatie over de bezoldiging van bestuurders is nodig om een gedegen controle mogelijk te maken. Door de raad van commissarissen dient verantwoording te worden afgelegd over zowel de (ex ante en ex post) hoogte van de bezoldiging als de structuur van het bezoldigingspakket. Aandeelhouders moeten over deze informatie beschikken om te kunnen controleren of de raad van commissarissen op juiste wijze gebruikmaakt van zijn bevoegdheid. De informatie over de bezoldiging van bestuurders kan aandeelhouders en andere stakeholders vervolgens aanzetten tot het uitoefenen van druk om eventuele misstanden tegen te gaan.⁸ Publicatieverplichtingen worden daarnaast als onmisbaar gezien voor het waarborgen van een efficiënte kapitaalmarkt. De bescherming van beleggers wordt versterkt doordat aan huidige en potentiële beleggers inzicht wordt verschaft in de financiële prikkels van de bestuurders van de vennootschap. Informatie over de bezoldiging van bestuurders zegt zowel iets over de corporate governance binnen de onderneming als over de oriëntatie van de vennootschap op de toekomst en is dus van belang voor de beleggingsbeslissing.⁹

Naast het informeren van stakeholders om controle mogelijk te maken en beleggers te beschermen staat de wetgever met het invoeren van transparantieverplichtingen nog een ander doel voor ogen: het matigen van de (groei van) beloningen. De verwachting leeft dat er kritischer naar eigen handelen wordt gekeken zodra publiekelijk verantwoording moet worden afgelegd. Er moet dus een bepaalde preventieve werking van transparantieverplichtingen uitgaan. De gedachte overheerst dat openbaarmakingsverplichtingen een matigende werking hebben op de ontwikkeling van bestuurdersbeloningen. Daarnaast wordt met de verplichting tot het openbaar maken van informatie over de bezoldiging van bestuurders veelal getracht te voorkomen dat ‘onterechte’ beloningen worden toegekend of uitgekeerd.¹⁰

In dit hoofdstuk zal ik de verschillende vennootschapsrechtelijke transparantievoorschriften behandelen die gelden in het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten, Duitsland en Nederland. Ook zullen Europese ontwikkelingen op dit gebied aan bod komen. Voordat ik daaraan toekom zal meer in het algemeen worden ingegaan op de vooronderstelde matigende werking van de transparantieverplichtin-

7 Hupka 2012, p. 46.

8 De wetgever in Nederland stelde expliciet dat het de verantwoordelijkheid van de aandeelhouders is, waaronder ook pensioenfondsen en andere institutionele beleggers, om de door de wetgever gecreëerde bevoegdheden te benutten. Daarbij werd benadrukt dat zeker van de grote institutionele beleggers een actieve en kritische rol inzake de bezoldiging verwacht mocht worden. Degenen aan wie verantwoording wordt afgelegd, dienen echter wel tenminste te beschikken over alle relevante gegevens. *Kamerstukken II*, 27 900, 2001/02, nr 5 (Nota naar aanleiding van het verslag), 29 november 2001, p. 3.

9 Een ‘change-of-controlclause’ waarin een ‘golden parachute’ is opgenomen kan bijvoorbeeld enige informatie geven over de houding van het bestuur in geval van een overname.

10 Onder het begrip ‘onterechte beloningen’ lijken zowel ‘pay-for-failure’ als het uitkeren van bonussen ten tijde van financiële malaise te vallen.

TRANSPARANTIE

gen. De afgelopen jaren hebben laten zien dat transparantieplichtingen niet het panacee zijn voor de immer stijgende bezoldigingsniveaus. De gedachte is zelfs gaan overheersen dat de openbaarmakingsverplichtingen de primaire oorzaak zijn van de voortdurend toenemende bezoldigingsniveaus. De vraag dient zich aan in hoeverre de verwachting gerechtvaardigd is dat transparantieplichtingen matigend werken.

Vervolgens zal ik nader ingaan op de transparantiebepalingen zoals die gelden voor beursgenoteerde vennootschappen in de onderzochte landen. Na de uiteenzetting van het transparantielandschap zal de positie van Nederland ten opzichte van de andere landen worden besproken, waarbij eveneens zal worden ingegaan op de vraag hoe transparantieplichtingen kunnen bijdragen aan het oplossen van de in het voorafgaande deel gesignaleerde problemen.

De matigende werking van transparantie

227. De preventieve werking van transparantieverplichtingen

Transparantieverplichtingen bevatten de minimale vereisten die gelden voor een bepaald persoon of orgaan voor het afleggen van verantwoording over de wijze waarop een aan die persoon of dat orgaan toekomende bevoegdheid wordt uitgeoefend. Door deze verplichte openbaarmaking raken stakeholders op de hoogte van de stand van zaken. Zij krijgen inzicht in de gedragingen van het desbetreffende orgaan. Aan de hand van de openbaar gemaakte informatie kunnen zij vervolgens bepalen of enig handelen geboden is. Indien deze stakeholders door de verkregen informatie worden geactiveerd om druk uit te oefenen op de bezoldiging van bestuurders kunnen transparantieverplichtingen dus indirect zorgen voor een matigende werking.

De verplichting tot het afleggen van verantwoording dient er eveneens toe om het gedrag van de persoon of het orgaan zelf te beïnvloeden bij het uitoefenen van zijn bevoegdheid. Deze preventieve functie van transparantieverplichtingen komt naar voren wanneer openbaarmakingsverplichtingen worden ingezet om handelen bij tegenstrijdige belangen in goede banen te leiden. Bij de meeste beroepen zijn tegenstrijdige belangen aan de orde van de dag.¹ De aanwezigheid van deze tegenstrijdige belangen wordt niet direct als een probleem ervaren, zolang de professional zich niet door dergelijke tegenstrijdige belangen zal laten leiden.² Transparantie wordt daarbij gezien als een effectief middel om het eventuele gevaar van tegenstrijdige belangen te mitigeren. Openheid van zaken zorgt er immers voor dat de verleiding om te kiezen voor het eigen belang afneemt doordat zowel de externe

-
- 1 Zo verdienen chirurgen normaliter meer wanneer zij opereren dan wanneer zij niet opereren en nemen de inkomsten van advocaten toe naarmate zij meer uren schrijven. Opereren of het schrijven van meer uren zal echter niet altijd in het belang van de patiënt/cliënt zijn.
 - 2 Daarbij overheerst over het algemeen de gedachte bij de professional zelf dat hij immuun is voor deze tegenstrijdige belangen. Ten onrechte, volgens Bazerman & Moore 2012, p. 155.

als interne kosten zullen stijgen.³ “Sunlight is the best disinfectant.”⁴ Het vertrouwen in de preventieve werking van transparantievoorschriften is dan ook groot.

Dit vertrouwen is overigens niet in alle gevallen gerechtvaardigd. Onder bepaalde omstandigheden kan het (gedwongen) openbaar maken van tegenstrijdige belangen juist zorgen voor een rechtvaardiging om (meer) in het eigen belang te handelen. Het eigen belang is immers ‘disclosed’, dus de ander kan daar rekening mee houden.⁵ Zie bijvoorbeeld het onderzoek dat is verricht door Cain, Loewenstein en Moore. In hun onderzoek kreeg de ene deelnemer de taak om te schatten hoeveel geld zich bevond in zes potten, gevuld met muntgeld. De andere deelnemer kreeg de rol van adviseur. De adviseur mocht iedere pot met muntgeld van dichtbij bekijken en nauwkeurig inspecteren. De deelnemer die uiteindelijk het geschatte bedrag moest opgeven – de ‘schatter’ – mocht de potten met kleingeld slechts kort van een afstand bekijken. Aan de adviseur werd vervolgens gevraagd een advies te geven aan de schatter over hoeveel geld er volgens de adviseur in iedere pot zat. De beloning van de schatter hing af van de mate waarin zijn schatting correct was. Hoe dichterbij het daadwerkelijk bedrag, des te groter zijn beloning. De adviseur had een tegenstrijdig belang: hoe meer de schatter die hij moest adviseren het daadwerkelijke bedrag zou overschatten, des te meer zou de adviseur betaald krijgen. De adviseur had dus een prikkel om de schatter te verleiden het bedrag te hoog in te schatten. Een deel van de schatters kregen te horen op grond waarvan hun adviseur betaald kreeg, de overige schatters niet. Opmerkelijk genoeg kwam uit dit onderzoek naar voren dat de adviezen van de adviseurs wier tegenstrijdig belang openbaar was gemaakt, met hogere schattingen kwamen dan de adviseurs wier motieven niet openbaar waren gemaakt. Daarnaast zorgde het bekend zijn met de motieven van de adviseurs er niet voor dat de schatters het advies van hun adviseur voldoende corrigeerden door het advies naar beneden bij te stellen. Openbaarmaking zorgde aldus ervoor dat adviseurs meer verdienden en de schatters die op basis van dit advies hun geschatte bedrag baseerden juist minder betaald kregen.⁶

De preventieve werking van transparantieverplichtingen ziet niet alleen op het mitigeren van het gevaar bij tegenstrijdige belangen. Dergelijke verplichtingen worden ook ingezet door de wetgever om ander onrechtmatig of ongewenst gedrag tegen te gaan. Een voorbeeld daarvan is de verwachting dat openbaarmakingsverplichtingen de ontwikkeling van de bezoldiging van bestuurders zullen matigen.

3 Denk bij externe kosten aan reputatieschade of de kans op ontslag. Wanneer verantwoordelijkheid naar anderen het bewustzijn van integer handelen doet toenemen, stijgen de interne kosten.

4 Brandeis 1914, p. 92.

5 Uit hetzelfde onderzoek volgt dat het vertrouwen in de helende werking van transparantie dat anderen hebben, zorgt voor een belemmering bij deze personen om kritischer naar het handelen van de actor te kijken, wanneer het tegenstrijdig belang openbaar is gemaakt.

6 Zie Cain, Loewenstein & Moore 2005. Zie ook Bazerman & Moore 2012, p. 155 e.v.

228. Het perspectief van de actor

Wanneer wordt uitgegaan van de aanname dat bepaald gedrag ongewenst is, dan is mijns inziens een aantal vragen bepalend voor de preventieve werking die uitgaat van het invoeren van transparantieplichtingen. Om te beginnen is van belang of de actor zijn handelen zelf wél ziet als rechtmatig, althans als juist, of niet. Is de actor zich ervan bewust dat zijn handelen niet door de beugel kan, dan zal de verplichting tot openbaarmaking veelal tot resultaat hebben dat de actor zijn handelen zal (moeten) aanpassen.⁷

Ziet de actor zijn handelen als correct, dan is het vervolgens de vraag of er een bepaalde bewustwording optreedt wanneer hij wordt verplicht dat handelen openbaar te maken.⁸ Zo kan het voorkomen dat de verplichting tot openbaarmaking tot gevolg heeft dat de actor zich bewust wordt van andere perspectieven op zijn handelen, die hij tot de zijne maakt.⁹

Tenslotte is er nog de mogelijkheid dat de verplichting tot transparantie de visie van de actor dat zijn handelen rechtmatig en (moreel) verantwoord is, niet beïnvloedt. De transparantievoorschriften kunnen dan nog steeds enige invloed hebben. De actor kan zich genoodzaakt voelen zich bij zijn handelen meer rekenschap te geven van de afwijkende visie van anderen. Ook al is hij niet van mening dat zijn handelen aanpassing verdient, kan hij door de openbaarmakingsverplichtingen eerder geneigd zijn bepaalde grenzen te vermijden.

De preventieve werking van transparantie is het grootst wanneer de actor zijn handelen ziet of gaat zien als onrechtmatig en/of moreel verwerpelijk. De preventieve werking van transparantie is het kleinst wanneer de actor van mening is dat andere visies op zijn handelen onjuist zijn en hij rechtmatig en moreel correct handelt.¹⁰

Het perspectief van de actor is daarnaast eveneens bepalend voor de mate waarin transparantieplichtingen worden nageleefd. Naleving wordt opmerkelijk genoeg het meest geweld aangedaan zowel in het geval de actor zijn handelen ziet als onrechtmatig als wanneer de actor van mening is en blijft dat zijn handelen rechtmatig en moreel juist is. In de eerste situatie zal de actor trachten te maskeren

7 Mits de sanctie zwaar genoeg is en er geen mogelijkheden zijn om de daadwerkelijke openbaarmaking te maskeren.

8 Hiervan zal bijvoorbeeld sprake kunnen zijn wanneer het handelen niet zozeer onwettig is, maar als moreel verwerpelijk wordt gezien.

9 Het tegenovergestelde is ook mogelijk: door bijvoorbeeld het eigen belang openbaar te maken kan de actor het als gerechtvaardigd zien om (meer) in het eigen belang te handelen. De wederpartij is immers op de hoogte van de tegenstrijdige belangen die spelen.

10 Er is geen positieve werking indien transparantie ervoor zorgt dat de actor in de openbaarmaking een rechtvaardiging ziet voor het handelen in het eigen belang.

dat hij onrechtmatig handelt door te zorgen voor een minimale transparantie. In de tweede situatie zal gekozen worden voor een minimale naleving van de transparantievoorschriften omdat de actor van mening is dat het verstrekken van meer informatie slechts zal leiden tot in zijn ogen ongefundeerde kritiek en onterechte sancties.¹¹

229. De visie van de raad van commissarissen

Wanneer vorenstaande wordt geprojecteerd op de bezoldiging van bestuurders dan hangt de preventieve werking van transparantieverplichtingen primair af van het antwoord op de vraag hoe over het algemeen door commissarissen wordt aangekeken tegen de wijze waarop de bezoldiging wordt vastgesteld en hoe de hoogte van de bezoldiging van bestuurders zich ontwikkelt. Zien zij de huidige vorm als rechtmatig, dan dient vervolgens te worden bezien of de verplichting tot openbaarmaking van de bezoldiging deze visie zal beïnvloeden om te komen tot een gematigdere ontwikkeling van bestuurdersbeloningen. Daarvoor zijn naar mijn mening drie zaken van belang: (i) de bezoldiging wordt binnen de top van de onderneming in beginsel primair benaderd als incentive in plaats van reward,¹² (ii) de wijze waarop de opportunity pay van een bestuurder wordt vastgesteld is universeel en wordt als rechtvaardig gezien en (iii) de raad van commissarissen draagt alleen verantwoordelijkheid voor de bezoldiging bij de eigen onderneming.

Zoals uiteengezet heeft de functieverbreiding van bezoldiging ervoor gezorgd dat twee verschillende visies op bezoldiging zijn ontstaan. De top van de onderneming benadert bezoldiging primair als ‘incentive’, terwijl de rest van de samenleving de bezoldiging meer ziet als ‘reward’.¹³ Hierdoor wordt binnen de bezoldigingsdiscussie veelal langs elkaar heen gesproken met als gevolg onbegrip voor elkaars standpunten bij beide partijen. Daar komt bij dat bij commissarissen veelal de overtuiging overheerst dat de toegekende bezoldiging redelijk is. De hoogte is immers bepaald aan de hand van een referentiegroep. Er wordt niet substantieel meer betaald dan bij andere ondernemingen. De ‘gewone burger’ kan de bezoldiging wellicht exorbitant vinden, maar goed ondernemingsbestuur heeft nu eenmaal een prijs. Een raad van commissarissen heeft daarnaast slechts de verantwoordelijk-

11 De managerial powertheorie gaat ervan uit dat het camoufleren van de bezoldiging van bestuurders voortvloeit uit het eerste geval. Mijns inziens ligt echter, zoals ik zal toelichten, de tweede situatie meer voor de hand.

12 Opgemerkt dient te worden dat ook de top van de onderneming wisselt in perspectieven. De wijze waarop de structuur van de bezoldiging wordt vormgegeven en hoe deze structuur wordt gerechtvaardigd aan de aandeelhouders rust op het zien van bezoldiging als prikkel.

13 Zie hierover randnummer 80.

heid voor de bezoldiging van de eigen onderneming en niet, zoals de wetgever voor ogen heeft, voor de ontwikkeling van bezoldiging van bestuurders bij beursgenoteerde vennootschappen in het algemeen. Kiezen voor bijvoorbeeld een bezoldiging onder de mediaan ten behoeve van de ontwikkeling van de bezoldiging van bestuurders zorgt derhalve voor een risico dat voor rekening komt van de commissarissen. Hiertoe zal niet worden overgegaan als bij commissarissen de noodzaak voor het kiezen voor een afwijkende wijze van het bepalen van de ex ante hoogte ontbreekt.¹⁴

De commissaris zal in de regel de wijze waarop de bezoldiging wordt vastgesteld dus zien als rechtmatig en verantwoord met als gevolg dat daarmee eveneens de rechtvaardiging voor de hoogte van de bezoldiging is gegeven. Van een ‘bewustwording’ dat het handelen van de commissaris ongewenst is, zoals uitgedragen door de wetgever, is dan ook geen sprake. De kans is derhalve klein dat de transparantievoorschriften de visie van commissarissen over de hoogte en de wijze waarop de bezoldiging wordt vastgesteld beïnvloedt waardoor zij hun handelen zullen aanpassen.

De transparantievoorschriften kunnen desalniettemin nog steeds enige preventieve werking hebben, wanneer de raad van commissarissen zich genoodzaakt voelt zich bij het vaststellen van de hoogte van de bezoldiging rekenschap te geven van de visie zoals die leeft in de maatschappij om schadelijke publieke ophef te voorkomen. Hierdoor kan het voorkomen dat door de raad van commissarissen bepaalde grenzen worden vermeden. Het gaat in dat geval echter slechts om het voorkomen van excessen. Zolang de vastgestelde bezoldiging te rechtvaardigen is aan de hand van een referentiegroep is de ‘outrage constraint’ beperkt. Een structureel matigende werking vanwege het preventief aanpassen van hun handelen door raden van commissarissen is op basis van de huidige transparantieplichtingen dan ook niet te verwachten.¹⁵

De verschillende visies op bezoldiging en het daardoor gegroeide wederzijdse onbegrip tussen de top van de onderneming en de rest van de maatschappij lijkt er daarnaast voor te zorgen dat incidenten onvermijdelijk zijn. Deze incidenten zijn de laatste jaren ook veelal zichtbaar geweest in de media. Een voorbeeld bedroeg de bonus van Jan Hommen waar hijzelf op tegen was, maar die de commissarissen er doorheen zouden hebben

14 De uitspraak van ex-Citi CEO Charles ‘Chuck’ Prince over de hypotheekmarkt voor het uitbreken van de kredietcrisis is ook hier van toepassing: “As long as the music is playing, you’ve got to get up and dance. We’re still dancing.” Zie <http://www.reuters.com/article/financial-crisis-dancing-idUSN0819810820100408> (laatst bezocht op 2 maart 2016).

15 Opgemerkt dient te worden dat het mogelijk is dat de transparantieplichtingen wel degelijk enige matigende werking hebben. Zonder deze verplichtingen was de toename van de beloningsniveaus wellicht nog steiler. Een oplossing voor de ongefundeerde stijging bieden de huidige transparantieplichtingen echter niet.

gedrukt.¹⁶ Ook kan gedacht worden aan de ophef over de salarisverhoging bij ABN-Amro. Peter Wakkie trad af als commissaris vanwege de publieke ophef en het uitstellen van de beursgang, maar was geenszins van mening dat het toekennen van de salarisverhoging op enigerlei wijze incorrect was.¹⁷ Bij KPN waren het de cao-onderhandelingen die CEO Eelco Blok ertoe bewogen afstand te doen van zijn bonus die hij kreeg vanwege zijn “bijzondere managementprestatie bij het zeer complexe en tijdrovende proces van de verkoop van E-Plus aan Telefónica Deutschland”.¹⁸

De voorbeelden uit de praktijk laten zien dat de transparantievoorschriften wel degelijk kunnen zorgen voor een ‘outrage constraint’. De werking ervan blijft echter beperkt tot incidenten zoals bij ING, ABN Amro en KPN. Het zijn voornamelijk de werknemers of de politiek die op die manier enige invloed uitoefenen op incidenteel toegekende bonussen of salarisverhogingen. Een structurele aanpassing van de ontwikkeling van de bezoldigingsniveaus hebben deze incidenten niet tot gevolg.

230. Naleving of camouflage

De visie van de raad van commissarissen dat de bezoldiging op een juiste wijze wordt vastgesteld en een daaruit voortvloeiend onbegrip op kritiek vanuit de samenleving heeft eveneens een negatieve invloed op de naleving van de transparantieverplichtingen. Het geeft althans een verklaring voor het lage nalevingspercentage van de openbaarmakingsverplichtingen die waren opgenomen in de Corporate Governance Code uit 2008. De best practice bepalingen (hierna: bpb) die betrekking hebben op beloningen behoorden tot de meest niet nageleefde of vaakst uitgelegde bepalingen.¹⁹ Beloningsstructuren zijn daarnaast veelal op een complexe wijze vormgegeven, hetgeen leidt tot een vertroebelde transparantie.²⁰ De verschillende manieren waarop de bezoldiging wordt ‘gecamoufleerd’, kan te

16 De raad van commissarissen, onder leiding van voormalig DSM-topman Peter Elverding, vond dat de bonussen voor Hommen en zijn twee medebestuurders verdiend en legitiem waren en moesten worden uitgekeerd. Zie <http://www.nrc.nl/nieuws/2011/04/01/commissarissen-ing-drukten-bonus-van-hommen-door> (laatst bezocht op 15 februari 2015).

17 Wakkie stelde: “De bestuurders hebben hun doelstellingen steeds met vlag en wimpel gehaald. Als je die gehaald hebt, heb je recht op die bonus. Die hebben ze al sinds 2010 niet meer ontvangen. In werkelijkheid hebben ze dus 1,5 miljoen laten liggen.” Zie <http://www.nrc.nl/nieuws/2015/03/31/abn-commissaris-peter-wakkie-treedt-terug> (laatst bezocht op 15 februari 2015).

18 <http://fd.nl/ondernemen/1099202/blok-geeft-extraatje-terug> (laatst bezocht op 15 februari 2015).

19 Uit het rapport Monitoring Boekjaar 2014 blijkt onder meer dat een van de meest niet-nageleefde bepalingen in de afgelopen jaren bpb II.2.13 van de Code 2008 is: ‘overzicht van bezoldigingsbeleid’.

20 Monitoring Commissie Corporate Governance, Voorstel voor herziening: een uitnodiging voor commentaar, 11 februari 2016, p. 43.

wijten zijn aan de macht van de bestuurder, zoals Bebchuk en Fried betogen.²¹ Een naar mijn mening meer voor de hand liggende verklaring is dat commissarissen kiezen voor een minimale naleving van de transparantievoorschriften omdat zij van mening zijn dat het verstrekken van meer informatie slechts zal leiden tot ongefundeerde kritiek en onterechte sancties die de vennootschap schaden. Een grotere naleving van deze transparantiebepalingen zal in dat geval niet kunnen worden bewerkstelligd, zolang de commissarissen van mening zijn daardoor belemmerd te worden in de uitoefening van hun functie, dan wel vrezen onnodig reputatieschade te lijden. Hierdoor neemt, naast de preventieve werking, eveneens de door de openbaarmakingsverplichtingen beoogde transparantie af.

231. De visie van de aandeelhouders

Op basis van het vorenstaande is het niet verwonderlijk dat van een preventieve werking van openbaarmakingsverplichtingen niet is gebleken. Een matiging in de ontwikkeling van de bezoldigingsniveaus zou echter ook gerealiseerd kunnen worden door een verhoogde druk op de bezoldiging vanuit andere stakeholders. De hiervoor besproken incidenten laten zien dat er wel degelijk sprake is van enige ‘outrage constraint’.

De wetgever zag in het bijzonder een rol weggelegd voor de institutionele beleggers. In tegenstelling tot de actieve rol van aandeelhouders ten tijde van de Great Depression is de verwachte kritische rol van aandeelhouders op de ontwikkeling van de beloningsniveaus uitgebleven.²² Vele aandeelhouders delen de visie op bezoldiging van de top van de onderneming. Zij verwachten dat bezoldiging wordt ingezet als managementtool en vast wordt gesteld aan de hand van een referentiegroep. De meeste buitenlandse aandeelhouders vinden het bezoldigingsniveau in Nederland zelfs aan de lage kant.²³ Hierdoor blijft de verontwaardiging en de daaruit voortvloeiende druk van aandeelhouders om te komen tot een gematigde ontwikkeling van de bezoldiging van bestuurders veelal uit.²⁴

Overigens heeft de openbaar gemaakte informatie over de bezoldiging van bestuurders, in combinatie met meer wettelijke mogelijkheden, wel degelijk gezorgd

21 Bebchuk & Fried 2004, p. 64/65. Is hiervan sprake dan weten commissarissen dat zij onjuist handelen maar proberen zij dit handelen te maskeren.

22 *Kamerstukken II*, 27 900, 2001/02, nr 5 (Nota naar aanleiding van het verslag), 29 november 2001, p. 3.

23 Dit is van belang aangezien het overgrote deel van de aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen niet uit Nederland komt.

24 Zie over de beperkte invloed van aandeelhouders op de absolute hoogte van de bezoldiging van bestuurders en de toename van de beloningsniveaus onder meer Thomas & Van der Elst 2015, p. 728-729.

voor een actievere rol van aandeelhouders. Het aantal aandeelhouders dat negatief stemt over de bezoldiging neemt meer en meer toe, zeker wanneer een adequate koppeling tussen prestatie en beloning ontbreekt. In het bijzonder roeren aandeelhouders zich bij abnormaal hoge beloningsniveaus in combinatie met relatief slechte prestaties. De aandacht gaat daarbij, mede vanwege de invloedrijke stemadviesbureaus, echter voornamelijk uit naar de verhouding tussen beloning en prestatie en niet naar de ex ante absolute hoogte van de bezoldiging.²⁵ De bemoeienis van aandeelhouders blijft daarnaast beperkt tot de uitschieters.²⁶ Zolang de beloningshoogte kan worden gerechtvaardigd aan de hand van een referentiegroep en de variabele beloning voldoende is gekoppeld aan prestatimaatstaven blijft de invloed van de aandeelhouders achterwege. Het is dan ook niet te verwachten dat de huidige transparantieplichtingen aandeelhouders aan zullen zetten tot ingrijpen, met een matigende werking op de ontwikkeling van de ex ante beloningsniveaus tot gevolg.

232. Opdrijvend effect

De verwachte matigende werking op de ontwikkeling van de bezoldigingsniveaus is tot op heden een illusie gebleken. Reeds bij de invoering van de openbaarmakingsverplichtingen in Nederland is hiervoor gewaarschuwd door enkele partijen. Zo werd tijdens het overleg over de invoering van de transparantieplichtingen erop gewezen dat topman Elverding van DSM en oud-topman Timmer van Philips de mening waren toegedaan dat openheid tegenover aandeelhouders de bezoldiging per saldo eerder zal opjagen dan dat het een drukkend effect zal hebben, zoals toen al zichtbaar was in andere landen.²⁷ De voorspellingen van Elverding en Timmer lijken waarheid te zijn geworden. De regelgeving op het gebied van de

25 Zo adviseerde stembureau Glass Lewis bijvoorbeeld om tegen de bezoldiging van Ben van Beurden van Shell te stemmen omdat zijn bonus zou toenemen met 6% terwijl de nettowinst over 2015 daalde met 87% ten opzichte van het jaar ervoor. “Wij blijven bezorgd over de discrepantie tussen bonussen en financiële prestaties”, aldus Glass Lewis. Zie o.a. <http://www.rtlz.nl/business/adviesbureau-kritisch-over-bonus-shell-baas>; http://www.telegraaf.nl/dft/bedrijven/royal_dutch_shell_a/25766696/___Adviesbureau_kritisch_over_bonus_Shellbaas___html. ISS adviseerde overigens om het beloningspakket goed te keuren.

26 Thomas & Van der Elst 2015, p. 728-730.

27 *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 52, p. 6/7. Giskes (D66) stelt dat het niveau vermoedelijk zal stabiliseren. “Hoe meer mensen weten hoe het zit, hoe beter de verhoudingen blijven. Er valt niets te verbergen, en als dat wel zo is, heeft men een probleem”, aldus Giskes. Daarbij gaat Giskes mijns inziens voorbij aan de vraag of de top van de onderneming van mening is dat zij iets te verbergen heeft en, indien dat niet zo is, of transparantieplichtingen een bewustwording creëren. Zie *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 52, p. 20.

openbaarmaking van bezoldiging van bestuurders heeft niet nivellerend gewerkt.²⁸ Door velen worden de openbaarmakingsverplichtingen dan ook als primaire oorzaak gezien voor de steeds toenemende bezoldiging.

Met Winter ben ik van mening dat deze laatste conclusie te overhaast wordt getrokken.²⁹ Ook zonder de openbaarmakingsvoorschriften zou de bezoldiging zijn opgelopen. De reden daarvoor is de wijdverbreide praktijk van het vaststellen van de ex ante bezoldiging van een bestuurder aan de hand van een referentiegroep. Beloningsconsultants beschikken ook zonder transparantieverplichtingen over bezoldigingsinformatie, aan de hand waarvan wordt bepaald of een bestuurder over- of onderbetaald is. Het belonen boven de mediaan als standaardpraktijk is dan ook de primaire drijvende kracht achter de steeds toenemende bezoldiging, niet zozeer de openbaarmaking van deze bezoldiging.³⁰

Vorenstaande laat onverlet dat de openbaarmakingsverplichtingen en in het bijzonder de jaarlijkse beloningsoverzichten in de media, niet geheel zonder effect zijn. De bestuurder wordt in de media jaarlijks geconfronteerd met de rang die hem dat specifieke jaar toekomt. Hierdoor is voor de bestuurder het belang toegenomen dat hij wordt bezoldigd op basis van een referentiegroep en hetzelfde (of meer) ontvangt als (dan) zijn peers. Zowel de perceptie van de bestuurder op wat een rechtvaardige beloning is als zijn status hangen immers af van hetgeen zijn peers ontvangen. Wordt de bestuurder naar zijn mening te laag bezoldigd, dan kan dit ervoor zorgen dat hij zich ondergewaardeerd voelt. Door op of boven de mediaan van de referentiegroep te bezoldigen wordt dit vermeden. De overzichten in de media versterken het gevoel dat de bezoldiging van bestuurders onderling te vergelijken is en zorgen daarmee ironisch genoeg voor een rechtvaardiging van benchmarking.

233. Naar een matigende werking?

De huidige transparantieverplichtingen lijken niet het meest geschikte juridische middel om ervoor te zorgen dat de beloningsniveaus een gematigde ontwikkeling zullen kennen. De reden daarvoor is onder meer dat het perspectief van raden van commissarissen op het vaststellen van de bezoldiging op basis van externe referentie door de huidige transparantieverplichtingen niet wordt beïnvloed. Een preventieve

28 Verburg 2015 p. 66. Verburg stelt verbaasd te zijn. “Ik ben nooit tegengekomen dat iemand bij het zien van de fraaie fiets van de buurman tot de ontdekking kwam dat het met de eigen fiets daarom wel een tandje lager kon.”

29 Winter 2010, p. 7 en 8. Ook uit een onderzoek van de OECD blijkt dat er weinig bewijs is voor een opdrijvend effect, zie OECD, ‘Board Practices. Incentives and Governing Risks’, *Corporate Governance*, OECD Publishing, 2011, p. 39.

30 Winter 2010, p. 7 en 8.

werking zal dus slechts uitgaan van transparantieplichtingen wanneer deze verplichtingen een aanzet geven tot het inzicht bij raden van commissarissen dat de wijze waarop het ex ante bezoldigingsniveau wordt bepaald, aanpassing verdient. Een dergelijke bewustwording zou gerealiseerd kunnen worden door de verplichting op te nemen verregaande verantwoording af te leggen over de wijze waarop de interne beloningsopbouw een rol heeft gespeeld bij het vaststellen van het ex ante beloningsniveau. De laatste jaren wordt getracht deze bewustwording te bewerkstelligen door het opstellen van wettelijke regels voor het opnemen van een pay ratio.³¹ Nederland blijft op dit gebied achter.³²

Om te kijken welke positie Nederland inneemt in het transparantielandschap, zal in het volgende hoofdstuk onderzoek worden gedaan naar de openbaarmakingsverplichtingen die gelden in het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten, Duitsland en Nederland. Daarnaast zullen eveneens de Europese wijzigingen die betrekking hebben op de openbaarmakingsverplichtingen van beloningen nader worden bekeken. Aan de hand van deze uiteenzetting zal worden ingaan op de Nederlandse keuze voor weinig gedetailleerde transparantieplichtingen, het gebrek aan visie over welke mate van transparantie noodzakelijk wordt geacht en de vraag of transparantieplichtingen beperkt moeten blijven tot statutaire bestuurders. Tenslotte wordt een aanzet gegeven tot het vormgeven van een Nederlandse pay ratio als (gedeeltelijke) oplossing voor een van de twee eerder gesignaleerde kernproblemen.

31 Onder meer in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten is een vorm van een verplichte pay ratio opgenomen. Ook in Duitsland wordt in de wet aandacht besteed aan het afleggen van verantwoording over de verhouding tussen de beloning van bestuurders en de interne beloningsopbouw. Zie hierover de randnummers 238, 249 en 256.

32 Er is wel een wetsvoorstel ahangig waarin de ondernemer verplicht wordt jaarlijks de interne beloningsopbouw met de ondernemingsraad te bespreken, zie randnummer 269. In de Code Frijns werd ook enigszins aandacht besteed aan de interne beloningsopbouw. Zie Principe II.2 Code 2008: “Bij de vaststelling van de totale bezoldiging wordt de invloed ervan op de beloningsverhoudingen binnen de onderneming meegewogen” en bpb 2.2 Code 2008: “De raad van commissarissen stelt de hoogte en de structuur van de bezoldiging van bestuurders mede vast aan de hand van uitgevoerde scenarioanalyses en met inachtneming van de beloningsverhoudingen binnen de onderneming.” Op deze wijze wordt beoogd een intern anker toe te voegen aan een beloningsproces dat tegenwicht kan bieden aan een mogelijk ‘haasje-over’ effect. In de Code van Manen (2016) komt eenzelfde zinsnede terug in bpb 3.1.2 en bpb 3.2.1 met als verschil dat in het eerste geval de interne beloningsopbouw wordt gekoppeld aan het beloningsbeleid inplaats van aan de individuele bezoldiging. De Code van Manen gaat vervolgens verder met de invoering van bpb 3.4.1 (iv) Code van Manen. Zie hierover randnummer 934.

Openbaarmakingsverplichtingen in de onderzochte landen

21.1 Openbaarmakingsverplichtingen in het Verenigd Koninkrijk

234. Companies Act 2006

Het Verenigd Koninkrijk kent de meest gedetailleerde en vergaande verplichtingen in Europa voor het openbaar maken van de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen. In de Companies Act 2006 (hierna: CA 2006) is opgenomen dat op iedere director van een beursgenoteerde vennootschap de verplichting rust dat voor elk boekjaar een remuneratierapport wordt opgemaakt. De director die hier niet aan voldoet begaat een ‘offence’ en handelt strafbaar.¹ Verder rust op iedere director van de afgelopen vijf jaar de taak om informatie te verschaffen aan de vennootschap die noodzakelijk is voor het opstellen van het remuneratierapport. Het remuneratierapport moet worden goedgekeurd door de board of directors en namens deze worden ondertekend.² Indien het remuneratierapport niet voldoet aan de eisen van de CA 2006, begaat iedere director in beginsel een strafbaar feit.³

235. Accounts and Reports Regulations 2013

Sinds 2013 wordt expliciet onderscheid gemaakt tussen enerzijds het bezoldigingsbeleid en anderzijds het implementatierapport (implementation report) waarin is opgenomen hoe het bezoldigingsbeleid het afgelopen boekjaar in praktijk is gebracht. Zowel het bezoldigingsbeleid als het implementatierapport maken onderdeel uit van het remuneratierapport. De openbaarmakingsverplichtingen die gelden voor het remuneratierapport worden vastgesteld door middel van een ‘statutory instrument’. Deze gedetailleerde regels zijn opgenomen in ‘The Large and Medium-Sized

1 Art. 420 CA 2006.

2 Opgemerkt zij dat in het Verenigd Koninkrijk wordt uitgegaan van een one-tier board.

3 Art. 422 CA 2006.

Companies and Groups (Accounts and Reports) Regulations 2013' ('Accounts and Reports Regulations 2013').⁴

236. Annual Remuneration Report

Op basis van de Accounts and Reports Regulations 2013 bevat het remuneratierapport een verklaring van de voorzitter van de remuneratiecommissie waarin een overzicht wordt gegeven van (a) de belangrijkste beslissingen die betrekking hebben op de bezoldiging van bestuurders, (b) iedere substantiële wijziging ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders die heeft plaatsgehad in het desbetreffende boekjaar en (c) de context waarin deze veranderingen en beslissingen hebben plaatsgevonden.⁵ Indien eventuele bezoldigingswijzigingen in overweging zijn genomen, dient hier ook melding van te worden gemaakt.⁶ Daarnaast moet worden uitgelegd hoe de vennootschap het bezoldigingsbeleid zal gaan implementeren in het volgende boekjaar.⁷

Het remuneratierapport bevat een 'single total figure' van de bezoldiging van iedere bestuurder van het desbetreffende boekjaar.⁸ Ter vergelijking dient ook het totaalbedrag van het voorafgaande boekjaar te worden gepubliceerd.⁹ De Accounts and Reports Regulations 2013 voorziet in een tabel waarin deze bedragen kunnen worden opgenomen.¹⁰

De totaalbedragen dienen te worden opgesplitst in verschillende deelbedragen, waaronder (a) het vaste salaris, (b) onkostenvergoedingen of andere emolumenten, (c) de korte termijn bezoldiging, (d) de lange termijn bezoldiging¹¹ en (e) pensioenbetalingen.¹² Aangezien in het Verenigd Koninkrijk het one-tier model

4 De Accounts and Reports Regulations 2013 is in werking getreden op oktober 2013 en vervangt de regels uit 2008. Schedule 8 gaat over de bezoldiging van bestuurders bij beursgenoteerde ondernemingen, te raadplegen op http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2013/1981/pdfs/ukxi_20131981_en.pdf (laatst bezocht op 4 augustus 2017).

5 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 2.

6 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 22.

7 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 21.

8 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 4.

9 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 9.

10 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 5.

11 Ten aanzien van (c) en (d) moet tevens worden openbaar gemaakt: de gehanteerde prestatiecriteria en hun onderlinge relatieve gewicht, de doelstellingen, details van de daadwerkelijke prestaties, behoudens omstandigheden die ertoe kunnen nopen deze informatie niet openbaar te maken. Zie Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 12.

12 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 7.

wordt aangehangen, dient in het rapport onderscheid te worden gemaakt tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders.

In het remuneratierapport dienen tevens alle details over eventueel toegekende vertrekvergoedingen openbaar te worden gemaakt, evenals de beloningen die zijn uitgekeerd aan voormalige bestuurders (behoudens bepaalde uitzonderingen, zoals beloningen die reeds openbaar gemaakt zijn).¹³ Indien een (deel van de) bezoldiging is teruggevorderd of aangepast, dient het teruggevorderde of aangepaste bedrag te worden opgenomen in het remuneratierapport.¹⁴ Over het aandelen- en optiebezit van de bestuurders en de vereisten die gelden voor bestuurders om aandelen in de vennootschap te mogen houden, dient ook informatie te worden verstrekt.¹⁵

237. Adviseurs, het relatieve belang en TSR

In de Accounts and Reports Regulations 2013 is verder een aantal opvallende bepalingen opgenomen. Zo dient het remuneratierapport niet alleen informatie te bevatten over de leden van de remuneratiecommissie, maar tevens over anderen die de commissie hebben geadviseerd of anderszins hebben bijgestaan.¹⁶ Interessant is eveneens dat het relatieve belang van bezoldiging als kostenpost voor de vennootschap moet worden gegeven. Zo dient een verklaring te worden opgenomen over hoe de bezoldiging in verhouding staat tot andere kosten zoals bijvoorbeeld belastingen, dividenden, inkoop van eigen aandelen, gereserveerde winsten en andere significante kosten in het voorafgaande en desbetreffende boekjaar.¹⁷ Tenslotte is opvallend dat het remuneratierapport een prestatiegrafiek dient te bevatten met daarin opgenomen de Total Shareholder Return, zodat de toegekende bezoldiging kan worden bekeken in het licht van de totale gecreëerde aandeelhouderswaarde.¹⁸

13 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 15 en 16. De vennootschap moet een verklaring opnemen waarin uiteen wordt gezet welke betalingen door de director zijn ontvangen en nog zal worden ontvangen in de toekomst. Deze verklaring moet in alle redelijkheid zo snel mogelijk gepubliceerd worden.

14 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 8.2. Zie art. 2:383c lid 6 BW voor een vergelijkbare bepaling.

15 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 17. Ook dient informatie te worden verstrekt over in dat boekjaar toegekende 'scheme interests', zie sec. 14.

16 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 22. Een soortgelijke bepaling in de Nederlandse Corporate Governance Code van 2008 is met de herziening van deze code in 2016 geschrapt. Zie bpb III.5.13 Code 2008.

17 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 20.

18 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 18.

238. Pay ratio

Het Verenigd Koninkrijk kent verder de verplichting om ieder jaar de procentuele toename van de bezoldiging van de CEO af te zetten tegen de toename in procenten van de gemiddelde totale bezoldiging van alle werknemers van de vennootschap (of het concern). Indien de vennootschap de uitkomst van de gemiddelde totale bezoldiging van alle werknemers een ongepaste maatstaf vindt, mag de vennootschap een andere groep werknemers kiezen. Wel dient te worden uitgelegd waarom voor deze groep is gekozen. Vorengenoemde ‘pay ratio’ dient in het remuneratierapport te worden vermeld.¹⁹

239. Uitzondering

Als uitzondering is opgenomen dat geen informatie openbaar hoeft te worden gemaakt over prestatie maatstaven of doelstellingen indien die informatie naar de mening van de directors commercieel gevoelig is.²⁰ Wanneer bepaalde informatie niet wordt opgenomen, dan moeten bijzonderheden over dit weglaten, evenals de reden voor de ommissie in het rapport worden vermeld. Ook dient een indicatie te worden gegeven of en zo ja, wanneer over de informatie wordt gerapporteerd aan de aandeelhouders.²¹

240. Het bezoldigingsbeleid

Naast vorenstaande dient sinds oktober 2013 een apart gedeelte van het remuneratierapport te worden gewijd aan het bezoldigingsbeleid.²² Het bezoldigingsbeleid bevat een beschrijving van alle bezoldigingscomponenten die (kunnen) worden toegekend aan de bestuurders.²³ Van iedere bezoldigingscomponent dient vervol-

19 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 19. Een echte pay ratio is deze procentuele toename niet. Een dergelijke regeling is wel aangekondigd door de Britse premier Theresa May. Zij wil bedrijven verplichten het verschil in salariëring openbaar te maken. Ook wil ze dat doorsnee werknemers gehoord worden bij discussies over de bezoldiging van leidinggevend. Een voorstel is ter consultatie voorgelegd. Zie https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/584013/corporate-governance-reform-green-paper.pdf, (laatst bezocht op 4 augustus 2017).

20 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 1 par. 5.

21 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 1 par. 6. In het consultatievoorstel van november 2016 is ook de vraag opgeworpen of de verplichting om de prestatiedoelstellingen openbaar te maken, moet worden aangescherpt. Zie https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/584013/corporate-governance-reform-green-paper.pdf, (laatst bezocht op 4 augustus 2017).

22 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 24.

23 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 25.

gens onder meer te worden uiteengezet hoe deze component bijdraagt aan de korte- en lange termijn strategie van de vennootschap, hoe deze component werkt, alsmede het maximale bedrag dat op basis van deze component kan worden toegekend.²⁴ Ook moet worden uiteengezet waarom voor een bepaalde prestatiemaatstaf is gekozen en hoe de prestatiedoelen worden bepaald.²⁵

De Accounts and Reports Regulations 2013 dwingt ook om na te denken over het beleid voor het aantrekken van bestuurders. Zo moet het bezoldigingsbeleid een verklaring bevatten over de uitgangspunten die gelden voor de aanstelling van een nieuwe bestuurder.²⁶

Het bezoldigingsbeleid bevat verder de belangrijkste verplichtingen die in de contracten met de bestuurders zijn opgenomen.²⁷ Ook dienen per (uitvoerende) bestuurder verschillende bezoldigingsscenario's te worden opgenomen in het bezoldigingsbeleid²⁸ en dient te worden ingegaan op het beleid inzake vertrekvergoedingen. In een verklaring moet eveneens worden uiteengezet hoe de beloningsopbouw van andere werknemers binnen de vennootschap van belang is geweest voor de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders.²⁹ Daarnaast dient te worden aangegeven op welke wijze aan het bestuur meegedeelde visies van aandeelhouders in aanmerking zijn genomen.³⁰

241. Listing Rules en de UK Corporate Governance Code

Naast de verplichtingen die voortvloeien uit de CA 2006 (en in het verlengde daarvan de Accounts and Reports Regulations 2013) zijn de Listing Rules van toepassing op beursgenoteerde vennootschappen met een 'premium listing'.³¹ Ook in de Listing Rules worden nadere verplichtingen gegeven over het openbaar maken van informatie over de bezoldiging aan aandeelhouders.³² Uit deze Listing Rules volgt daarnaast de verplichting tot het opnemen van een verklaring in hoeverre is voldaan aan de relevante bepalingen van de UK Corporate Governance Code.³³

24 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 26.

25 Is voor niet-prestatiegerelateerde bezoldiging gekozen, zoals het geval is bij het salaris van de bestuurder, dan moet eveneens worden uitgelegd waarom.

26 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 29.

27 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 31 t/m 33.

28 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 34 en 35.

29 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 38 en 39.

30 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 40.

31 Deze Listing Rules worden uitgevaardigd door de Financial Conduct Authority, zie <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/> (release 19, augustus 2017).

32 Zie LR 9.8.8 en de bijbehorende Appendix 2 (release 19, augustus 2017).

33 LR 9.8.6.R5, 6 en 7 (release 19, augustus 2017).

De bepalingen in de UK Corporate Governance Code 2016 die betrekking hebben op de openbaarmaking van bezoldiging zijn opvallend gering in aantal, hetgeen niet verwonderlijk is, gezien de gedetailleerde vereisten die voortvloeien uit de Accountants and Reports Regulations 2013. In deze code is bepaald, dat een omschrijving van het werk van de remuneratiecommissie openbaar moet worden gemaakt. Wanneer een uitvoerend bestuurder ergens anders de functie van niet-uitvoerend bestuurder aanvaardt, dient openbaar gemaakt te worden of de bestuurder deze inkomsten mag behouden en, indien dat zo is, hoeveel deze inkomsten bedragen.³⁴ Verder is opgenomen dat, indien een beloningsconsultant wordt aangesteld, deze consultant genoemd moet worden in het bestuursverslag. Daarnaast moet tevens worden vermeld of deze consultant ook andere connecties heeft met de onderneming.³⁵

21.2 Openbaarmakingsverplichtingen in de Verenigde Staten

242. Algemeen

Ook in de Verenigde Staten worden zeer gedetailleerde transparantievereisten voorgeschreven. De verplichting tot het “clear, concise and understandable” openbaar maken van de bezoldiging van bestuurders is op federaal niveau geregeld.³⁶ Het geven van invulling aan de publicatieverplichtingen ligt bij de SEC. De federale openbaarmakingsverplichtingen zijn opgenomen in Item 402 van Regulation S-K, een regeling die onderdeel uitmaakt van de Code of Federal Regulation.³⁷ Informatie over de bezoldiging van bestuurders is te vinden in het jaarlijkse ‘proxy statement’ van de vennootschap, evenals in het 10-K formulier dat is opgenomen in het bestuursverslag.³⁸

243. Summary Compensation Table

In Item 402 is onder meer bepaald, dat informatie openbaar moet worden gemaakt van de hoogte en de vorm van alle bezoldiging die is toegekend, verdiend of uitgekeerd aan de CEO, CFO en de drie andere meest betaalde uitvoerende bestuurders (de ‘named executive officers’) die aan het einde van het boekjaar bestuurder

34 Best practice D.1.2 UK Corporate Governance Code (2016).

35 Best practice D.2.1 UK Corporate Governance Code (2016).

36 Individuele staten kunnen uiteraard zelf aanvullende verplichtingen opstellen.

37 17 CFR 229.402 – (Item 402) Executive compensation. Te raadplegen op https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=8e0ed509ccc65e983f9eca72ceb26753&node=17:3.0.1.1.11&rgn=div5#se17.3.229_1402, (laatst bezocht op 4 augustus 2017).

38 Het 10-K formulier bevat vaak slechts een verwijzing naar het bestuursverslag.

waren.³⁹ Het gaat daarbij om de totale bezoldiging die door de bestuurder wordt ontvangen van de vennootschap en haar dochters.

Evenals in het Verenigd Koninkrijk wordt in de Verenigde Staten getracht uniforme verslaggeving te stimuleren door tabellen voor te schrijven waarin de bezoldigingsinformatie moet worden opgenomen. De Verenigde Staten gaan daarin een stap verder. De ‘Summary Compensation Table’ geeft een algemeen overzicht van de bezoldigingspraktijken van de vennootschap. In deze tabel moet het totaalbedrag aan bezoldiging van de CEO, CFO en drie andere meest betaalde executive officers over de laatste drie boekjaren worden opgetekend. In de Summary Compensation Table wordt de totale bezoldiging verder opgedeeld in het salaris, bonussen, bezoldiging in de vorm van aandelen, bezoldiging in de vorm van opties, niet-aandelengerelateerde prestatiebeloning, pensioenbetaling en alle overige vormen van bezoldiging.⁴⁰

Summary Compensation Table									
Name and principal position	Year	Salary(\$)	Bonus(\$)	Stock awards(\$)	Option awards(\$)	Non-equity incentive plan compensation (\$)	Change in pension value and nonqualified deferred compensation earnings(\$)	All other compensation(\$)	Total(\$)
(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)
PEO									
PFO									
A									
B									
C									

Figuur 6.

Naast de Summary Compensation Table worden andere tabellen gegeven waarin meer specifieke informatie over de verschillende bezoldigingscomponenten van het afgelopen boekjaar moeten worden vermeld: de Grants of Plan-Based Awards Table, de Outstanding Equity Awards at Fiscal Year-End Table, de Option Exercises and Stock Vested Table, Pension Benefits Table en de Golden Parachute Compensation Table. Er is verder ook nog een Directors Compensation Table.

39 In Item 402(a)3 wordt gesproken over de Principal Executive Officer (“PEO”) en de Principal Financial Officer (“PFO”). Verder dient ook de bezoldiging openbaar gemaakt te worden van de persoon of maximaal twee personen die aan het einde van het jaar geen bestuurder meer is (zijn), maar anders wel tot de ‘named executive officers’ zou(den) behoren.

40 Item 402(c).

Per tabel is een uitgebreide uitleg opgenomen over welke informatie op welke wijze openbaar dient te worden gemaakt.

244. Narrative description

Het invullen van de tabellen is niet voldoende. Er dient ook een ‘narrative description’ te worden gegeven waarin alle informatie wordt aangereikt die nodig is om de informatie, opgenomen in de tabellen, te begrijpen. Als voorbeeld wordt onder meer gegeven alle (belangrijke) bepalingen die zijn opgenomen in de overeenkomsten (schriftelijk of mondeling) van iedere ‘named executive officer’.⁴¹ Ook kan worden gedacht aan tussentijdse aanpassingen van de uitoefenprijs van uitstaande opties⁴² of een verklaring over de verhouding van het bedrag aan salarissen en bonussen en de totale bezoldiging.⁴³ Verder dient ingegaan te worden op potentiële uitkeringen bij beëindiging of in geval van een change-of-control⁴⁴ en hoe het bezoldigingsbeleid en de -praktijk zich verhoudt tot het risicomanagement van de vennootschap.⁴⁵

245. Compensation Discussion and Analysis

Naast vorengenoemde tabellen met uitgebreide uitleg is een beursgenoteerde vennootschap verplicht meer in algemene bewoordingen uitleg te geven over de belangrijkste elementen van het bezoldigingsprogramma van de vennootschap. Deze ‘narrative disclosure’ wordt opgenomen in het ‘Compensation Discussion and Analysis’ (CD&A) gedeelte.⁴⁶

Het doel van de CD&A is het verschaffen van belangrijke informatie aan beleggers, informatie die noodzakelijk is voor het begrijpen van de bezoldigingsbeleidsmaatregelen en -beslissingen ten aanzien van de desbetreffende bestuurders. De CD&A ziet op de informatie zoals opgenomen in de verschillende voorgeschreven tabellen. Daarnaast bestaat er in dit gedeelte tevens de ruimte om in te gaan op handelingen die plaatsvonden na het desbetreffende boekjaar, zoals een nieuw of aangepast bezoldigingsprogramma of andere specifieke beslissingen die invloed kunnen hebben op het begrijpen van de bezoldiging van bestuurders in het afgelopen boekjaar. Ook is het in sommige gevallen noodzakelijk eerdere jaren te bespreken om de bezoldiging in de juiste context te plaatsen.

41 Item 402(e)(1)(i).

42 Item 402(e)(1)(ii).

43 Item 402(e)(1)(iv).

44 Item 402(j).

45 Item 402(s).

46 Item 402(b). De CD&A gaat in het bestuursverslag veelal vooraf aan de tabellen.

Expliciet is opgenomen dat in de CD&A ingegaan dient te worden op de individuele omstandigheden van de vennootschap, waarbij standaardtaal vermeden moet worden. Ook dient geen herhaling plaats te vinden van de gedetailleerde informatie zoals opgenomen in de tabellen en de daarbij behorende uitleg.⁴⁷

246. De onderwerpen van de CD&A

Item 402 stelt dat in de CD&A onder meer ingegaan dient te worden op (i) de doelen van het bezoldigingsprogramma, (ii) wat het bezoldigingsprogramma precies wil belonen, (iii) ieder bezoldigingselement, (iv) waarom voor een dergelijk bezoldigingselement is gekozen, (v) hoe de hoogte (en, indien van toepassing, de formule) van ieder bezoldigingselement wordt bepaald en (vi) hoe ieder bezoldigingselement en de toepassing ervan past binnen de hiervoor omschreven bezoldigingsdoelen en beslissingen over andere bezoldigingselementen beïnvloedt.⁴⁸

Verzocht wordt om bepaalde voorbeelden te geven. Daarbij kan worden gedacht aan de keuze voor, en de verhouding tussen, de korte termijn bonus en lange termijn beloning, contante en niet-contante bezoldiging en de verschillende vormen van niet-contante bezoldiging. Verder kan worden uitgelegd hoe de toekenning van een bepaalde bezoldiging wordt vastgesteld, welke specifieke ondernemingsprestaties in acht worden genomen voor het nemen van bezoldigingsbeslissingen, welke discretionaire bevoegdheid er bestaat om een bezoldiging al dan niet toe te kennen, hoe de individuele prestaties van een bestuurder worden gemeten, welk beleid er geldt ten aanzien van het aanpassen of terugvorderen van de bezoldiging, hoe een eerder gerealiseerde bezoldiging invloed heeft op het vaststellen van nieuwe bezoldigingsafspraken, welke omstandigheden zorgen voor het 'triggeren' van een change-of-controlbepaling, hoe de accounting of belastingbeleidsmaatregelen van invloed zijn op een bezoldigingsvorm, welk beleid wordt aangehangen ten aanzien van het houden van aandelen, evenals het 'hedgen' van risico's verbonden aan het aandelenbezit van de bestuurder, of de vennootschap gebruikmaakt van benchmarking voor het vaststellen van de totale bezoldiging of een materieel deel van de bezoldiging, en indien ja, hoe die referentiegroep eruit ziet en wordt toegepast, en welke rol uitvoerende bestuurders spelen bij het vaststellen van bestuurdersbezoldiging.⁴⁹

47 Item 402(b)(2) 2 en 3.

48 Een deel van de informatie in de CD&A komt dan ook in de buurt van het bezoldigingsbeleid zoals Nederland dat kent.

49 Item 402(b)(2) (i) t/m (xv).

247. Uitzondering

In Item 402 wordt de mogelijkheid geboden onder omstandigheden af te wijken van de opgenomen openbaarmakingsverplichtingen. Bepaalde informatie die kan worden aangemerkt als concurrentiegevoelig hoeft (onder omstandigheden) niet openbaar gemaakt te worden.⁵⁰ Voor de vraag of bepaalde informatie concurrentiegevoelig is, gelden dezelfde regels als wanneer een vennootschap verzoekt andere vertrouwelijke informatie niet openbaar te maken.⁵¹ Hier is dus niet zomaar aan voldaan.⁵²

248. Recente ontwikkelingen in de Verenigde Staten

Met het aannemen van de Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (hierna: Dodd-Frank Act) in 2010 is een aanzet gegeven tot nieuwe federale regelgeving op het gebied van bestuurdersbezoldiging. Het is aan de SEC om invulling te geven aan de verschillende bepalingen van de Dodd-Frank Act. De afgelopen jaren heeft de SEC diverse nieuwe regelingen in het leven geroepen, waaronder regelingen die betrekking hebben op say-on-pay, de onafhankelijkheid van de leden van de remuneratiecommissie en het openbaar maken van een pay ratio.⁵³

Regelingen die betrekking hebben op het aanscherpen van de claw back-bepaling, het openbaar maken van de bezoldiging in relatie tot de ondernemingsprestatie en het aanscherpen van verplichtingen over het ‘hedgen’ van risico’s verbonden aan de bezoldiging door werknemers en bestuurders, bevinden zich nog in de ontwerpfase.⁵⁴ Een deel van deze regelingen brengt nieuwe openbaarmakingsverplichtingen met zich mee.

249. Pay ratio

Vanaf oktober 2015 kennen de Verenigde Staten een regeling voor het openbaar maken van de pay ratio.⁵⁵ De SEC heeft op basis van Section 953 (b) van de

50 Denk bijvoorbeeld aan doelstellingen die samenhangen met kwantitatieve of kwalitatieve prestatiecriteria.

51 Zie Securities Act Rule 406 (17 CFR 230.406) en Exchange Act Rule 24b-2 (17 CFR 240.24b-2).

52 Item 402(b)(2) 4.

53 Zie Sections 951, 952 en 953(b) van de Dodd-Frank Act.

54 Zie Sections 953(a), 954 en 955 van de Dodd-Frank Act.

55 Zie 17 CFR Parts 229, 240 en 249, Federal Register Volume 80, nummer 159, 18 augustus 2015, p. 50103-50187 (FR doc no: 2015-19600), beschikbaar op <https://www.federalregister.gov>.

Dodd-Frank Act een nieuwe regeling in het leven geroepen op grond waarvan (i) de mediaan van de jaarlijkse totale bezoldiging van alle werknemers (exclusief de CEO), (ii) de jaarlijkse totale bezoldiging van de CEO en (iii) de ratio tussen deze twee bedragen, openbaar moeten worden gemaakt. Aanvankelijk was er veel kritiek op de voorgestelde regeling omdat het berekenen van de mediaan van de jaarlijkse totale bezoldiging van alle werknemers (wereldwijd) substantiële kosten met zich zou brengen.⁵⁶ De SEC heeft er daarom voor gekozen om enige flexibiliteit toe te staan bij het berekenen van de mediaan werknemer.⁵⁷ Vennootschappen moeten aan deze nieuwe regel voldoen vanaf het boekjaar dat begint op of na 1 januari 2017.

250. De verhouding tussen bezoldiging en financiële prestatie

Hoewel informatie over de financiële prestaties aan de ene kant en de bezoldiging aan de andere kant al openbaar moet worden gemaakt, is er nog geen verplichting om specifieke informatie over de verhouding tussen de daadwerkelijk uitgekeerde bezoldiging en de financiële prestaties van de vennootschap te publiceren.⁵⁸ De SEC heeft op basis van Section 953(a) van de Dodd-Frank Act dan ook een voorstel gedaan om een dergelijke verplichting op te nemen.⁵⁹ De SEC wil Section 14(i)

gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2015-08-18/html/2015-19600.htm (voor het laatst bezocht op 6 maart 2016).

- 56 In de reacties op de voorgestelde regeling door de SEC werd gesproken over kosten oplopend tot \$100.000.000,- voor een multinational. Zie Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 229 en 249 Release Nos. 33-9452; 34-70443; File No. S7-07-13, 18 september 2013, p. 102 (te raadplegen op <https://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9452.pdf> (voor het laatst bezocht op 5 augustus 2017)).
- 57 Zo mag volgens de SEC bijvoorbeeld gebruik worden gemaakt van “statistical sampling of its employee population or other reasonable methods.” Daarnaast hoeft het identificeren van de ‘median employee’ slechts eenmaal per drie jaar te gebeuren, behoudens substantiële wijzigingen in het loongebouw. Zie voor deze uitzonderingen: Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 229 and 249 Release Nos. 33-9452; 34-70443; File No. S7-07-13, 18 september 2013, onder andere p. 12 e.v., 42 en 99 e.v. (te raadplegen op <https://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9452.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).
- 58 Een ander voorstel van de SEC heeft betrekking op het openbaar maken van het beleid dat geldt jegens werknemers en bestuurders om financiële instrumenten aan te schaffen die als doel hebben een afname in marktwaarde van de aandelen van de vennootschap te compenseren. Het voorstel van de SEC van 9 februari 2015 vloeit voort uit Section 955 van de Dodd-Frank Act en Section 14(j) Securities Exchange Act en ziet niet op een aanpassing van Item 402, maar Item 407 of Regulation S-K.
- 59 Zie het voorstel van 29 mei 2016, 17 CFR Parts 229, 240 en 249, Release No. 34-74835; File No. S7-07-15 (beschikbaar op <https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/34-74835.pdf> (laatst bezocht op 9 maart 2016)).

van de Securities Exchange Act implementeren door Item 402 aan te passen. De gedachte is dat informatie over de pay ratio en de verhouding tussen de uitgekeerde bezoldiging en de financiële prestatie aandeelhouders kan helpen bij het bepalen van hun keuze voor de say-on-paystemming.⁶⁰

21.3 Openbaarmakingsverplichtingen in Duitsland

251. Openbaarmakingsverplichtingen in het Handelsgesetzbuch

In Duitsland gelden voor beursgenoteerde vennootschappen eveneens verschillende openbaarmakingsverplichtingen, zij het dat deze verplichtingen minder gedetailleerd zijn dan die, welke gelden in het Verenigd Koninkrijk en in de Verenigde Staten.⁶¹ Op basis van het Handelsgesetzbuch (hierna: HGB) moet informatie worden opgenomen in het bestuursverslag over de totale bezoldiging van iedere bestuurder (en commissaris) afzonderlijk, evenals van voormalige bestuurders (en commissarissen).⁶² Van iedere bestuurder dient het bedrag te worden vermeld dat hij ontvangt als vaste en variabele bezoldiging. De variabele beloning dient weer opgedeeld te worden in (korte termijn) prestatiegerelateerde componenten en componenten

⁶⁰ Zie over deze say-on-paybepalingen randnummer 312 e.v.

⁶¹ Uit onvrede over de toepassing van de openbaarmakingsbepalingen in de Duitse Corporate Governance Code wordt de VorstOG in 2005 aangenomen. Daarmee ontstaat in Duitsland onder meer de verplichting de individuele bezoldiging van bestuurders openbaar te maken. De openbaarmakingsregels zijn vervolgens verder aangescherpt met de aanvaarding van de VorstAG. Zie Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (VorstOG), 3 augustus 2005, BGBl. I, p. 2267; Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), 31 juli 2009, BGBl. I, p. 2509. Zie in het bijzonder § 285 nr. 9a HGB en § 314 Abs. 1 nr. 6a HGB. § 314 Abs. 1 nr. 6a HGB is een exacte kopie van § 285 nr. 9a HGB, maar heeft betrekking op openbaarmaking bij een concern.

⁶² Onder de totale bezoldiging wordt verstaan: salarissen, winstdelingen, opties en andere aandelengerelateerde beloningen, onkostenvergoedingen (toelagen), verzekeringsgelden, provisies en neveninkomsten van enige aard (Gehälter, Gewinnbeteiligungen, Bezugsrechte und sonstige aktienbasierte Vergütungen, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelte, Provisionen und Nebenleistungen jeder Art). Verder valt onder de bezoldiging niet alleen de beloning die is uitgekeerd, maar ook beloningen die zijn omgezet in aanspraken van andere aard of reeds bestaande aanspraken die in omvang zijn toegenomen. Afgezien van de beloningen die ten laste komen in het desbetreffende boekjaar dienen ook de beloningen openbaar te worden gemaakt die in dat jaar zijn toegekend, maar nog niet in een jaarrekening zijn opgenomen. Opties en andere aandelengerelateerde beloningen moeten eveneens worden vermeld. Opgegeven dient te worden het aantal en de reële waarde op de datum van toekenning. Verder dient er rekening gehouden te worden met een latere verandering van de waarde die voortkomt uit een verandering van de voorwaarden voor uitoefening.

met een lange termijn prikkel.⁶³ Verder moeten tevens de beloningen openbaar worden gemaakt die een bestuurder wordt toegekend indien zijn aanstelling voortijdig wordt beëindigd, evenals beloningen die hem zijn toegekend als hij de looptijd van zijn aanstelling uitdient.⁶⁴

§ 285 HGB bevat eveneens openbaarmakingsbepalingen die betrekking hebben op toegezegde en uitgekeerde beloningen van voormalige bestuurders. Zo moeten beloningen die in de loop van het boekjaar zijn toegekend aan een voormalig bestuurder die in dat boekjaar is afgetreden, welke beloningen samenhangen met dit aftreden, worden opgenomen in de jaarrekening. Daarnaast moet ook iedere vorm van bezoldiging die *door derden* is toegezegd aan de voormalige bestuurder (vanwege zijn hoedanigheid als bestuurder) of in het desbetreffende boekjaar is toegekend, openbaar worden gemaakt.⁶⁵ Verder is bepaald dat de totale bezoldiging (ontslagvergoedingen, pensioenen, nabestaandenuitkeringen en beloningen van andere aard) uitgekeerd aan voormalige bestuurders en hun nabestaanden eveneens moet worden opgenomen.⁶⁶

Ten slotte moeten de toegekende voorschotten en leningen en de daarbij horende rente, de wezenlijke voorwaarden en de, voor zover van toepassing, gedurende dat boekjaar terugbetaalde of kwijtgescholden bedragen, evenals een eventuele ten gunste van deze personen aangegane zekerheidsstelling worden gepubliceerd.⁶⁷

Naast het opnemen van de daadwerkelijk toegekende en uitgekeerde bezoldiging dient verder nog het bezoldigingsbeleid (die Grundzüge des Vergütungssystems) ten aanzien van de in § 285 lid 9 HGB genoemde totale bezoldiging in het bestuursverslag te worden opgenomen.⁶⁸

63 § 285 lid 9 sub a HGB.

64 Zowel de marktwaarde van deze beloningen dient openbaar te worden gemaakt als de reserveringen die de vennootschap voor het uitkeren van deze beloningen heeft getroffen. Overeengekomen wijzigingen van deze toezeggingen gedurende het desbetreffende boekjaar dienen eveneens openbaar gemaakt te worden.

65 Indien de jaarrekening andere informatie over beloningen bevat, moeten die beloningen ook expliciet worden genoemd.

66 § 285 lid 9 sub a, dd en sub b HGB.

67 § 285 lid 9 sub a en c HGB.

68 Die Grundzüge des Vergütungssystems der Gesellschaft für die in § 285 Nr. 9 genannten Gesamtbezüge. Zie § 289 lid 2 sub 4 HGB (zie ook § 315 lid 2 sub 4 HGB) Verder dienen ook eventuele change-of-controlclausules en andere overeenkomsten bij een overname onder omstandigheden openbaar gemaakt te worden (zie § 289 lid 4 sub 8 en 9 HGB).

252. Uitzonderingsregel

Er is een mogelijkheid om onder een deel van vorengenoemde openbaarmakingsverplichtingen uit te komen.⁶⁹ Een beursgenoteerde vennootschap hoeft niet te voldoen aan bepaalde transparantievereisten wanneer de aandeelhoudersvergadering een voorstel aanneemt tegen het openbaar maken van deze informatie. Een dergelijk voorstel mag slechts worden aangenomen voor een periode van maximaal vijf jaar. Ook geldt een meerderheidsvereiste voor het aannemen van dit voorstel: driekwart van het geplaatste kapitaal dat aanwezig is op de aandeelhoudersvergadering moet voor stemmen.⁷⁰

253. Deutsche Corporate Governance Kodex

Ook Duitsland kent een Corporate Governance Code (hierna: DCGK).⁷¹ Deze code bevat drie verschillende type bepalingen. Allereerst zijn er bepalingen die slechts een herhaling van de wettelijke regelingen bevatten. Daarnaast maakt de Duitse code een onderscheid tussen aanbevelingen en suggesties. Aanbevelingen worden gekenmerkt door het woord ‘soll’. Van deze aanbevelingen mag worden afgeweken, mits uitgelegd wordt waarom (het comply-or-explain-principe). Bepalingen die aangemerkt worden als een suggestie bevatten het woord ‘sollte’. Indien een suggestie niet wordt nageleefd is uitleg niet nodig.⁷² In de DCGK zijn twee bepalingen opgenomen die betrekking hebben op het openbaar maken van de bezoldiging van bestuurders.

254. § 4.2.4. DCGK 2017

In bepaling 4.2.4. wordt de wettelijke regeling zoals hiervoor beschreven goeddeels herhaald. In deze bepaling is opgenomen dat de totale bezoldiging van iedere bestuurder onder vermelding van zijn naam openbaar dient te worden gemaakt. Het bedrag wordt opgedeeld in vaste en variabele bezoldigingscomponenten. Hetzelfde geldt voor bezoldigingstoezeggingen die zijn toegekend aan een bestuurder in het geval hij vroegtijdig zijn functie verliest of hierin een verandering is opgetreden gedurende het boekjaar. Van openbaarmaking kan worden afgezien

69 Het gaat om de in § 285 lid 9 sub a zin vijf tot acht genoemde verplichtingen.

70 § 286 lid 5 HGB.

71 DCGK februari 2017 is de laatste versie die in dit boek is verwerkt.

72 DCGK februari 2017, preambule, p. 2. Overigens hanteerde Duitsland tot 2009 een comply-or-disclosebeleid. Pas na de aanpassing van § 161 AktG in 2009 geldt ook in Duitsland de verplichting comply-or-explain. Deze aanpassing kwam tot stand met het aannemen van het Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts, 25 mei 2009, BGBl. I, p. 1102.

als de aandeelhoudersvergadering een hiertoe strekkend voorstel aanneemt met een drievierde meerderheid.

255. § 4.2.5 DCGK 2017: het remuneratierapport

In bepaling 4.2.5 – een ‘soll-bepaling’ – is opgenomen dat openbaarmaking geschiedt in het remuneratierapport (Vergütungsbericht) dat onderdeel uitmaakt van het bestuursverslag. In het remuneratierapport wordt op begrijpelijke, inzichtelijke wijze een overzicht gegeven van de toepassing van het bezoldigingsbeleid. Ook zal worden ingegaan op neveninkomsten en/of secundaire arbeidsvoorwaarden verstrekt door de vennootschap. Verder zal zijn opgenomen in het remuneratierapport:

- (i) Beloningen toegekend in het desbetreffende jaar (inclusief neveninkomsten en/of secundaire arbeidsvoorwaarden), inclusief de maximaal en minimaal te verkrijgen variabele beloning;
- (ii) De toekenning van de vaste beloning, korte termijn variabele beloning en lange termijn variabele beloning in het desbetreffende boekjaar, opgedeeld in de relevante referentiejaren;
- (iii) Voor pensioenregelingen en andere beloningen de servicekosten in het desbetreffende boekjaar.⁷³

Opvallend is verder dat in de appendix bij de DGCK een tabel is toegevoegd waarin de genoemde informatie opgenomen dient te worden. Zodoende wordt getracht een bepaalde uniformiteit in de verslaggeving te bewerkstellingen.

256. Pay ratio

In Duitsland ontbreekt een wettelijke verplichting tot het openbaar maken van een pay ratio. Wel is in § 4.2.2 DCGK 2017 opgenomen dat de Aufsichtrat bij het vaststellen van de bezoldiging de ratio tussen de bestuurdersbezoldiging en het overige senior management en de rest van de onderneming dient mee te wegen, waaronder ook de ontwikkeling die deze ratio heeft doorgemaakt. Het is aan de Aufsichtrat om te bepalen hoe deze verschillende groepen onderscheiden worden.

257. Voorzitter van de raad van commissarissen

Naast de schriftelijke verslaglegging is tevens bepaald dat de voorzitter van de raad van commissarissen in de algemene vergadering van aandeelhouders de

⁷³ Bepaling 4.2.5. DCGK februari 2017.

belangrijkste onderwerpen van het bezoldigingsbeleid bespreekt en de AVA informeert over eventuele wijzigingen.⁷⁴

21.4 Openbaarmakingsverplichtingen in Europese regelgeving

258. Algemeen

Ook op Europees niveau is gewerkt aan regelgeving die het openbaar maken van de bezoldiging van bestuurders verplicht stelt. Zo bestaat al enige tijd de verplichting om in het bestuursverslag het totaalbedrag aan bezoldiging van de leden van de raad van bestuur openbaar te maken.⁷⁵ Tot voor kort bleef het voornamelijk bij niet bindende regelgeving.

De Europese Commissie heeft in 2004, 2005 en 2009 diverse aanbevelingen gedaan over bestuurdersbezoldiging.⁷⁶ De belangrijkste aanbevelingen hebben betrekking op het openbaar maken van het bezoldigingsbeleid, de individuele bezoldiging van bestuurders en commissarissen en een stemming van aandeelhouders over de bezoldiging van bestuurders. Deze aanbevelingen worden slecht opgevolgd en leveren dan ook niet het gewenste resultaat op.⁷⁷

74 Bepaling 4.2.3. DCGK februari 2017. Opgemerkt zij dat een dergelijke uitleg niet jaarlijks hoeft te geschieden maar in ieder geval vereist is wanneer het bezoldigingsbeleid wordt gewijzigd.

75 Openbaar gemaakt moet worden het bedrag aan bezoldiging dat in het desbetreffende boekjaar aan de leden van het bestuurs- en het toezichthoudend orgaan uit hoofde van hun werkzaamheden is toegekend, alsmede de pensioenen die zijn ingegaan en pensioenverplichtingen die zijn aangegaan met betrekking tot leden van die organen, onder opgave van het totaalbedrag per categorie orgaan. Zie artikel 17 lid 1 sub d van Richtlijn 2013/34/EU van 26 juni 2013 betreffende de jaarlijkse financiële overzichten, geconsolideerde financiële overzichten en aanverwante verslagen van bepaalde ondernemingsvormen, tot wijziging van Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad en tot intrekking van de Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad. De richtlijn staat lidstaten overigens toe om niet aan deze openbaarmakingsplicht te voldoen indien de informatie herleidbaar is tot de positie of een specifiek lid van het desbetreffende orgaan.

76 Commission Recommendation 2004/913/EC, 2005/162/EC en 2009/385/EC.

77 Slechts zes lidstaten hebben deze aanbevelingen volledig geïmplementeerd. Zie verder: Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors' remuneration (SEC 2007, 1022); Report on the application by Member States of the EU of the Commission 2009/385/EC Recommendation complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies SEC(2010)285. De European Company Law Experts Group heeft in 2011 uitgebreid onderzoek gedaan waaruit naar voren komt dat ondernemingen weigerachtig zijn om volledige openheid te verschaffen over de bezoldiging

259. De herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn

In 2014 worden door de Europese Commissie twee cruciale problemen op het gebied van corporate governance geconstateerd: onvoldoende aandeelhoudersbetrokkenheid en een gebrek aan adequate transparantie. Meer in het bijzonder bestaat er onvoldoende relatie tussen de beloning en de prestaties van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen.⁷⁸ Dit is volgens de Europese Commissie te wijten aan het feit dat de informatie die vennootschappen openbaar maken, niet allesomvattend, niet duidelijk en ook niet vergelijkbaar is. Daarnaast beschikken aandeelhouders vaak over onvoldoende middelen om hun mening over de bezoldiging van bestuurders kenbaar te maken.⁷⁹

Besloten wordt om met een voorstel te komen tot herziening van Richtlijn 2007/36/EG⁸⁰ en Richtlijn 2013/34/EU⁸¹ waarin minder vrijblijvende bepalingen zijn opgenomen.⁸² Op 20 mei 2017 is de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn gepubliceerd.⁸³ Implementatie van deze richtlijn dient te geschieden voor 10 juni 2019. In deze herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn zijn twee artikelen te vinden waarin een verplichte ‘say-on-pay’ is opgenomen, zodat aandeelhouders mogen stemmen over het bezoldigingsbeleid en het remuneratierapport.⁸⁴ Daarnaast bevat de richtlijn verschillende minimale vereisten voor de inhoud van het bezoldigingsbeleid en het remuneratierapport. Onder deze openbaarmakingsverplichtingen valt

van bestuurders wanneer er geen sprake is van bindende regels. Openbaarmaking blijft in het bijzonder achterwege over de relatie tussen bezoldiging en prestatie. “It is not possible to compare with any degree of ease how Europe’s listed companies address executive pay and, in particular, their approach to performance conditions.” Zie <https://europeancompanylawexperts.wordpress.com/papers/the-eu-corporate-governance-framework-respons-to-the-european-commissions-green-paper-july-2011/>, vraag 9 en 10.

78 SWD(2014)127, p. 26.

79 COM(2014)213, p. 5.

80 Richtlijn 2007/36/EG betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen.

81 Richtlijn 2013/34/EU betreffende de jaarlijkse financiële overzichten, geconsolideerde financiële overzichten en aanverwante verslagen van bepaalde ondernemingsvormen, tot wijziging van Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad en tot intrekking van Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad.

82 COM(2014)213. Aan het voorstel gingen onder meer twee groenboeken vooraf: ‘Corporate governance in financiële instellingen en het beloningsbeleid’ (2010) en ‘Het EU-kader inzake corporate governance’ (2011).

83 Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van de richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de lange termijn betrokkenheid van aandeelhouders betreft.

84 Zie hierover randnummer 320 e.v.

onder meer de verplichting tot het openbaar maken van de verhouding tussen de bezoldiging, de prestaties van de vennootschap en een pay ratio.⁸⁵

260. Het remuneratierapport

In art. 9b van de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn wordt ingegaan op het remuneratierapport (in de Nederlandse vertaling het bezoldigingsverslag genoemd). De lidstaten dienen ervoor te zorgen dat de vennootschap een duidelijk en begrijpelijk remuneratierapport opstelt, met een uitgebreid overzicht van alle vormen van bezoldiging die het afgelopen boekjaar aan individuele bestuurders⁸⁶ (en aan nieuw aangetrokken of voormalige bestuurders) zijn toegekend.⁸⁷ Vervolgens worden bepaalde minimale eisen gesteld waaraan het remuneratierapport in ieder geval moet voldoen. De Europese Commissie behoudt zich het recht voor om richtsnoeren uit te vaardigen om een gestandaardiseerde presentatie te bewerkstelligen.⁸⁸

Meer specifiek dient het rapport, voor zover van toepassing, per bestuurder de volgende zes elementen te bevatten:

- a) het totale bedrag aan bezoldigingen, uitgesplitst naar onderdeel, het relatieve aandeel van vaste en variabele bezoldigingen, een toelichting van hoe het totale bedrag aan bezoldigingen strookt met het vastgestelde bezoldigingsbeleid, en met name hoe het bijdraagt aan de lange termijn prestaties van de vennootschap, alsmede informatie over hoe de prestatiecriteria zijn toegepast;
- b) de jaarlijkse verandering in (i) de bezoldiging, (ii) de ontwikkeling van de prestaties van de vennootschap en (iii) de gemiddelde bezoldiging van andere voltijd werknemers dan de bestuurders over ten minste de laatste vijf boekjaren, gezamenlijk gepresenteerd op een wijze die vergelijking mogelijk maakt;
- c) een bezoldiging van andere ondernemingen die deel uitmaken van dezelfde groep;⁸⁹
- d) het aantal toegekende en aangeboden aandelen en aandelenopties en de belangrijkste voorwaarden voor de uitoefening van de rechten, met inbegrip van de prijs en datum van uitoefening en een eventuele verandering daarvan;

⁸⁵ Zie art. 9a en 9b Richtlijn (EU) 2017/828.

⁸⁶ Opmerkelijk is dat een bestuurder in de richtlijn wordt gedefinieerd als een lid van het bestuurs-, leidinggevend of toezichthoudend orgaan van een vennootschap, art. 1 lid 2 sub i (i) Richtlijn (EU) 2017/828. Dit betekent dat alle bezoldigingsbepalingen in de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn ook van toepassing zijn op commissarissen.

⁸⁷ Art. 9b lid 1 Richtlijn (EU) 2017/828.

⁸⁸ Art. 9b lid 6 Richtlijn (EU) 2017/828.

⁸⁹ Voor de definitie van ‘groep’ wordt verwezen naar artikel 2 (11) Richtlijn 2013/34/EU van het Europees Parlement en de Raad. Daarin is opgenomen dat als groep is aan te merken een moederonderneming en al haar dochterondernemingen.

- e) informatie over het gebruik van de mogelijkheid om een variabele bezoldiging terug te vorderen;
- f) informatie over eventuele afwijkingen van het besluitvormingsproces ter uitvoering van het bezoldigingsbeleid zoals in dat beleid is opgenomen. Verder dient informatie te worden verstrekt over eventuele tijdelijke afwijkingen van het bezoldigingsbeleid waartoe is gekomen overeenkomstig de procedure voor tijdelijke afwijkingen zoals opgenomen in dat beleid, en waarbij een toelichting wordt gegeven van de aard van de uitzonderlijke omstandigheden die tot een tijdelijke afwijking nopen en melding wordt gemaakt van de specifieke onderdelen waarvan wordt afgeweken.

De herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn moet voor 10 juni 2019 worden geïmplementeerd. Wat de verantwoording over de uitvoering van het bezoldigingsbeleid betreft, voldoet Nederland met de artikelen 2:383c t/m e BW aan de vereisten zoals hiervoor opgenomen onder c, d en e.⁹⁰ Ook wordt deels tegemoet gekomen aan het vereiste zoals opgenomen onder a. De vereisten zoals genoemd onder b en f zijn (nog) niet terug te vinden in boek 2 BW.

261. Pay ratio

In het voorstel tot herziening van de aandeelhoudersrechtenrichtlijn in 2014 waren plannen voor verdergaande pay ratio-regelingen. Zo moest in het remuneratierapport de relatieve verandering in de bezoldiging van bestuurders over de laatste drie boekjaren, de relatie met de ontwikkeling van de waarde van de vennootschap en met de verandering in de gemiddelde bezoldiging van andere voltijdwerknemers dan de bestuurders worden opgenomen.⁹¹ In het bezoldigingsbeleid diende daarnaast verklaard te worden hoe rekening was gehouden met de loon- en arbeidsvoorwaarden van de werknemers van de onderneming bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid of de individuele bezoldiging van de bestuurders. De vennootschap diende dit te doen door een toelichting op te nemen van de ratio tussen de gemiddelde bezoldiging van bestuurders en de gemiddelde bezoldiging van voltijd werknemers met uitzondering van de bestuurders. Ook diende aangegeven te worden waarom deze ratio passend werd geacht. In uitzonderlijke omstandigheden kon het bezoldigingsbeleid geen ratio bevatten. In dat geval moest worden toege-

⁹⁰ Het vereiste onder c komt overeen met art. 2:383c lid 5 BW. Het vereiste onder d komt overeen met art. 2:383d BW. Het vereiste onder e komt overeen met art. 2:383c lid 6 BW, met dien verstande dat art. 2:383c lid 6 BW beperkt is tot teruggevorderde bezoldiging op grond van art. 2:135 lid 8 BW.

⁹¹ Art. 9b lid 1 sub b van het voorstel (COM(2014)213).

licht waarom er geen ratio voorhanden was en welke maatregelen met hetzelfde effect waren genomen.⁹²

In de uiteindelijke herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn zijn deze regelingen in enigszins afgezwakte vorm opgenomen. Conform het voorstel dient in het remuneratierapport de jaarlijkse verandering in (i) de bezoldiging, (ii) de ontwikkeling van de prestaties van de vennootschap en (iii) de gemiddelde bezoldiging van andere voltijd werknemers dan de bestuurders over tenminste de laatste vijf boekjaren, gezamenlijk te worden gepresenteerd op een wijze die vergelijking mogelijk maakt. Verder dient in het bezoldigingsbeleid te worden toegelicht hoe rekening is gehouden met de loon- en arbeidsvoorwaarden van de werknemers van de vennootschap bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid. De verplichting om dit te doen door het opnemen van een pay ratio is in de finale versie van de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn niet langer terug te vinden, evenals de verplichting om uit te leggen waarom deze ratio passend wordt geacht.

92 Art. 9a lid 3 van het voorstel (COM(2014)213).

Openbaarmakingsverplichtingen in Nederland

262. Historie

Vergeleken met de Verenigde Staten of Duitsland, is de verplichting tot het openbaar maken van de bezoldiging van bestuurders in Nederland pas recent ingevoerd. Aan het begin van de jaren '70 was slechts bepaald dat in de winst- en verliesrekening het bedrag moest worden vermeld dat werd toegekend aan de commissarissen.¹ Dit bedrag diende weliswaar te worden opgesplitst in vaste beloning, tantièmes en andere vormen van bezoldiging, maar voor de gehele raad van commissarissen. Pas met de codificatie van de vierde en zevende richtlijn kwam op grond van art. 2:383 BW de verplichting om opgave te doen van de bezoldiging van bestuurders.²

In artikel 2:383 BW is bepaald dat in de toelichting op het bestuursverslag gegevens moeten worden verstrekt over het totale bedrag van de bezoldiging voor het geheel van de groep bestuurders en gewezen bestuurders, alsmede voor het geheel van de groep van commissarissen en gewezen commissarissen.³ Uit het oogpunt van privacy is in artikel 2:383 lid 1 BW geregeld, dat een opgave die te herleiden zou zijn tot een natuurlijk persoon achterwege mag blijven.⁴ De belangen van de vennootschap en haar leiding om vanuit het oogpunt van concurrentie en privacy

1 Van Wijngaarden 2001, p. 478-483.

2 Inclusief pensioenen en andere beloningsvormen. Art. 2:383 BW is op 1-1-1984 in werking getreden, zie *Stb.* 1983, 664 naar aanleiding van de vierde en zevende richtlijn. Vierde richtlijn van 25 juli 1978, PbEG 1978 L 222 (78/660/EEG); zevende richtlijn van 13 juni 1983, PbEG 1983 L 193 (83/349/EEG).

3 Het bedrag van de bezoldiging was inclusief pensioenlasten die in het boekjaar ten laste van de vennootschap zijn gekomen en gegevens omtrent verstrekte leningen, voorschotten en garanties. *Kamerstukken II*, 27 900, 2000/01, nr. 3 (MvT), p. 1. Art. 2:383 BW is opnieuw vastgesteld bij wet van 10 november 1988 (*Stb.* 1988, 517). Het tweede lid van art. 2:383 BW is gewijzigd bij wet van 13 december 1989 (*Stb.* 1990, 1). Het eerste lid is gewijzigd bij wet van 17 maart 1993 (*Stb.* 1993, 261). In de totaalsom diende eveneens te zijn inbegrepen eventuele bedragen die in het boekjaar ten laste van dochtermaatschappijen of groepsmaatschappijen (voor zover in de consolidatie betrokken) zijn gekomen. De laatste wijziging van art. 2:383 BW vond plaats in 2015 (*Stb.* 2015, 351).

4 *Kamerstukken II*, 27 900, 2000/01, nr. 3 (MvT), p. 2.

geen informatie omtrent de individuele bezoldiging van bestuurders en commissarissen openbaar te maken, staan voorop.

Lange tijd kan worden volstaan met deze wijze van openbaar maken. De nieuwe manier van bezoldigen zorgt er omstreeks het nieuwe millennium echter voor, dat er aandacht komt voor het krijgen van meer specifiek inzicht in de kosten van de top van de onderneming. De balans verschuift daardoor in de richting van de belangen van de verschaffers van risicodragend kapitaal aan wie verantwoording afgelegd moet worden over het beleid. In toenemende mate blijkt er behoefte te zijn aan meer informatie over de bezoldiging van ieder van de bestuurders en commissarissen van naamloze vennootschappen die een beroep doen op de openbare kapitaalmarkt. De redenering is niet langer een kostenverantwoording van bestuur en toezicht als geheel, maar inzicht in de individuele bezoldiging dat bovendien van zodanig doorslaggevend belang wordt geacht dat bescherming van privacy daarvoor dient te wijken.⁵

263. De Commissie Peters

De eerste Nederlandse Corporate Governance Commissie onder leiding van Jaap Peters doet een eerste aanzet.⁶ In het rapport uit 1997 zijn aanbevelingen opgenomen om de transparantie te vergroten. Daarbij gaat de Commissie Peters expliciet in op de bezoldiging en het effectenbezit van bestuurders. De commissie wil niet zover gaan dat de bezoldiging per individuele bestuurder openbaar moet worden gemaakt. Zij beveelt aan om de totaalsom van de bezoldiging in het bestuursverslag te splitsen in die aan zittende en aan voormalige bestuurders.⁷ Ook wordt de aanbeveling gedaan om in het bestuursverslag het effectenbezit op te nemen van een bestuurder in de vennootschap waarvan hij bestuurder is.⁸

⁵ Van Wijngaarden 2001, par. 3.1.

⁶ <http://www.commissiecorporategovernance.nl/commissie-peters>. Als reactie op het wetsvoorstel doorbreking beschermingsconstructies waarmee de wetgever de aanwezigheid van beschermingsconstructies trachtte te verminderen, kreeg de Commissie Peters tot taak te onderzoeken of het toenmalig evenwicht tussen toezicht, bestuur en aandeelhouders binnen de beursgenoteerde vennootschappen houdbaar was tegen de achtergrond van de internationalisering van de Nederlandse economie. Zie over dit wetsvoorstel *Kamerstukken II*, 1997/98, 25 732, MvT, nr. 3.

⁷ Aanbeveling 22 van de Commissie Peters (1997). In gevallen waarin de anonimiteit van de individuele leden van de raad van bestuur niet is gewaarborgd, kan hiervan worden afgeweken.

⁸ Aanbeveling 23 van de Commissie Peters (1997). Het effectenbezit van een bestuurder dient ter belegging op lange termijn. Het effectenbezit van de bestuurders gezamenlijk per einde boekjaar, wordt in het jaarverslag opgenomen, onderverdeeld naar: (i) aandelen/certificaten, (ii) converteerbare obligaties, (iii) ter beurse verhandelbare optierechten en (iv) door de vennootschap verstrekte optierechten, met de belangrijkste van de daarbij

264. De artikelen 2:383b-e BW en artikel 2:391 lid 2 BW

Een groot aantal beursgenoteerde vennootschappen legt de aanbevelingen van de Commissie Peters naast zich neer. De onvrede hierover leidt uiteindelijk tot een wetsvoorstel waarmee de artikelen 2:383c-e BW en art. 2:391 lid 2 BW worden geïntroduceerd.⁹ Aanleiding voor het wetsvoorstel is de uitdrukkelijke wens, dat bestuurders en commissarissen van vennootschappen in de financiële verslaggeving meer duidelijkheid verschaffen over hun bezoldiging en effectenbezit.¹⁰ Sinds de invoering van deze artikelen in 2002 zijn beursgenoteerde ondernemingen in Nederland onderworpen aan een verregerende verplichting tot openbaarmaking.¹¹ In tegenstelling tot art. 2:383 BW geldt voor de artikelen 2:383 c-e BW niet dat opgave van de bezoldiging achterwege mag blijven in het bestuursverslag als de opgave tot individuen te herleiden is. De bezoldiging moet juist per individuele bestuurder openbaar worden gemaakt. De artikelen gaan dus een stap verder dan de aanbevelingen die werden gedaan door de Commissie Peters.

behorende voorwaarden. Zie verder overigens nog aanbeveling 24: Een personeelsoptie-regeling dient ter versterking van de betrokkenheid bij de vennootschap op lange termijn (tenminste 3 jaar). De personeelsoptie is een beloningsvorm die gerelateerd zou moeten zijn aan de mate van succes van de inspanningen van de betrokkenen op de marktwaarde van de onderneming. De voorwaarden waaronder de opties verstrekt zijn, moeten het voorgaande tot uitdrukking brengen. De door de vennootschap in het betreffende boekjaar verstrekte optierechten aan de bestuurders gezamenlijk en aan de overige medewerkers gezamenlijk worden opgenomen in het jaarverslag, met de belangrijkste van de daarbij behorende voorwaarden.

9 *Kamerstukken II*, 27 900, 2000/01, nr. 3 (MvT), p. 2.

10 *Kamerstukken II*, 27 900, 2000/01, nr. 3(MvT), p. 1. Deze wens werd al aangekondigd in de op 10 mei 1999 aan de Tweede Kamer toegezonden kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance, ook wel Commissie Peters II genaamd (*Kamerstukken II*, 1998/99, 25 732, nr. 8). Op 16 april 2002 wordt het wetsvoorstel 27 900 zonder beraadslaging aangenomen en bij wet van 18 april 2002 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek alsmede enige andere wetten in verband met de openbaarmaking van de bezoldiging en het aandelenbezit van bestuurders en commissarissen worden, na artikel 2:383a BW, de artikelen 2:383b t/m e ingevoerd (*Stb.* 2002, 225). De wet treedt in werking op 1 september 2002 (*Stb.* 2002, 422). Ook art. 2:391 BW wordt gewijzigd. Aan het tweede lid wordt een zin toegevoegd, die luidt: “De naamloze vennootschap waarop artikel 383b van toepassing is, doet voorts mededeling van het beleid van de vennootschap aangaande de bezoldiging van haar bestuurders en commissarissen en de wijze waarop dit beleid in het verslagjaar in de praktijk is gebracht.” Zie hierover onder andere Beckman 2002, p. 383; Van Wijngaarden 2001, p. 478-483; Van Wijngaarden 2002, p. 269-270.

11 De artt. 2:383c t/m e BW zijn overigens van toepassing op alle ‘open’ naamloze vennootschappen, zie art. 2:383b BW.

265. De onderwerpen van art. 2:383c-e BW

Op grond van art. 2:383c BW is de vennootschap verplicht opgave te doen van het bedrag van de bezoldiging (voor zover in het boekjaar ten laste van de vennootschap gekomen) voor iedere bestuurder afzonderlijk.¹² De posten moeten worden uitgesplitst naar:

- (i) periodiek betaalde beloningen;
- (ii) beloningen betaalbaar op termijn;
- (iii) uitkeringen bij beëindiging van het dienstverband; en
- (iv) winstdelingen en bonusbetalingen.

Is een bezoldiging betaald in de vorm van een bonus die geheel of gedeeltelijk afhankelijk is van het bereiken van de door of vanwege de vennootschap gestelde doelen, dan doet de vennootschap daar mededeling van. Ook dient de vennootschap in het bestuursverslag te vermelden of die doelen zijn bereikt.

Uit de wetsgeschiedenis blijkt, dat het begrip ‘periodiek betaalde beloningen’ ruim moet worden uitgelegd.¹³ Dit begrip omvat het salaris en alle andere regelmatig betaalbaar of beschikbaar gestelde vergoedingen voor zover deze niet separaat onder de andere drie onderwerpen vallen. Ook valt onder periodiek betaalde beloningen het doorbetalen bij ziekte en vakantie en vergoedingen in natura.

Onder het begrip ‘beloningen betaalbaar op termijn’ dienen te worden begrepen betalingen op grond van pensioenverplichtingen, VUT-regelingen en ‘sabbaticals’. In de parlementaire geschiedenis wordt expliciet benadrukt dat daarbij niet van belang is of de bestuurder ten tijde van het uitkeren nog in dienst is van de vennootschap.¹⁴

Als ‘uitkeringen bij beëindiging van het dienstverband’ worden gezien de betalingen ten gevolge van het ontslag zelf (denk aan afvloeiingsregelingen en door de rechter vastgestelde beëindigingsvergoedingen).¹⁵

12 Recent is lid 6 toegevoegd aan art. 2:383c BW waarin de verplichting is opgenomen dat de vennootschap opgave doet van het bedrag van de aanpassing dan wel terugverdering van de bezoldiging als bedoeld in artikel 135 lid 6 tot en met 8 BW.

13 In het wetsvoorstel wordt expliciet aangesloten bij de door de Raad voor de Jaarverslaggeving gebruikte begrippen en aanbevolen specificaties. Zie *Kamerstukken II*, 27 900, 2000/01, nr. 3 (MvT), p. 10 e.v.

14 MvT, p. 11.

15 In art 2:383c lid 2 BW is verder expliciet opgenomen dat de vennootschap opgave doet van het bedrag van de bezoldiging voor iedere gewezen bestuurder, uitgesplitst naar beloningen betaalbaar op termijn en uitkeringen bij beëindiging van het dienstverband, voor zover deze bedragen in het boekjaar ten laste van de vennootschap zijn gekomen.

Indien er sprake is van enige vorm van winstdelingen of bonusbetalingen dan dient deze separaat te worden vermeld.¹⁶ Uitkeringen in de vorm van optierechten vallen daar overigens weer niet onder. Deze uitkeringen behoeven conform art. 2:383d BW voor iedere bestuurder afzonderlijk aparte vermelding, waarbij tevens specifieke informatie dient te worden opgenomen over de doelstellingen en prestatiecriteria.

De vennootschap is onder meer verplicht opgave te doen van:

- a. de uitoefenprijs van de rechten en de prijs van de onderliggende aandelen op het moment van toekenning van de rechten indien deze lager is dan de uitoefenprijs;
- b. het aantal aan het begin van het boekjaar nog niet uitgeoefende rechten;
- c. het aantal door de vennootschap in het boekjaar verleende rechten met de daarbij behorende voorwaarden en afzonderlijke vermelding van eventuele wijzigingen daarin;
- d. het aantal gedurende het boekjaar uitgeoefende rechten, waarbij in ieder geval worden vermeld het bij die uitoefening behorende aantal aandelen en de uitoefenprijzen;
- e. het aantal aan het einde van het boekjaar nog niet uitgeoefende rechten, waarbij worden vermeld de uitoefenprijs van de verleende rechten, de resterende looptijd van de nog niet uitgeoefende rechten, de belangrijkste voorwaarden die voor uitoefening van de rechten gelden, een financieringsregeling die bij de toekenning van de rechten is getroffen, en andere gegevens die voor de beoordeling van de waarde van de rechten van belang zijn;
- f. de door de vennootschap gehanteerde criteria die gelden voor de toekenning of uitoefening van de rechten (indien van toepassing).

In art. 2:383e BW tenslotte, is de regeling zoals vervat in art. 2:383 BW overgenomen dat de vennootschap opgave doet van leningen, garanties en voorschotten die zijn verstrekt. Op grond van art. 2:383e BW wordt opgave van deze informatie gedaan voor iedere bestuurder en commissaris afzonderlijk.

266. Art. 2:391 lid 2 en 5 BW

Naast het openbaar maken van het bedrag van de bezoldiging voor iedere bestuurder in een bepaald boekjaar, is in artikel 2:391 lid 2 BW bepaald dat een beursgenoteerde vennootschap in het bestuursverslag tevens mededeling doet van het beleid van de vennootschap aangaande de bezoldiging van haar bestuurders (en commissarissen) en de wijze waarop dit beleid in het verslagjaar in de praktijk is gebracht. Opmerkelijk is dat deze bepaling over het bezoldigingsbeleid al is opgenomen in de wet voordat de expliciete verplichting tot het hebben van een bezoldigingsbeleid werd opgetekend, zie het later ingevoerde art. 2:135 lid 1 BW.¹⁷ Op grond van

¹⁶ Van Wijngaarden 2001, par. 3.3.

¹⁷ Art. 2:135 lid 1 BW is twee jaar later pas ingevoerd. Over dit artikellid, zie randnummer 361 e.v.

art. 2:391 lid 2 BW bestond dus al de impliciete verplichting om een bezoldigingsbeleid te hebben en openbaar te maken. Met de invoering van art. 2:135 lid 1 BW is vervolgens een ‘say-on-pay’ over dit beleid geïntroduceerd.¹⁸

De reden voor het invoeren van de openbaarmakingverplichting in art. 2:391 lid 2 BW is, dat de hoogte van de bezoldiging per bestuurder sterk kan verschillen. De bij de vennootschap betrokkenen kunnen zich pas een goed oordeel vormen over het gevoerde beleid ten aanzien van de bezoldiging als zij de achtergronden van de eventuele verschillen kennen.¹⁹

Specifieke bepalingen die een nadere invulling geven aan art. 2:391 lid 2 BW ontbreken in de wet, maar zijn wel te vinden in de Corporate Governance Code (hierna: de Code). Deze Code heeft op grond van art. 2:391 lid 5 BW een wettelijke basis gekregen. Hierdoor is iedere beursgenoteerde vennootschap verplicht in het bestuursverslag op te nemen of de bepalingen van de code worden nageleefd. Beursgenoteerde vennootschappen zijn op basis van het ‘pas toe of leg uit’-principe aldus verplicht aanvullende informatie te verschaffen over de bezoldiging van bestuurders.²⁰

267. De Corporate Governance Code 2008 (Code Frijns)

Zowel in de aanbevelingen van de Commissie Peters, als in de eerste Corporate Governance Code (Code Tabaksblat) werd aandacht besteed aan de openbaarmaking van bezoldiging. Met de aanpassing van de Code door de Commissie Frijns werden de bepalingen inzake de bezoldiging en het openbaar maken daarvan aanzienlijk uitgebreid en aangescherpt.²¹

De Code Frijns introduceerde onder meer als principe dat ieder jaar door de raad van commissarissen een remuneratierapport wordt opgesteld. Dit remuneratierapport dient een verslag te bevatten van de wijze waarop het bezoldigingsbeleid in het afgelopen boekjaar in praktijk is gebracht.²² Hiermee werd invulling gegeven aan de verplichting die voortvloeit uit art. 2:391 lid 2 BW.

18 Zie hierover uitgebreid randnummer 361 e.v.

19 *Kamerstukken II*, 2000/01, 27 900, nr. 3, (MvT).

20 Opgemerkt dient te worden dat onder naleving van de Code wordt verstaan dat de vennootschap ofwel handelt conform de desbetreffende bepaling, dan wel motiveert waarom de vennootschap dat niet doet. 100% naleving betekent dus niet dat in 100% van de gevallen conform de desbetreffende bepaling wordt gehandeld (een onderscheid dat in de politieke discussie nog wel eens wordt vergeten).

21 Nowak 2008, alinea 5.

22 Daarnaast moet tevens een overzicht worden gegeven van het bezoldigingsbeleid dat het komende boekjaar en de daaropvolgende jaren door de raad wordt voorzien. Het

In de Code Frijs werd tevens uitgebreid ingegaan op de vraag welke informatie het overzicht in het remuneratierapport moest bevatten over de toegekende en uitgekeerde bezoldiging van bestuurders.²³ De Code Frijs zorgde daardoor voor een belangrijke aanvulling op de openbaarmakingverplichtingen van art. 2:383c-e BW en art. 2:391 lid 2 BW, ook al hadden de bepalingen een meer vrijblijvend karakter.

Zo bepaalde bpb II.2.13 CGC 2008, dat in het remuneratierapport ten minste moest worden opgenomen:

- a) een schematisch overzicht van de kosten die de vennootschap in het boekjaar heeft gemaakt met betrekking tot de bezoldiging van bestuurders. In het overzicht wordt onderscheid gemaakt tussen het vaste salaris, de contante jaarbonus, toegekende aandelen, opties en pensioenrechten en overige emolumenten. De waardering van de toegekende aandelen, opties en pensioenrechten geschiedt volgens de normen die gelden voor de jaarverslaggeving;
- b) een vermelding van de scenarioanalyses die de raad van commissarissen heeft gemaakt voorafgaand aan het opstellen van het bezoldigingsbeleid en voorafgaand aan de vaststelling van de bezoldiging van individuele bestuurders;²⁴
- c) per bestuurder de bandbreedte waarbinnen het in het boekjaar toegekende aantal voorwaardelijke aandelen of andere op aandelen gebaseerde bezoldigingscomponenten minimaal en maximaal kan komen te liggen op het moment dat de bestuurder deze verkrijgt na realisatie van de vereiste prestaties;
- d) een tabel waarin voor bestuurders in functie per einde boekjaar over iedere jaargang waarin aandelen, opties en/of andere op aandelen gebaseerde bezoldigingscomponenten zijn toegekend en waarover de bestuurder aan het begin van het boekjaar nog niet volledig de vrije beschikking had, wordt weergegeven:
 - i) de waarde en het aantal van de aandelen, opties en/of andere op aandelen gebaseerde bezoldigingscomponenten op het moment van toekenning;
 - ii) de huidige status van de toegekende aandelen, opties en/of andere op aandelen gebaseerde bezoldigingscomponenten: voorwaardelijk of onvoorwaardelijk en het jaar waarin de vesting periode en/of lock-up periode afloopt;
 - iii) de waarde en het aantal van de onder i) toegekende voorwaardelijke aandelen, opties en/of andere op aandelen gebaseerde bezoldigingscomponenten op het

rapport diende verder te vermelden hoe het gekozen bezoldigingsbeleid bijdraagt aan de realisatie van de lange termijn doelstellingen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, in overeenstemming met het risicoprofiel. Bpb II.2.12 Code 2008.

23 Daaronder viel eveneens het verantwoording afleggen en uitleg geven over een eventueel toegekende vertrekvergoeding of enige andere bijzondere vergoeding. Bpb II.2.15 Code 2008.

24 Bpb II.2.1 Code 2008. De raad van commissarissen analyseert de mogelijke uitkomsten van de variabele bezoldigingscomponenten en de gevolgen daarvan voor de bezoldiging van de bestuurders. Deze analyses hoeven niet openbaar te worden gemaakt. Er hoeft slechts melding te worden gedaan dat de analyses hebben plaatsgevonden.

- moment dat de bestuurder deze in eigendom verkrijgt (einde vesting periode),
en
- iv) de waarde en het aantal van de onder i) toegekende aandelen, opties en/of andere op aandelen gebaseerde bezoldigingscomponenten op het tijdstip dat de bestuurder hierover de vrije beschikking krijgt (einde lock-up periode);
 - e) indien van toepassing: de samenstelling van de groep van ondernemingen waarvan het bezoldigingsbeleid mede de hoogte en samenstelling van de bezoldiging van bestuurders bepaalt (peer group);
 - f) een beschrijving van de prestatiecriteria waarvan het deel van de variabele bezoldiging dat is gekoppeld aan de prestatiecriteria afhankelijk is, voor zover overwegingen van concurrentiegevoeligheid zich daar niet tegen verzetten, en van het deel van de variabele bezoldiging dat discretionair door de raad van commissarissen kan worden vastgesteld;
 - g) een samenvatting en verantwoording van de methoden die worden gehanteerd om vast te stellen of aan de prestatiecriteria is voldaan;
 - h) een verantwoording van de relatie tussen de gekozen prestatiecriteria en de gehanteerde strategiedoelstellingen en van de relatie tussen bezoldiging en prestaties zowel ex ante als ex post;
 - i) geldende regelingen voor pensioen en de hiermee gepaard gaande financieringskosten; en
 - j) overeengekomen regelingen voor vervroegd uittreden van bestuurders.

268. De Corporate Governance Code 2016 (Code Van Manen)

De Commissie Peters deed in 1998 een eerste aanzet tot het nader openbaar maken van informatie over de bezoldiging van bestuurders bij beursgenoteerde vennootschappen. In de jaren erna is telkens gekozen voor het opnemen van verdergaande openbaarmakingverplichtingen in de wet én in de Corporate Governance Code om stakeholders inzicht te verschaffen in de veelal complexe bezoldigingsstructuren. De Monitoring Commissie Corporate Governance onder leiding van Van Manen (hierna: de Commissie Van Manen) breekt radicaal met deze trend. In de herziene Corporate Governance Code 2016 heeft de Commissie Van Manen drastisch geschrapt in de principes en best practice bepalingen die betrekking hebben op de bezoldiging van bestuurders. De belangrijkste reden voor het snoeien in de bezoldigingsbepalingen is de wens het bezoldigingsbeleid eenvoudiger en transparanter te maken. Zo wordt onder meer de gedetailleerde bepaling over hetgeen opgenomen dient te worden in het remuneratierapport geschrapt.²⁵ Als principe is opgenomen dat de raad van commissarissen in het remuneratierapport op inzichtelijke wijze verantwoording aflegt over de uitvoering van het bezoldigingsbeleid.

²⁵ Geschrapt worden bpb II.2.1, II.2.2, II.2.4, II.2.5, II.2.6, II.2.7, II.2.10, II.2.11 en II.2.13 Code 2008. In het bijzonder het schrappen van II.2.13 zorgt voor minder gedetailleerde openbaarmakingverplichtingen op basis van de Code 2016. Wel komen delen van bovenstaande best practice bepalingen terug in de Code 2016.

Voor de gedetailleerde bepaling uit de Code Frijs over de inhoud van het remuneratierapport is een eenvoudiger best practice bepaling in de plaats gekomen. Daarin is in meer algemene bewoordingen bepaald dat in het remuneratierapport op inzichtelijke wijze in ieder geval verslag wordt gedaan²⁶:

- (i) van de wijze waarop het beloningsbeleid in het afgelopen boekjaar in praktijk is gebracht;
- (ii) van de wijze waarop het beloningsbeleid bijdraagt aan lange termijn waardecreatie;
- (iii) dat scenarioanalyses in overweging zijn genomen;
- (iv) van de beloningsverhoudingen binnen de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en indien van toepassing de wijzigingen in deze verhoudingen ten opzichte van het voorgaande boekjaar;
- (v) indien een bestuurder een variabele beloning ontvangt, de wijze waarop deze beloning bijdraagt aan lange termijn waardecreatie, de vooraf vastgestelde en meetbare prestatiecriteria waarvan de variabele beloning afhankelijk is gesteld en de relatie tussen de beloning en de prestatie; en
- (vi) indien een (voormalig) bestuurder een ontslagvergoeding ontvangt, de reden voor deze vergoeding.²⁷

In de Code 2016 is verder de best practice bepaling overgenomen die betrekking heeft op het openbaar maken van de belangrijkste elementen van het contract van een bestuurder met de vennootschap, na het sluiten daarvan. Deze informatie dient uiterlijk te worden gepubliceerd bij de oproeping voor de algemene vergadering waar de benoeming van de bestuurder wordt voorgesteld.²⁸

269. Pay ratio

Op grond van de Code 2016 dient een beursgenoteerde vennootschap in Nederland in het remuneratierapport op te nemen wat de verhouding is tussen de beloning

26 De Commissie ziet onder meer in recent ingevoerde of nog in te voeren regelgeving een extra argument om een fikse stap terug te doen in de mate van detail.

27 Bpb 3.4.1 Code 2016. In de toelichting bij deze bepaling is verder nog opgenomen dat ook materiële vergoedingen die in uitzonderlijke gevallen worden toegekend onderdeel uit dienen te maken van het remuneratierapport. Het rapport dient op grond van de Code 2016 geplaatst te worden op de website van de vennootschap.

28 Bpb 3.4.2 Code 2016. Eenzelfde regeling was opgenomen in bpb II.2.14 Code 2008. Wel was daar nog gespecificeerd dat deze elementen in ieder geval betreffen de hoogte van het vaste salaris, de opbouw en hoogte van het variabel deel van de bezoldiging, de eventuele overeengekomen afvloeiingsregeling en/of vertrekvergoeding, de eventuele voorwaarden van een change-of-controlclausule in het contract met de bestuurder en andere aan de bestuurder in het vooruitzicht gestelde vergoedingen, pensioenafspraken en de toe te passen prestatiecriteria.

van bestuurders en een door de vennootschap vast te stellen representatieve referentiegroep binnen de onderneming. Ook moet worden toegelicht of er wijzigingen zijn in deze verhoudingen ten opzichte van het voorgaande boekjaar.²⁹

Deze nieuwe bepaling is de derde in de Code 2016 die ziet op de interne beloningsverhoudingen. Zo is in de Code 2016 eveneens opgenomen dat bij het formuleren van het beloningsbeleid de interne beloningsverhoudingen in overweging moeten worden genomen en dat het voorstel van de remuneratiecommissie aan de raad van commissarissen over de beloning van individuele bestuurders in dient te gaan op de beloningsverhoudingen binnen de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.³⁰ Een voorloper van deze regelingen was in de Code 2008 terug te vinden.³¹ Daarin was bepaald dat de raad van commissarissen de hoogte en de structuur van de bezoldiging van bestuurders mede vaststelt met inachtneming van de beloningsverhoudingen binnen de onderneming. De reden om deze bepaling op te nemen in de Code 2008 was om een intern anker toe te voegen aan het beloningsproces dat tegenwicht moet bieden aan een mogelijk 'haasje-over' effect. Voormalig voorzitter van de monitoringcommissie Corporate Governance Jos Streppel stelde hierover: "Wij kunnen deze aanbeveling niet controleren, want er is geen meetmethode om te kijken of bedrijven rekening houden met beloningsverhoudingen."³² Met de invoering van het nieuwe transparantievoorschrift in de Code 2016 lijkt die meetmethode er nu te zijn gekomen. Sinds eind 2016 kent Nederland dus een bepaling die in de buurt komt van een pay ratio-regeling. In tegenstelling tot in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk is deze regeling vrijblijvend en slechts in algemene woorden vormgegeven.

Een wettelijke verplichting tot openbaarmaking van een pay ratio kent Nederland (nog) niet. Wel is een aanzet gedaan om de verhouding tussen het bezoldigingsniveau van bestuurders en de rest van de werknemers verplicht op de agenda te zetten tijdens het overleg met de ondernemingsraad.³³ Het wetsvoorstel heeft een wijziging van art. 23 Wet op de Ondernemingsraden (hierna: WOR) voor ogen. In het tweede lid van art. 23 WOR wordt na de eerste zin ingevoegd:

29 Bpb 3.4.1 (iv) en toelichting Code 2016.

30 Respectievelijk bpb 3.1.2 en 3.2.1 Code 2016.

31 Bpb II.2.2 Code 2008.

32 Zie Xander van Uffelen, 'Kloof tussen bestuurder en werknemer schaadt motivatie', 2011 (te raadplegen op <http://www.volkskrant.nl/economie/-kloof-tussen-bestuurder-en-werknemer-schaadt-motivatie~a1869322/>, (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

33 Zie het wetsvoorstel Wijziging van de Wet op de ondernemingsraden in verband met de bevoegdheden van de ondernemingsraad inzake de beloningen van bestuurders; *Kamerstukken II*, 34 494, 2015/16, nr. 3 (MvT).

“In ondernemingen waarin in de regel ten minste 100 personen werkzaam zijn, worden ten minste eenmaal per jaar in de overlegvergadering in ieder geval besproken de hoogte en de inhoud van de in artikel 31d, eerste en tweede lid, bedoelde arbeidsvoorwaardelijke regelingen en afspraken, en de ontwikkeling van de beloningsverhoudingen ten opzichte van het voorgaande jaar per verschillende groep van de in de onderneming werkzame personen.”

De wettelijke regeling moet leiden tot meer openheid en discussie binnen een onderneming over de soms scheve verhoudingen binnen een bedrijf.³⁴ Met deze nieuwe regeling lijkt voornamelijk nadere invulling te worden gegeven aan het reeds bestaande informatie- en overlegrecht van de ondernemingsraad.³⁵ De enige wijziging die dit voorstel aanbrengt is dat het initiatief tot overleg nu bij de ondernemer komt te liggen, omdat op de ondernemer de verplichting rust de dialoog met de ondernemingsraad over de beloningsverhouding aan te gaan.³⁶ Een nieuwe bevoegdheid wordt met het wetsvoorstel niet geschapen. Hierdoor is het nut van dit wetsvoorstel mijns inziens beperkt, waardoor deze nieuwe regeling geenszins de behoefte kan wegnemen van het ontwerpen van een eigen Nederlandse pay ratio-regeling.³⁷

Zaal wijst erop dat het weinig zinvol is dat de beloningsverhoudingen worden aangesneden tijdens een overleg met de bestuurder, aangezien de bevoegdheid tot het vaststellen van de bezoldiging bij de AVA of de raad van commissarissen ligt. Er lijkt een trend gaande om de bestuurder te verplichten zelf verantwoording af te laten leggen over de hoogte van zijn bezoldiging.³⁸ Hoewel ik niet direct zou willen concluderen dat een gesprek met de bestuurder over de beloningsverhouding binnen de onderneming weinig zinvol is, begrijp ik de kritiek van Zaal dat primair de raad van commissarissen aangesproken

34 Daarbij wordt aangesloten bij Europese regelgeving. Zie de nieuwsbrief van het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid van 7 maart 2014 (te raadplegen op <https://www.rijksoverheid.nl/ministeries/ministerie-van-sociale-zaken-en-werkgelegenheid/nieuws/2014/03/07/kabinet-verplicht-bedrijven-or-te-betrekken-bij-topsalarissen> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)). Zie over de Europese regelgeving randnummer 258 e.v.

35 Naast art. 23 WOR heeft de ondernemingsraad op basis van 31d WOR al bevoegdheden ten aanzien van de beloningsverhoudingen.

36 De bedoeling is dat de ondernemer verplicht wordt actief verantwoording af te leggen over de beloningsverhoudingen binnen de onderneming waardoor de ondernemingsraad dit ‘gevoelige’ onderwerp niet meer zelf aan de orde hoeft te stellen. *Kamerstukken II*, 34 494, 2015/16, nr. 3 (MvT), p. 3. Zie hierover tevens Zaal 2015.

37 Ik kom uitgebreid terug op de Nederlandse pay ratio in hoofdstuk 24.

38 Zo is in het voorstel tot herziening van de Corporate Governance Code van februari 2016 door de commissie Van Manen opgenomen dat de remuneratiecommissie kennis neemt van de eigen visie van de individuele bestuurders met betrekking tot de hoogte en structuur van hun eigen beloning, zie bpb 3.2.2 van het voorstel. Dit voorstel is vervolgens overgenomen in de uiteindelijke herziene Code 2016, zie bpb 3.2.2 Code 2016: Visie bestuurders eigen bezoldiging.

dient te worden op de ontwikkeling van de bezoldigingsniveaus van bestuurders omdat hij de bevoegdheid heeft iets aan die ontwikkeling te doen. Het uitgangspunt is vooralsnog zo dat een bestuurder voor zichzelf een bezoldiging mag uitonderhandelen.

Naast vorenstaande kritiek dient opgemerkt te worden dat de ondernemingsraad op basis van het reeds bestaande standpuntbepalingsrecht en spreekrecht ex art. 2:135 lid 2 BW de beloningsverhoudingen binnen de onderneming kan aankaarten tijdens de algemene vergadering. Van deze bevoegdheid wordt tot op heden weinig gebruik gemaakt.³⁹ Geconcludeerd kan dan ook worden dat de reeds bestaande mogelijkheden, die als stimulans moesten dienen voor de ondernemingsraad tot het voeren van een sociale dialoog, de nadruk op de externe referentie bij het vaststellen van de bezoldiging niet heeft weten te doorbreken. Uiteraard zal de verantwoordelijkheid daarvoor deels bij de ondernemingsraad liggen. Een andere reden kan mijns inziens gevonden worden in het feit dat deze regels onvoldoende aanzetten tot een ‘bewustwording’ bij de raad van commissarissen en meer in het bijzonder zijn gericht op het creëren van twee kampen die vervolgens met elkaar in overleg moeten treden over elkaars standpunten. Ik verwacht dan ook niet dat de aanpassing van art. 23 WOR zal leiden tot een cultuurverandering waardoor afscheid wordt genomen van de nadruk op externe referentie en de interne beloningsverhoudingen een prominente plaats krijgen bij het vaststellen van de ex ante hoogte van de bezoldiging van bestuurders.

270. Het overleg-, informatie-, standpuntbepalings- en spreekrecht van de ondernemingsraad

Opgemerkt dient te worden dat Nederland al verschillende regelingen in het leven heeft geroepen om de sociale dialoog tussen de raad van commissarissen en de ondernemingsraad te verbeteren.⁴⁰ Nederland neemt daarmee een uitzonderlijke positie in. Allereerst komt de ondernemingsraad het recht toe om op basis van art. 23 lid 2 WOR in een overlegvergadering onderwerpen aan de orde te stellen waarover hij overleg wenselijk acht. De bezoldiging van bestuurders kan onderwerp van overleg zijn tijdens deze vergaderingen.⁴¹

Met de wet ‘Harrewijn’ zijn daarnaast enkele bepalingen toegevoegd aan de WOR met als doel de informatieverstrekking aan de ondernemingsraad ten aanzien van

³⁹ Zaal 2015.

⁴⁰ De ondernemingsraad heeft een standpuntbepalings- en spreekrecht (art. 2:135 lid 2 BW), een informatierecht (art. 2:135 lid 2 BW en 31d WOR) en een overlegrecht (art. 23 WOR). Opgemerkt dient te worden dat de ondernemingsraad ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders geen instemmingsrecht toekomt ex art. 27 WOR. Zie hierover Holtzer 2010. Zaal wijst verder nog op art. 28 en 30 WOR als bepalingen die de ondernemingsraad heeft ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders. Zaal 2015.

⁴¹ *Kamerstukken II*, 31 877, 2008/09, nr. 5 (Nota naar aanleiding van het verslag), p. 3. Deze vergaderingen moeten ten minste tweemaal per jaar plaatsvinden conform art. 24 lid 1 WOR.

de beloningsverhoudingen binnen de onderneming te versterken.⁴² Op grond van art. 31d WOR dient informatie te worden gegeven aan de ondernemingsraad over de hoogte en inhoud van de arbeidsvoorwaardelijke regelingen en afspraken per verschillende groep van de in de onderneming werkzame personen. Daarnaast dient de ondernemingsraad apart informatie te ontvangen over de hoogte en inhoud van de arbeidsvoorwaardelijke regelingen en afspraken met het bestuur en het totaal van de vergoedingen dat wordt verstrekt aan het toezichthoudend orgaan. Inzichtelijk dient vervolgens te worden gemaakt hoe de hierboven beschreven verschillende arbeidsvoorwaardelijke regelingen en afspraken zich verhouden tot elkaar en tot die van het voorgaande jaar. Naast deze jaarlijks te verschaffen informatie dient de ondernemingsraad ook tussentijds, zo spoedig mogelijk, door de ondernemer geïnformeerd te worden indien belangrijke wijzigingen worden aangebracht in de arbeidsvoorwaardelijke regelingen en afspraken.⁴³

De ondernemingsraad heeft verder ex art. 2:135 lid 2 BW het recht een standpunt in te nemen over een voorgenomen bezoldigingsbeleid, voordat het voorstel van het bezoldigingsbeleid aan de algemene vergadering ter vaststelling wordt aangeboden.⁴⁴

42 De officiële naam was: Voorstel van wet van de leden Harrewijn en Rosenmöller tot wijziging van de Wet op de ondernemingsraden in verband met het verschaffen van openbaarheid over de hoogte van inkomens van topkader, bestuurders en toezichthouders van ondernemingen (Wet openbaarheid topinkomens).

43 Opgemerkt zij overigens wel dat de meerwaarde van art. 31d WOR in het geval van beursgenoteerde vennootschappen beperkt is, aangezien veelal anderszins de verplichting bestaat deze informatie openbaar te maken. Ter Haseborg 2008, 2.1.1.

44 Zie hierover randnummer 362.

De positie van Nederland in rechtsvergelijkend perspectief

271. Individualisering van de transparantieverplichtingen

De moderne manier van bezoldigen heeft ingrijpende invloed gehad op de wijze waarop tegenwoordig in diverse landen verantwoording dient te worden afgelegd. De openbaarmakingsverplichtingen die werden ingevoerd in Duitsland ten tijde van de Grote Depressie hadden primair tot doel inzicht te verschaffen in de kosten van de top als geheel.¹ Eenzelfde benadering is te zien bij de invoering van art. 2:383 BW in Nederland. De moderne manier van bezoldigen zorgt ervoor dat de aandacht verschuift van het verkrijgen van inzicht in de kosten die gemoeid zijn met het aantrekken en behouden van bestuurders als groep, naar bezoldiging als prikkel.² Hierdoor ontstaat de behoefte inzicht te krijgen in de individuele bezoldiging van een bestuurder afgezet tegen zijn prestaties en die van de gehele onderneming. De individualisering van de beloningsinformatie wordt verder versterkt, omdat wordt onderkend dat het gebruiken van bezoldiging als managementtool bepaalde risico's met zich kan brengen.³ Het wordt noodzakelijk geacht inzicht te verschaffen in de risico's die voortkomen uit de wijze waarop wordt bezoldigd. Hiermee komt een einde aan de gedachte dat informatie over de bezoldiging van bestuurders slechts voorbehouden is aan de onderneming. Alle stakeholders hebben baat bij een deskundig en met visie geleide onderneming en derhalve bij de wijze waarop het bestuur van de onderneming wordt bezoldigd.⁴ Verantwoording naar de buitenwereld krijgt de overhand boven bezoldiging als interne aangelegenheid,

1 Zie randnummer 199.

2 Zie over de opkomst van de benadering van bezoldiging als managementtool, randnummer 68 e.v.

3 Daardoor ontstaan er bijvoorbeeld verplichtingen om inzicht te verschaffen in aandelen- en optieregelingen. Hoewel er in het algemeen geen bezwaar wordt gemaakt tegen deze wijze van bezoldigen, wordt wel gewezen op het gevaar dat een optieregeling die een onevenredig groot deel uitmaakt van de totale bezoldiging, ertoe kan leiden dat het bestuur zich bij zijn besluiten betreffende de vennootschap vooral zou laten leiden door de wens de koersen van de onderliggende aandelen in het kapitaal van de vennootschap op korte termijn te beïnvloeden.

4 *Kamerstukken II*, 27 900, 2000/01, nr. 3 (MvT), p. 2.

met als gevolg dat de privacy van de bestuurder moet wijken.⁵ Deze ‘individualisering’ heeft zich in alle landen voltrokken. Nederland staat daarin dus niet alleen.

272. Aanzienlijke verschillen in inhoud, mate van detail en plaats

Opvallend is wel dat de ontwikkeling van nieuwe regels die betrekking hebben op het openbaar maken van bezoldiging zich niet uniform heeft voltrokken. Er bestaan aanzienlijke verschillen tussen de transparantieplichtingen van de onderzochte landen. Zelfs de bepalingen die in ieder land voorkomen, zoals het openbaar maken van de totale ex post bezoldiging uitgesplitst in de te onderscheiden beloningsonderdelen, lopen per land uiteen. Daarnaast is het verschil in de mate van detail opvallend. In het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten zijn beursgenoteerde vennootschappen onderworpen aan verregaande, gedetailleerde regelgeving die betrekking hebben op de openbaarmaking van de bezoldiging van bestuurders. Naar aanleiding van de financiële crisis zijn deze regels verder aangescherpt, waarmee de wetgever in beide landen tracht te bereiken dat op een adequate, uniforme wijze verantwoording wordt afgelegd over de bezoldiging van bestuurders.⁶ Duitsland en Nederland zijn wat dat betreft gematigder en kiezen voor minder gedetailleerde regels. Wat de plaats van deze regels betreft, valt op dat in Nederland een belangrijk deel van de voorschriften te vinden was in de Corporate Governance Code terwijl de andere landen juist gekozen hebben voor het opnemen van transparantieplichtingen met een minder vrijblijvend karakter.

273. Een gebrek aan visie

Meer in het algemeen lijkt uit de grote diversiteit aan transparantieplichtingen te volgen dat een eenduidige visie ontbreekt op de vraag wanneer er sprake is van

5 Een belangrijke rechtvaardiging voor het invoeren van verregaande openbaarmakingsplichtingen vindt de wetgever in Nederland onder meer in de tendens naar een bezoldiging die wat betreft hoogte en structuur nadrukkelijker aansluit bij internationale, in het bijzonder Angelsaksische, ontwikkelingen: een ruime vergoeding, gekoppeld aan een voor Europese begrippen ruimhartig optiepakket. Tegenover de ‘ruimhartige’ Angelsaksische bezoldiging staat dat bestuurders in Angelsaksische landen doorgaans moeten voldoen aan vergaande regels inzake de openbaarmaking van de bezoldiging. Een ondernemingsbestuur dat zich wil laten belonen naar internationaal (Angelsaksisch) voorbeeld, behoort daarover ten minste dezelfde openheid te betrachten als in de Angelsaksische wereld gebruikelijk is, aldus de wetgever. *Kamerstukken II*, 27 900, 2000/01, nr. 3 (MvT), p. 2 en 3.

6 In de Verenigde Staten moet de bezoldigingsinformatie ‘clear, concise and understandable’ zijn. Door de gedetailleerde wettelijke bepalingen wordt daar eveneens gestreefd naar uniformiteit en volledigheid. Hetzelfde geldt voor het Verenigd Koninkrijk.

het voldoende afleggen van verantwoording over de bezoldiging van bestuurders. Welke beloningsinformatie is van belang voor de stakeholders?

Ook binnen Nederland lijkt consensus afwezig, hetgeen onder meer blijkt uit de Code 2016 waaruit, tegen de internationale stroom in, de gedetailleerde bepalingen die betrekking hebben op het openbaar maken van de bezoldiging van bestuurders grotendeels zijn geschrapt. Gekozen wordt voor een (nog) meer vrijblijvend regime, in de hoop op meer eenvoud en transparantie. De Commissie Van Manen neemt daarmee expliciet afstand van de wens die bij de aanpassing van de Code in 2008 nog leefde: zorgen voor meer uniformiteit in de verantwoording over beloningen. Deze breuk met het verleden lijkt onder meer ingegeven door de ervaring dat de best practice bepalingen die betrekking hebben op beloningen tot de minst nageleefde of meest uitgelegde bepalingen behoren.⁷

Opmerkelijk is dat de Commissie Van Manen niet ingaat op de vraag waarom de bepalingen aan belang hebben ingeboet, slechts dat deze bepalingen moeten wijken voor een eenvoudiger en transparanter beloningsbeleid.⁸ Hierdoor kan men slechts gissen naar het antwoord op de vraag waarom deze bepalingen, die in 2008 nog als noodzakelijk werden gezien, in de afgelopen jaren overbodig zouden zijn geworden. Het schrappen van deze bepalingen zonder enige uitleg onderstreept de afwezigheid van een visie in Nederland op het afleggen van verantwoording over de bezoldiging van bestuurders.

Enigszins opmerkelijk is, dat de Commissie Van Manen zelf stelt dat de vertroebelde transparantie het gevolg is van de beloningsstructuren die veelal op een te complexe wijze zijn vormgegeven. Door een groot aantal transparantievoorschriften te schrappen, moet vervolgens gekomen worden tot een heldere en inzichtelijke verantwoording over beloningen.⁹

Naar mijn mening ontbreekt een oorzakelijk verband tussen de complexiteit van de beloningsstructuren en de gedetailleerde bepalingen die betrekking hebben op het openbaar maken van de beloning. De complexe beloningsstructuren komen voort uit de moderne functie van bezoldiging waaruit de noodzaak voortvloeit dat door beloningsconsultants

7 Monitoring Commissie Corporate Governance, Voorstel voor herziening: een uitnodiging voor commentaar, 11 februari 2016, p. 41.

8 Gesteld wordt dat niet-naleving van de Code, met name op het punt van beloningen, door de maatschappij steeds minder acceptabel wordt gevonden. Door het schrappen van de bepalingen die het minst worden nageleefd of waarvan het meest wordt afgeweken zal weliswaar bereikt worden dat de Code beter gevolgd zal worden. Deze werkwijze om een grotere mate van navolging af te dwingen lijkt mij echter niet de beste oplossing voor het mitigeren van de onvrede in de maatschappij over beloningen.

9 Monitoring Commissie Corporate Governance, Voorstel voor herziening: een uitnodiging voor commentaar, 11 februari 2016, p. 41.

en raden van commissarissen gezocht wordt naar een combinatie van variabele beloningsvormen die de bestuurder optimaal prikkelen om te presteren. Daarnaast kunnen belastingregels van invloed zijn en bestaat eveneens de mogelijkheid dat de beloningsstructuren opzettelijk complex zijn om de precieze beloning van de bestuurder te maskeren.¹⁰ Bij geen van voornoemde oorzaken zal het schrappen van de meer gedetailleerde transparantieverplichtingen in de Code zorgen voor een duidelijker en vollediger verantwoording of eenvoudiger beloningsstructuren. Op basis van de gebleken geringe bereidheid bij een groot aantal beursgenoteerde ondernemingen om de bepalingen uit de Code 2008 na te leven, is de verwachting dat een grotere vrijblijvendheid eerder afbreuk zal doen aan de waarde van de openbaar gemaakte informatie en daarmee aan de uiteindelijke verantwoording over de bezoldiging van bestuurders.

274. De drie belangen bij verantwoording

Beantwoording van de vraag welke beloningsinformatie openbaar gemaakt dient te worden, hangt onder meer af van de verschillende te onderscheiden belangen op grond waarvan toegang tot deze informatie gerechtvaardigd is. Ik onderscheid er drie.

Allereerst is daar het belang van de aandeelhouders op het verkrijgen van inzicht in de gemaakte kosten voor de leiding van de onderneming. Hiervoor dient in ieder geval de totale ex post bezoldiging van het bestuur, en eventueel van iedere afzonderlijke bestuurder, openbaar te worden gemaakt.

De aandeelhouders dienen zich verder een goed beeld te kunnen vormen van de wijze waarop de raad van commissarissen omgaat met de bevoegdheid de individuele bezoldiging binnen de kaders van het bezoldigingsbeleid vast te stellen. Het verkrijgen van informatie over het verloop van het vaststellingsproces en de overeengekomen ex ante bezoldiging in verhouding tot het bezoldigingsbeleid is daarvoor onontbeerlijk. De uiteenlopende interne beloningsverhoudingen hebben tot gevolg gehad dat tegenwoordig ook andere stakeholders een recht op deze informatie hebben verworven.

De moderne manier van bezoldigen, tenslotte, heeft ervoor gezorgd dat zowel aandeelhouders als andere stakeholders inzicht dienen te krijgen in de wijze waarop de bestuurder door zijn bezoldiging wordt geprikkeld.¹¹ De structuur van de bezoldiging en het aandelen- en optiebezit van de individuele bestuurder dient openbaar te worden gemaakt. Indien aan deze drie belangen tegemoet wordt gekomen, kan worden vastgesteld dat voldoende verantwoording over de bezoldi-

10 Zie over deze laatste mogelijkheid uitgebreid Bebchuk & Fried 2004.

11 *Kamerstukken II*, 27 900, 2000/01, nr. 3 (MvT), p. 2. Het openbaar maken van deze informatie zorgt eveneens voor een juiste bescherming van potentiële beleggers.

ging van bestuurders is afgelegd. Daarnaast volgt uit vorenstaande dat een nieuwe manier van bezoldigen kan leiden tot een afnemende behoefte aan verantwoording.

275. Het beleid, het vaststellingsproces en de uitkomst

Een volgende stap is om vast te stellen op welke wijze de bezoldigingsinformatie moet worden aangereikt. Om te beginnen dient onderscheid gemaakt te worden tussen informatie over (i) het bezoldigingsbeleid en (ii) de wijze waarop het bezoldigingsbeleid is toegepast.¹² Het bezoldigingsbeleid kan vervolgens het beste opgedeeld worden in informatie over (i)(a) de wijze waarop de ex ante hoogte wordt bepaald enerzijds en (i)(b) de wijze waarop een individuele bestuurder wordt geprikkeld – de structuur van de bezoldiging – anderzijds.¹³

De toepassing van het bezoldigingsbeleid laat zich weer opsplitsen in twee verschillende informatiebronnen. Aan de ene kant dient de raad van commissarissen verantwoording af te leggen over de toepassing van het bezoldigingsbeleid bij het vaststellen van de ex ante bezoldiging (ii)(a). Voor welke bezoldigingsniveaus en bezoldigingsstructuur heeft de raad van commissarissen gekozen, hoe is hij daarbij gekomen en waarom is daartoe besloten. Informatie die dus betrekking heeft op de afspraken die voorafgaand aan het desbetreffende jaar gemaakt zijn met de bestuurder, evenals het proces dat tot die afspraken heeft geleid.¹⁴

De laatste bron van beloningsinformatie heeft te maken met het afleggen van verantwoording door de raad van commissarissen over de ex post bezoldiging – de daadwerkelijk toegekende, verdiende en uitgekeerde bezoldiging – en de mate waarin deze uitkomst in overeenstemming is met het bezoldigingsbeleid en de vastgestelde ex ante bezoldiging (ii)(b).

Het maken van voornoemd onderscheid en het hergroeperen van de transparantiebepalingen in deze vier categorieën zal de leesbaarheid en daarmee de eenvoud en transparantie van de bezoldigingsinformatie ten goede komen. Vervolgens kan per categorie gekeken worden welke bepalingen noodzakelijk worden geacht en welke bestaande bepalingen eventueel geschrapt kunnen worden dan wel aanpassing behoeven.

12 Een onderscheid dat in de Code 2016 overigens ook wordt gemaakt.

13 Het beleid wordt vastgesteld door de algemene vergadering en zal behoudens aanpassingen, jaarlijks gelijk zijn. Indien het bezoldigingsbeleid ongewijzigd is ten opzichte van het vorige jaar zal de aandacht van de stakeholders dus in het bijzonder uitgaan naar de wijze waarop het bezoldigingsbeleid is toegepast.

14 Ook deze informatie hoeft niet jaarlijks te wijzigen.

276. Ruim baan voor wetgeving

Een volgende vraag is of de transparantieplichtingen moeten worden opgenomen in de Corporate Governance Code of in de wet. Het pleit hierover lijkt te zijn beslecht. Met de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn gaat de Europese Commissie over tot het uitvaardigen van bindende regelgeving vanwege een gebrek aan adequate transparantie, doordat de informatie die vennootschappen openbaar maken niet allesomvattend, niet duidelijk en niet vergelijkbaar is. Deze keuze voor wettelijke minimale transparantievereisten is te begrijpen. Er zijn voldoende redenen om aan te nemen dat openbaarmakingsplichtingen alleen worden nageleefd als deze regels bindend zijn. Uit de analyse over de matigende werking volgt dat er goede gronden zijn om aan te nemen dat naleving van de meer vrijblijvende transparantieplichtingen minimaal zal zijn vanwege de botsende visies van de raad van commissarissen en de maatschappij. Het feit dat de beloningsbepalingen van de Corporate Governance Code behoren tot de minst nageleefde of meest uitgelegde bepalingen versterkt deze gedachte.¹⁵

In deze Europese ontwikkelingen ziet de Commissie Van Manen onder meer aanleiding een fikse stap terug te doen in de mate van detail.¹⁶ Deze verlichting van de regeldruk die de Code 2016 brengt, is van tijdelijke aard. De herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn moet voor 10 juni 2019 worden geïmplementeerd. De Nederlandse wetgever kan zich daarbij beperken tot het vormgeven van de transparantievoorschriften zoals opgenomen in de richtlijn. De vraag is welke rol de teruggang in detail in de Code 2016 in dit kader gaat spelen. De huidige transparantieplichtingen zorgen ervoor dat de aanvullende rol die de Corporate Governance Code na implementatie van de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn zou kunnen vervullen, beperkt is. Verder zal de grotere mate van vrijblijvendheid er weliswaar voor zorgen dat de beloningsbepalingen in de Code 2016 niet langer tot de minst nageleefde en vaakst uitgelegde bepalingen zullen behoren. Daarmee is enige onvrede over de mate waarin verantwoording wordt afgelegd nog niet weggenomen. Blijkt de verantwoording op grond van de nieuwe codebepalingen onder de maat, dan zal de implementatie van de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn aanleiding kunnen zijn om over te gaan tot verdergaande wettelijke regels.¹⁷

15 Monitoring Commissie Corporate Governance, Voorstel voor herziening: een uitnodiging voor commentaar, 11 februari 2016, p. 41.

16 Monitoring Commissie Corporate Governance, Voorstel voor herziening: een uitnodiging voor commentaar, 11 februari 2016, p. 42.

17 Zoals ook zichtbaar was in Duitsland waar uit onvrede over de toepassing van de openbaarmakingsbepalingen in de Duitse Corporate Governance Code in 2005 de VorstOG werd aangenomen. De openbaarmakingsregels zijn vervolgens verder aangescherpt met

277. Mogelijkheid tot afwijken

Het opnemen van eventuele wettelijke gedetailleerde regelgeving brengt nog een andere consequentie met zich. Onder het huidige regime is opvallend dat in Nederland geen expliciete uitzondering is opgenomen in de artt. 2:383c-e BW om onder bepaalde omstandigheden af te wijken van het openbaar maken van informatie. De andere onderzochte landen kennen wel een expliciete uitzonderingsregel, hoewel van eenduidigheid geenszins sprake is. In Duitsland kan de algemene vergadering bepalen dat een deel van openbaarmakingverplichtingen niet hoeft te worden nageleefd.¹⁸ In het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten bestaat de mogelijkheid tot uitzondering in geval van concurrentiegevoelige informatie.¹⁹

Eén van de redenen waarom in Nederland een dergelijke uitzonderingsbepaling ontbreekt, is vermoedelijk dat de meer gedetailleerde openbaarmakingbepalingen zijn opgenomen in de Corporate Governance Code. Afwijken is in Nederland dus altijd toegestaan, mits wordt uitgelegd waarom.²⁰ Van deze afwijkingsmogelijkheid wordt in de praktijk veelvuldig gebruik gemaakt.²¹ Mocht de wetgever in navolging van de andere landen kiezen voor het opnemen van meer gedetailleerde openbaarmakingverplichtingen in de wet, dan doet de wetgever er goed aan tevens na te denken over het opnemen van een uitzonderingsbepaling. In de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn is opgenomen dat in ieder geval geen melding hoeft te worden gemaakt van bijzondere categorieën van persoonsgegevens van individuele bestuurders²² of van persoonsgegevens die verwijzen naar de gezinssituatie van individuele bestuurders.²³

de aanvaarding van de VorstAG. Zie Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (VorstOG), 3 augustus 2005, BGBl. I, p. 2267; Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), 31 juli 2009, BGBl. I, p. 2509.

18 Zie § 286 lid 5 HGB. Het gaat om de in § 285 lid 9 sub a zin vijf tot acht HGB genoemde verplichtingen.

19 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 1 par. 5 en par. 6; Item 402(b)(2) 4.

20 In bpb II.2.1.f Code 2008 was zelfs expliciet opgenomen dat een beschrijving van de prestatiecriteria waarvan het deel van de variabele bezoldiging dat is gekoppeld aan de prestatiecriteria afhankelijk is, alleen opgenomen hoeft te worden voor zover overwegingen van concurrentiegevoeligheid zich daar niet tegen verzetten.

21 Monitoring Commissie Corporate Governance, Voorstel voor herziening: een uitnodiging voor commentaar, 11 februari 2016, p. 41.

22 Bijzondere categorieën zoals bedoeld in artikel 9, lid 1, van Verordening (EU) 2016/679 van het Europees Parlement en de Raad.

23 Art. 9b lid 2 Richtlijn (EU) 2017/828.

278. Bestuurders of ‘named officers’

Een ander vraagstuk heeft betrekking op de reikwijdte van de transparantieverplichtingen. In Nederland bestaat slechts de verplichting tot het openbaar maken van de bezoldiging van formeel benoemde statutaire bestuurders. Ook in Duitsland zien de transparantievereisten alleen op de formele bestuurder. De vraag is of daarmee nog wel kan worden volstaan. Bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen is de zogenaamde executive committee (“ExCo”) in opkomst.²⁴ Het traditionele bestuursmodel wordt steeds vaker vervangen door een nieuwe topstructuur waarbij het statutair bestuur slechts bestaat uit een CEO en CFO.²⁵ De beslissingen worden genomen door het ExCo waarin, naast de statutaire bestuurders, het senior management zitting heeft.²⁶ Calkoen ziet (het ontwijken van) de stringentere wetgeving over de bezoldiging van bestuurders als een van de mogelijke redenen voor de opkomst van deze nieuwe bestuursvorm.²⁷ Deze regels zien immers alleen op statutaire bestuurders en niet op een kernfunctionaris van het ExCo.²⁸

In de Verenigde Staten is ervoor gekozen de openbaarmakingsverplichtingen te doen gelden voor de CEO, CFO en de drie meest betaalde ‘executive officers’. In het Verenigd Koninkrijk is een dergelijke regeling niet opgenomen. De reikwijdte is daar tot dusver beperkt tot (executive en non-executive) directors. Wel is in de UK Corporate Governance Code opgenomen dat de remuneratiecommissie een rol

24 Honée 2014. Zie ook Monitoring Commissie Corporate Governance, vierde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code: ‘Het executive committee?’, december 2012, paragraaf 2.3.2. Uit het onderzoek verricht door het Instituut voor Ondernemingsrecht gedaan in opdracht van de Monitoring Commissie blijkt dat bijna de helft van de door het IvO onderzochte beursgenoteerde ondernemingen een executive committee heeft ingesteld. Zie Hijink e.a. 2012, paragraaf 2.5.1, p. 118-119.

25 Abma 2013. Verschillende beursgenoteerde ondernemingen hebben slechts twee statutaire bestuurders. Zie bijvoorbeeld Aegon NV, AkzoNobel NV, Heineken NV en TNT Express NV.

26 In het traditionele bestuursmodel zouden enkelen van het senior management zitting hebben gehad in de raad van bestuur. Zie ook paragraaf 5.2 van het rapport 2015 (boekjaar 2013) van de Monitoring Commissie Corporate Governance. De taken en bevoegdheden verschillen per executive committee. In sommige gevallen wordt aan het executive committee slechts een adviserende rol toebedeeld. In de meeste gevallen wordt bepaald, dat de kernfunctionarissen samen met de statutair bestuurders de onderneming besturen. Honée 2014, 23.

27 Calkoen duidt overigens voornamelijk op de nieuwe mogelijkheden tot beperking van de bezoldiging, ex art. 2:135 lid 6, 7 en 8 BW.

28 Calkoen 2014.

dient te spelen bij het vaststellen van de bezoldiging van het senior management, waaronder dus de leden van het ExCo.²⁹

De vraag rijst of in Nederland vastgehouden moet worden aan de formele benoeming van een statutaire bestuurder of dat gekozen moet worden voor de Amerikaanse of Engelse aanpak.³⁰ De ambiguïteit van het ExCo maakt een dergelijke vraag lastig te beantwoorden. Daar komt bij dat het bestaan van een ExCo de rechten en plichten van de raad van bestuur onverlet laat. Besluiten die aan het bestuur worden toegerekend zullen in ieder geval door (een deel van) de statutaire bestuurders moeten worden genomen. Statutaire bestuurders hebben dus wel degelijk een te onderscheiden rol van de overige leden van het ExCo.

Het beperken van de bezoldigingsinformatie tot de raad van bestuur druist wel in tegen de ontwikkeling die transparantieplichtingen de afgelopen decennia hebben doorgemaakt. De huidige verplichtingen hebben tot doel inzicht te verschaffen in de kosten van de top van de onderneming, de vaststelling van de beloning én in de prikkelwerking en risico's die verbonden zijn aan de beloningen van de top. Daarbij speelt mijns inziens mee dat aandeelhouders geen rechten uit kunnen oefenen op de samenstelling en bezoldiging van leden van het ExCo.³¹ In beginsel liggen deze bevoegdheden bij de raad van bestuur.³² Hierdoor ontstaat de situatie dat de CEO en CFO de bezoldiging bepalen van kernfunctionarissen die binnen het traditionele bestuursmodel als medebestuurders zouden gelden. Meer in het algemeen zullen de leden van het ExCo door middel van de beraadslaging en het overleg, maar ook in de besluitvorming, een wezenlijke invloed uitoefenen op

29 Best practice D.2.2. UK Corporate Governance Code 2016. "The remuneration committee should have delegated responsibility for setting remuneration for all executive directors and the chairman, including pension rights and any compensation payments. The committee should also recommend and monitor the level and structure of remuneration for senior management. The definition of 'senior management' for this purpose should be determined by the board but should normally include the first layer of management below board level."

30 Waarbij overigens kan worden afgevraagd waarom in de Verenigde Staten naast de CEO en CFO voor de drie meest betaalde executive officers gekozen is. Een gemiddelde executive committee bestaat veelal uit negen personen. Het gemiddeld totaal aantal niet-statutaire leden bedraagt afgerond zes, het aantal statutair bestuurders afgerond drie. Zie Hijink e.a. 2012, p. 12 (en uitgebreid p. 123-124).

31 Ook is daar de vraag wie de leden van het executive committee benoemt of ontslaat. In de regel is dat de raad van bestuur, waarbij aan de raad van commissarissen een goedkeurings- of consultatierecht kan worden verleend. Honée 2014, par. 3.

32 In sommige reglementen wordt ingegaan op de regels voor het vaststellen van de bezoldiging van leden van het executive committee. Zo is in het reglement van Ahold opgenomen dat de bezoldiging wordt vastgesteld door de raad van commissarissen op voorstel van de CEO. Zie paragraaf 5.1. van de Rules of Procedure Executive Committee and Management Board (te raadplegen op <https://www.ahold.com/Corporate-governance/Documentation.htm>).

bestuursaangelegenheden.³³ Indien de verschillende beloningsvormen van de leden van het ExCo niet openbaar worden gemaakt, blijven de hoogte, de prikkels en de daarmee verbonden risico's van de door de statutaire bestuurders vastgestelde bezoldiging voor de aandeelhouders alsnog verborgen. De belangen van de top van de onderneming blijven daardoor voor een belangrijk deel een 'black box', terwijl ook andere 'checks and balances' ontbreken.³⁴

De macht die de CEO en CFO hebben vanwege hun bevoegdheden tot het aanstellen, schorsen, ontslaan en bezoldigen van de leden van het ExCo, in combinatie met de wezenlijke invloed die de leden van het ExCo hebben op de aangelegenheden die het bestuur betreffen, zouden het afleggen van verantwoording over de bezoldiging van deze leden kunnen rechtvaardigen.

In de Code 2016 is een bepaling opgenomen waarin slechts staat dat, indien het bestuur werkt met een ExCo, het bestuur de raad van commissarissen informeert over de beloning van de leden van deze ExCo, niet zijnde statutair bestuurders. Het bestuur dient jaarlijks deze beloning met de raad van commissarissen te bespreken.³⁵

In het voorstel tot herziening van de Corporate Governance Code had de Commissie Van Manen nog een bepaling opgenomen op basis waarvan de raad van commissarissen in overleg met het bestuur vaststelt wat de verantwoordelijkheid is van de raad van commissarissen ten aanzien van de beloning van de leden van het executive committee, niet zijnde statutaire bestuurders.³⁶

Hiermee is door de Commissie Van Manen een uiterst voorzichtige stap gezet om de raad van commissarissen meer te betrekken bij de bezoldiging van de ExCo-leden.³⁷ Een minimale voorwaarde voor het goed kunnen functioneren van de raad van commissarissen lijkt mij dat hij op de hoogte is van de bezoldiging(structuur) van de leden van de executive committee. Daarnaast ligt het in de rede om

33 Honée 2014, p. 23. Dit lijkt enigszins paradoxaal, aangezien de CEO en CFO aan de ene kant een aanzienlijke macht kunnen uitoefenen maar aan de andere kant wel beslissingsmacht inleveren. Het één hoeft het ander echter niet uit te sluiten.

34 De informatie kan tevens van belang zijn voor inzicht in de wijze waarop de CEO en CFO hun bevoegdheden gebruiken om de leden van het ExCo aan te stellen en te belonen en daarmee over de dynamiek binnen de top van de onderneming.

35 Bpb 3.1.3 Code 2016.

36 Zie bpb 3.1.3 in Monitoring Commissie Corporate Governance, Voorstel voor herziening: een uitnodiging voor commentaar, 11 februari 2016, Verantwoordelijkheid beloning executive committee. De afspraken hierover worden vastgelegd in het reglement van de remuneratiecommissie, bedoeld in bpb 2.3.3.

37 Opgemerkt dient te worden dat uit onderzoek van de RUG uit 2015 blijkt dat bepalingen over het executive committee ook in de andere onderzochte landen schitteren door afwezigheid. RUG, 'Onderzoek naar de internationale context van de Nederlandse Corporate Governance Code', september 2015, nr. I.

de raad van commissarissen formeel te betrekken bij de vaststelling van deze bezoldiging. Op grond van de redenering achter de huidige transparantieplichtingen zou een verdergaande stap zijn om als best practice bepaling op te nemen in de Corporate Governance Code dat de transparantievoorschriften ook van toepassing zijn op (bijvoorbeeld) de dagelijkse beleidsbepalers, waar een lid van de executive committee doorgaans onder zal vallen. Een dergelijke benadering is overigens niet nieuw, zoals de recente wetgeving voor financiële instellingen laat zien.³⁸

38 Zie onder andere de Wet tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet op het Financieel Toezicht (Wft) in verband met de bevoegdheid tot aanpassing en terugvordering van bonussen en winstdelingen van bestuurders en dagelijks beleidsbepalers van 11 december 2013 ('Wet Clawback') en de Wet van 28 januari 2015 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht houdende regels met betrekking tot het beloningsbeleid van financiële ondernemingen (Wet beloningsbeleid financiële ondernemingen) waar gesproken wordt over 'dagelijks beleidsbepalers'.

Naar een Nederlandse pay ratio?

279. Inleiding

We keren terug naar de mogelijkheden om transparantieverplichtingen te laten bijdragen aan een correcte vaststelling van de bezoldiging. Aan het begin van dit hoofdstuk is uiteengezet waarom de huidige transparantieverplichtingen falen in het tegengaan van de ongefundeerde stijging van bestuurdersbeloningen. Het is de vraag of (wettelijke) openbaarmakingsregels hiervoor wel het juiste middel zijn. De laatste jaren gaat de aandacht uit naar een nieuw soort transparantieverplichting: het openbaar maken van een pay ratio binnen de vennootschap. In het hiernavolgende zal ik ingaan op de mogelijkheden die het hebben van een dergelijke openbaarmakingsverplichting biedt en de wijze waarop een Nederlandse pay ratio-bepaling zou kunnen worden vormgegeven.

280. Doel van de introductie van een pay ratio

Het nut en de invulling van een verplichting tot het openbaar maken van een pay ratio, hangt af van het beoogde doel. In het tweede deel van mijn onderzoek is een duidelijk marktfalen geïdentificeerd: de aanhoudende stijging van de ex ante bezoldigingsniveaus. De bijna exclusieve nadruk die de afgelopen decennia is gelegd op externe referentie bij het vaststellen van de ex ante bezoldigingsniveaus van bestuurders heeft ervoor gezorgd dat de bezoldiging van de top van de onderneming is ‘losgezongen’ van de rest van het loongebouw. Deze werkwijze is zonder fundament en leidt tot beloningen die niet in het belang van de vennootschap zijn. In het verlengde hiervan is discussie ontstaan over de invloed van een grotere inkomensongelijkheid op de motivatie en het functioneren van werknemers binnen een onderneming.¹ Mensen begrijpen dat leden van de raad van bestuur meer verdienen dan andere werknemers. Wat tot problemen leidt, is dat de perceptie gaat overheersen dat de bestuurders een speciale behandeling ten deel valt en zich

1 Zie hierover meer in het algemeen Piketty 2013 dat veel stof heeft doen opwaaien. Zie verder het boek ‘Happiness’ van topeconoom Richard Layard: Layard 2005; Zie over het beter functioneren van meer gelijke samenlevingen Wilkinson & Pickett 2009.

niet hoeven te verantwoorden.² De kosten van de structurele toename op basis van externe referenties bestaan dus niet alleen uit het te veel betaalde bedrag aan de desbetreffende bestuurders, maar ook uit de afgenomen productiviteit van werknemers vanwege demotivatie en een verminderde moraal.

Een nieuwe benadering van de manier waarop de hoogte van de bezoldiging wordt bepaald, is nodig om de aanhoudende stijging van de bezoldigingsniveaus te doorbreken en te voorkomen dat de top van de onderneming verder afdrijft. Om deze cultuuromslag te bewerkstelligen zal de nadruk bij het vaststellen van de bezoldiging primair moeten komen te liggen op de interne beloningsverhoudingen. De overweging of een bezoldigingspakket concurrerend is, dient slechts een aanvullende rol te spelen in het vaststellingsproces.³ Het publiceren van een (afgeleide van een) pay ratio dient precies dat doel. Het dwingt op zijn minst tot het in ogenschouw nemen van de verhouding tussen de bezoldiging van de top en die van de rest van de onderneming. Bij de vormgeving van een pay ratio-regeling dient aldus het tegengaan van het gesignaleerde marktfalen als uitgangspunt genomen te worden.

In de Verenigde Staten is het voorstel voor het introduceren van een pay ratio door de SEC aangenomen met een nipte meerderheid (3 voor en 2 tegen). Als reden voor invoering stelt commissielid Aguilar dat de pay ratio aandeelhouders kan helpen bij het overzien van de bezoldiging van bestuurders en bij kan dragen aan het maken van een afweging inzake say-on-pay.⁴ Commissielid Gallagher noemt vorenstaande pure onzin en wijst erop dat de regel enkel en alleen bedoeld is om vennootschappen door ‘naming & shaming’ te bewegen tot het vaststellen van een lagere bezoldiging voor hun CEO.⁵

-
- 2 Zie de ingezonden brief van 4 december 2013 van Charles Elson en Craig Ferrere naar aanleiding van de consultatieronde van de SEC (te raadplegen op <https://www.sec.gov/comments/s7-07-13/s70713-582.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).
 - 3 Zie hoofdstuk 16. Tot eenzelfde conclusie komen Elson en Ferrere, zie hun ingezonden brief van 4 december 2013 naar aanleiding van de consultatieronde van de SEC (te raadplegen op <https://www.sec.gov/comments/s7-07-13/s70713-582.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).
 - 4 Luis A. Aguilar, The CEO Pay Ratio Rule: A Workable Solution For Both Issuers and Investors, 5 augustus 2015 (te raadplegen op <https://www.sec.gov/news/statement/state-ment-on-open-meeting-on-pay-ratio-aguilar.html> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)). Aguilar spreekt overigens ‘de hoop’ uit dat het openbaar maken van deze informatie aandeelhouders beter in staat zal stellen verantwoording te ontvangen over de bezoldigingspraktijken.
 - 5 “To steal a line from Justice Scalia, this is pure applesauce. The AFL-CIO, which lobbied for the rule’s inclusion in Dodd-Frank Act, has explained for us its true purpose: ‘Disclosing this pay ratio will shame companies into lowering CEO pay’. And, ‘They will be embarrassed, and that’s the whole point.’”. Daniel M. Gallagher, Dissenting Statement at an Open Meeting to Adopt the ‘Pay Ratio’ Rule, 5 augustus 2015.

Volgens hem en mede-commissielid Piwowar is er dan ook geen enkel voordeel te verwachten van de verplichting tot het openbaar maken van de pay ratio, maar brengt deze regeling wel substantiële kosten voor het bedrijfsleven mee.⁶

De kritiek van de twee commissieleden komt niet geheel uit de lucht vallen.⁷ In zijn eerdere voorstel uit 2013 schreef de SEC zelf, dat “[t]he lack of a specific market failure identified as motivating the enactment of this provision poses significant challenges in quantifying potential economic benefits, if any, from the pay ratio disclosure.”⁸ Ook in het begeleidend schrijven bij de ‘final rule’ is opgenomen dat, “neither the statute nor the related legislative history directly states the objectives or intended benefits of the provision or of a specific market failure, if any, that is intended to be remedied.”⁹ Er is dus gekozen voor een regeling tot het openbaar maken van een pay ratio, terwijl niet geheel duidelijk is welk probleem deze regeling moet oplossen. Zoals ik uiteen zal zetten, leidt het niet voor ogen hebben van het probleem dat opgelost dient te worden in de Verenigde Staten tot een regeling die van weinig waarde is.

281. Ondernemingsspecifieke informatie

Van belang is te beseffen dat de informatieve waarde van een pay ratio beperkt is tot de desbetreffende onderneming. Pay ratio’s zijn niet één op één onderling te vergelijken. De pay ratio bij een farmaceutisch bedrijf met veel hoogopgeleide mensen zal in de regel lager liggen dan de pay ratio bij een schoonmaakbedrijf.¹⁰ De lagere pay ratio hoeft echter niet bij voorbaat beter te zijn dan de hogere.¹¹ Ook binnen een bepaalde sector blijft de informatie in beginsel ondernemingsspeci-

-
- 6 Hij heeft het alleen al over initiële kosten ter waarde van \$1.6 miljard. Daniel M. Gallagher, Dissenting Statement at an Open Meeting to Adopt the ‘Pay Ratio’ Rule, 5 augustus 2015. Kritisch op de bepaling in de Dodd-Frank Act: Bainbridge 2012, p. 127 e.v.
 - 7 Zie voor de kritiek van Michael Piwowar: Dissenting Statement at Open Meeting on Pay Ratio Disclosure, 5 augustus 2015 (te raadplegen op <https://www.sec.gov/news/statement/dissenting-statement-at-open-meeting-on-pay-ratio-disclosure.html> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)); Michael S. Piwowar, Additional Dissenting Comments on Pay Ratio Disclosure, 7 augustus 2015 (te raadplegen op <https://www.sec.gov/news/statement/additional-dissenting-statement-on-pay-ratio-disclosure.html> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).
 - 8 Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 229 and 249 Release Nos. 33-9452; 34-70443; File No. S7-07-13, 18 september 2013, p. 90.
 - 9 Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 229 and 249, Release Nos. 33-9877; 34-75610; File No. S7-07-13, final rule, 5 augustus 2015, p. 168 (te raadplegen op <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9877.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).
 - 10 De vergelijkbaarheid wordt eveneens verstoord door andere factoren, waaronder geografische.
 - 11 Ook zegt de pay ratio uiteraard niets over de absolute hoogte van de bezoldiging van de bestuurder.

fiek vanwege de wijze waarop de pay ratio wordt berekend. Over het algemeen zal aan de onderneming enige flexibiliteit worden gelaten bij het bepalen van de representatieve referentiegroep die als maatstaf dient voor het berekenen van de pay ratio.¹² Deze flexibiliteit komt de toepasbaarheid van een regeling ten goede, maar doet afbreuk aan de onderlinge vergelijkbaarheid van de verschillende pay ratio's.

Een veel gehoorde kritiek dat deze beloningsinformatie van lage kwaliteit is, ziet dan ook in het bijzonder op de onderlinge vergelijkbaarheid van deze informatie.¹³ De kans is aanwezig – en zelfs zeer reëel – dat de media de informatie ten onrechte wel als ‘vergelijkbaar’ zullen presenteren.¹⁴ Enige angst voor ‘naming and shaming’ is dan ook niet zonder grond.¹⁵ Bij het vormgeven van een pay ratio-regeling dient daarom zoveel mogelijk te worden benadrukt dat de informatie in beginsel ongeschikt is voor een externe vergelijking. Een vergelijking zou moeten zien op de ontwikkelingen van de pay ratio binnen de onderneming, berekend over meer jaren.

282. Bestuurder of de raad van bestuur

Voor de vormgeving van een pay ratio-regeling is het identificeren van de juiste variabelen van belang. Een eerste vraag is of voor de berekening van de pay ratio (i) de totale bezoldiging van een afzonderlijke bestuurder of (ii) het gemiddelde van de totale bezoldiging van alle bestuurders gezamenlijk als uitgangspunt moet worden genomen.

¹² Zie randnummer 284.

¹³ “Pay ratio data, by contrast, is low-quality, non-comparable data.” Zie SEC commissielid Daniel M. Gallagher in Dissenting Statement at an Open Meeting to Adopt the ‘Pay Ratio’ Rule, 5 augustus 2015.

¹⁴ Zie bijvoorbeeld het nieuwsitem dat Bloomberg maakte naar aanleiding van de invoering van de pay ratio in de Verenigde Staten (te raadplegen op <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-13/these-ceos-make-the-most-money-compared-with-their-workers> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)). Een negatief effect kan overigens ook zijn dat werknemers erachter komen dat ze minder dan het gemiddelde of de mediaan binnen de onderneming verdienen, of het idee krijgen dat de mediaan of gemiddelde bezoldiging bij een concurrent hoger ligt. Een ander onbedoeld neveneffect kan zijn dat ondernemingen het idee krijgen dat zij duurdere arbeidskrachten hebben dan hun concurrenten en op zoek gaan naar het outsourcen van werk. Het is dan ook van belang om te benadrukken dat een pay ratio ondernemingsspecifieke informatie is.

¹⁵ Een andere angst is dat pay ratio's zullen leiden tot steeds hogere pay ratio's, omdat deze met elkaar worden vergeleken.

In het Verenigd Koninkrijk en in de Verenigde Staten is de keuze gevallen op alleen de CEO.¹⁶ De herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn bepaalt dat van elke bestuurder informatie over de jaarlijkse verandering in bezoldiging moet worden opgenomen in het remuneratierapport, naast de jaarlijkse verandering in de bezoldiging van de gemiddelde bezoldiging van de overige werknemers. Bij de implementatie van deze regeling in Nederland heeft de wetgever dus geen keuze.¹⁷ Wanneer we kijken naar bpb 3.4.1. (iv) Code 2016 dan zorgt de tekst voor enige onduidelijkheid. Zo wordt niet gespecificeerd of de informatie over de beloningsverhoudingen moet zien op iedere bestuurder afzonderlijk of op de beloning van de bestuurders tezamen. In de toelichting staat slechts dat het remuneratierapport de verhouding moet bevatten tussen de beloning van de bestuurders enerzijds en een door de vennootschap vast te stellen representatieve referentiegroep anderzijds. Uit het feit dat ook dient te worden toegelicht of er ten opzichte van het voorgaande boekjaar wijzigingen zijn in deze verhoudingen, lijkt voort te vloeien dat het gaat om iedere bestuurder afzonderlijk. Uitsluitend geven de tekst en de toelichting niet. Bpb 3.1.2 (iii) Code 2016 laat ook de mogelijkheid open om te kiezen voor de bezoldiging van een afzonderlijke bestuurder of alle bestuurders gezamenlijk. Uit bpb 3.2.1 Code 2016 lijkt voort te vloeien dat ieder voorstel voor het vaststellen van de bezoldiging van een individuele bestuurder in moet gaan op de beloningsverhoudingen binnen de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.

Mijns inziens dient bij de berekening van de pay ratio telkens als variabele de totale bezoldiging van de afzonderlijke bestuurder te worden gebruikt. Hiermee wordt iedere vorm van ruis zoveel mogelijk voorkomen, bijvoorbeeld wanneer de bezoldiging tussen bestuurders ver uit elkaar ligt.¹⁸ Daarbij speelt mee, dat een bepaalde mate van flexibiliteit bij het vaststellen van de representatieve referentiegroep onvermijdelijk is. De bezoldiging van de representatieve referentiegroep is dus al een samengesteld getal. De waarde van de informatie van de pay ratio boet mijns inziens in aan kwaliteit wanneer deze variabele vervolgens wordt afgezet tegen een ander samengesteld getal, namelijk het gemiddelde van de bezoldiging van de gehele raad van bestuur. Verder zal een wijziging van de pay ratio die berekend wordt aan de hand van de gemiddelde bezoldiging van een groep afhangen van een samenspel van factoren. Dit samenspel zal de discussie vertroebelen waarmee afbreuk wordt gedaan aan de mate waarin verantwoording wordt afgelegd over een wijziging van de pay ratio.

16 Zie hierover randnummer 249.

17 In de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn is ook bepaald dat in het bezoldigingsbeleid moet worden toegelicht hoe rekening is gehouden met de loon- en arbeidsvoorwaarden van de werknemers van de vennootschap bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid, art. 9a lid 6 Richtlijn (EU) 2017/828. Bij de implementatie van deze regeling wordt aan de Nederlandse wetgever dus wel ruimte gelaten te bepalen of moet worden ingegaan op de bezoldiging van de afzonderlijke bestuurder(s), alle bestuurders gezamenlijk of wellicht voor een nog vrijer regime. Zie hierover randnummer 261.

18 Aansluiten bij de mediaan in plaats van het gemiddelde lijkt mij in dit geval geen optie.

283. Enkelvoudige of meervoudige pay ratio

Een volgende keuze is die tussen een enkelvoudige of meervoudige pay ratio. De verplichting om een pay ratio openbaar te maken in het remuneratierapport kan beperkt blijven tot alleen de verhouding tussen de bezoldiging van de CEO en de representatieve referentiegroep binnen de onderneming. De bezoldiging van de CEO is normaliter maatgevend voor de bezoldiging van de andere bestuurders.¹⁹ Door de raad van commissarissen wordt veelal vooraf nagedacht over een gepaste verhouding tussen de bezoldiging van de CEO, de CFO en de andere bestuurders (de pay slice). Aansluiten bij de bezoldiging van de CEO zal er in beginsel dus voor zorgen dat de raad van commissarissen meeweegt in hoeverre de bezoldiging van iedere andere bestuurder in overeenstemming is met de rest van de beloningsopbouw.²⁰ De pay ratio is in dat geval de uitkomst van het proces waarin door de raad van commissarissen de gehele interne beloningsopbouw is meegenomen. Een meervoudige pay ratio geeft inzicht in dit proces. Om te komen tot de gewenste opbouw van de beloningsstructuur binnen de onderneming zal de raad van commissarissen er niet aan ontkomen ook de beloningsniveaus van de verschillende managementlagen binnen de onderneming te beoordelen. Voor de raad van commissarissen zal het uitgangspunt daarom een meervoudige pay ratio zijn waarbij de verhouding van de totale bezoldiging van iedere bestuurder afzonderlijk en de gemiddelde totale bezoldiging van de verschillende managementlagen eronder worden afgezet tegen de representatieve referentiegroep.²¹ Om de visie van de raad van commissarissen op de gewenste interne beloningsopbouw te kunnen toetsen, zal de meervoudige pay ratio openbaar moeten worden gemaakt.

284. Representatieve referentiegroep

Het is de raad van commissarissen die een representatieve referentiegroep moet aanwijzen binnen de onderneming. Een belangrijke vraag daarbij is hoe tot deze groep wordt gekomen.

19 De CEO zal in de regel het meest verdienen binnen de raad van bestuur. Is dat niet het geval dan zal worden aangesloten bij de bestuurder met de hoogste ex ante bezoldiging.

20 Daarnaast is één van de nadelen van de huidige manier van vaststellen dat de top van de onderneming als geheel losstaat van de rest van de onderneming. Door de top te benaderen als één geheel wordt deze visie in stand gehouden.

21 Selker en Haenen wijzen in hun 'white paper' op de toegevoegde waarde om de top 5 niveau's mee te nemen, waardoor een goede indicatie van de opbouw van de beloningsstructuur binnen de onderneming wordt verkregen. De vijf niveau's zijn: CEO-niveau, CFO-niveau, management niveau 1, management niveau 2 en management niveau 3. Selker & Haenen 2014, p. 8.

In de Verenigde Staten moet de mediaan van de jaarlijkse totale bezoldiging van alle werknemers (exclusief de CEO) worden afgezet tegen de jaarlijkse totale bezoldiging van de CEO. De substantiële kosten die het berekenen van de mediaan van de jaarlijkse totale bezoldiging van alle werknemers (wereldwijd) mee zou brengen heeft er echter voor gezorgd dat de SEC enige flexibiliteit toestaat om de ‘median employee’ te identificeren. Zo mag volgens de SEC gebruik worden gemaakt van “statistical sampling of its employee population or other reasonable methods.” Daarnaast hoeft het identificeren van de ‘median employee’ slechts eenmaal per drie jaar te gebeuren, behoudens substantiële wijzigingen in het loongebouw.²² In het Verenigd Koninkrijk ziet de ‘pay ratio’ op de procentuele toename van de bezoldiging van de CEO, afgezet tegen de toename in procenten van de gemiddelde beloning van alle werknemers. Ook in het Verenigd Koninkrijk is gekozen voor enige vorm van flexibiliteit. De vennootschap kan ook zelf een bepaalde groep kiezen waarvan de procentuele toename van de bezoldiging wordt vergeleken met die van de CEO, indien de uitkomst van de gemiddelde beloning van alle werknemers als ongepast wordt ervaren.²³

Naast de keuze voor flexibiliteit is opvallend dat in de Verenigde Staten wordt aangesloten bij de *mediaan*, terwijl in het Verenigd Koninkrijk en in de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn voor een *gemiddelde* wordt gekozen. Een subtiel verschil. Bij een beloningsopbouw met uitschieters aan de boven- of onderkant kan de beloning van de gemiddelde werknemer buitenproportioneel beïnvloed worden.²⁴ Het gebruiken van de mediaan mitigeert dit probleem, hoewel onder omstandigheden de mediaan ook kan zorgen voor niet representatieve uitkomsten.²⁵ De geschiktheid van één van beide maatstaven zal dus afhankelijk zijn van de opbouw van de bezoldigingsstructuur binnen een onderneming.²⁶

22 Zie voor deze uitzonderingen: Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 229 and 249 Release Nos. 33-9452; 34-70443; File No. S7-07-13, 18 september 2013, onder andere p. 12 e.v., 42 en 99 e.v. (te raadplegen op <https://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9452.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)); Zie 17 CFR Parts 229, 240 en 249, Federal Register Volume 80, nummer 159, 18 augustus 2015, p. 50136 (FR doc no: 2015-19600), (te raadplegen op <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2015-08-18/html/2015-19600.htm> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

23 Wel dient te worden uitgelegd waarom voor deze groep gekozen is. Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 19. De Europese Commissie lijkt overigens ook aan te sluiten bij het gemiddelde in plaats van de mediaan. Wel wordt door de Europese Commissie gekozen voor de gemiddelde bezoldiging van alle bestuurders in plaats van de totale bezoldiging van de CEO.

24 Denk aan het gemiddelde van de reeks €1, €2, €3, €4 en €100.000 = €20.005,6.

25 Denk aan de mediaan van de reeks €1, €2, €3, €50.000, €100.000 = €3.

26 Het gebruiken van de mediaan ligt mijns inziens in beginsel meer voor de hand, tenzij er redenen zijn om te kiezen voor een gemiddelde. De SEC stelt overigens expliciet dat het gebruiken van de mediaan in het onderhavige geval nuttiger is dan het gemiddelde, omdat daarmee de invloed van uitschieters minimaal is. Zie 17 CFR Parts 229, 240 en 249, Federal Register Volume 80, nummer 159, 18 augustus 2015, p. 50136 (FR doc

Aangezien het doel van de pay ratio is om de interne beloningsverhoudingen leidend te laten zijn bij het vaststellen van de bezoldiging, en omdat de informatieve waarde van de pay ratio uitsluitend ondernemingsspecifiek is, kan aan de vennootschap enige ruimte worden gelaten om de representatieve referentiegroep te bepalen. Deze flexibiliteit zal de complexiteit van en de kosten om te voldoen aan een dergelijke pay ratio-regeling aanzienlijk verlagen.

Deze flexibiliteit brengt echter ook mogelijkheden tot ‘manipulatie’.²⁷ Om manipulatie tegen te gaan dient bij het vormgeven van een pay ratio-regeling de nadruk te liggen op het structureel toepassen van dezelfde methode voor het berekenen van de pay ratio per onderneming. Over de gehanteerde methode en de toepassing ervan zal derhalve verantwoording moeten worden afgelegd. Verder dient iedere materiële wijziging van de waarden die ten grondslag liggen aan de pay ratio openbaar gemaakt te worden, vergezeld van een uitleg in hoeverre deze wijzigingen gezorgd hebben voor aanpassing van de pay ratio of de bezoldiging.

285. Transparantie vooraf: het bezoldigingsbeleid

Wat de toepassing van de pay ratio betreft, kan onderscheid worden gemaakt tussen transparantie voor- en achteraf. Bij transparantie vooraf wordt de pay ratio gebruikt als leidraad voor het bepalen van het maximale beloningsverschil tussen bijvoorbeeld de CEO en de gemiddelde werknemer. Zo kan een pay ratio (of *pay range*) als richtlijn worden opgenomen in het bezoldigingsbeleid.

Deze benadering is niet nieuw. Het Amerikaanse Ben & Jerry's heeft bijvoorbeeld zestien jaar lang een pay ratio gehanteerd binnen de onderneming waarin het verschil tussen de meest verdienende en minst verdienende medewerker 5:1 was. Tenslotte heeft het bedrijf deze ratio verlaten, omdat geen geschikte bestuurder kon worden gevonden. De pay ratio is vervolgens verhoogd naar 7:1 en stond uiteindelijk op 17:1 totdat Ben & Jerry's werd overgenomen door Unilever in 2000.²⁸ Deze verhoging bij Ben & Jerry's laat zien dat een eenmaal gekozen pay ratio niet in beton gegoten hoeft te zijn. Wel is een aanpassing van de pay ratio het gevolg van daadwerkelijke invloeden van de markt en dwingt deze tot nadenken over de interne beloningsverschillen.

no: 2015-19600), (te raadplegen op <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2015-08-18/html/2015-19600.htm> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

27 Denk bijvoorbeeld aan het aanpassen (of onder omstandigheden juist niet aanpassen) van de wijze waarop de gemiddelde bezoldiging van de representatieve referentiegroep wordt berekend. Ook kan gewezen worden op de prikkel om bepaalde werkzaamheden voor laagbetaald personeel te gaan uitbesteden zodat de bezoldiging van bestuurders naar boven kan worden bijgesteld zonder de pay ratio te beïnvloeden.

28 Zie Mitchell Weisz, A Sweet Solution to the Sticky Wage Disparity Problem, ABCNews, 2013 (te raadplegen op <http://abcnews.go.com/Business/companies-follow-ben-jerrys-lead-wages/story?id=19920634> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

Een ander voorbeeld is SolarWorld AG, een Duitse vennootschap, waar de algemene vergadering in 2009 op voorstel van het bestuur en de raad van commissarissen een pay ratio heeft aangenomen van 20:1. De beloning van bestuurders mag niet meer bedragen dan twintigmaal het gemiddelde inkomen binnen het concern. De raad van commissarissen is verplicht met deze pay ratio rekening te houden bij het aangaan van de overeenkomst met de bestuurder. Ter onderbouwing voor het invoeren van deze regeling wordt verwezen naar de pay ratio bij het Duitse Siemens van 200:1, welk beloningsverschil wordt gezien als ‘gesellschaftliche Sprengstoff’.²⁹

In het voorstel tot herziening van de aandeelhoudersrechtenrichtlijn uit 2014 leek de Europese Commissie af te stevenen op een soortgelijke verplichting tot transparantie vooraf. Op grond van het voorstel moest in het bezoldigingsbeleid worden verklaard hoe rekening is gehouden met de loon- en arbeidsvoorwaarden van de werknemers van de onderneming bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid of de individuele bezoldiging van de bestuurders. De vennootschap diende dit te doen door een toelichting op te nemen van de ratio tussen de gemiddelde bezoldiging van bestuurders en de gemiddelde beloning van voltijd werknemers met uitzondering van de bestuurders. Verder moest aangegeven worden waarom deze ratio passend werd geacht. In uitzonderlijke omstandigheden kan het bezoldigingsbeleid geen ratio bevatten. In dat geval wordt toegelicht waarom er geen ratio voorhanden is en welke maatregelen met hetzelfde effect zijn genomen.³⁰ In de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn is nog steeds opgenomen dat in het bezoldigingsbeleid moet worden toegelicht hoe rekening is gehouden met de loon- en arbeidsvoorwaarden van de werknemers van de vennootschap bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid. De uitdrukkelijke opdracht om in de toelichting een pay ratio op te nemen ontbreekt echter.

In de Code 2016 is een afgezwakte vorm van deze regeling te vinden. In bpb 3.1.2 (iii) Code 2016 is slechts bepaald dat bij het formuleren van het bezoldigingsbeleid de beloningsverhoudingen binnen de vennootschap en de met haar verbonden onderneming *in overweging* moeten worden genomen. Desondanks staat het een raad van commissarissen uiteraard vrij een bepaalde pay ratio als richtlijn op te nemen in het bezoldigingsbeleid en voor te leggen aan de aandeelhouders.

286. Voordelen en uitdagingen van transparantie vooraf

Het opnemen van een pay ratio in het bezoldigingsbeleid heeft primair tot doel de raad van commissarissen te stimuleren om na te denken over de verhouding

29 Zie onder andere <http://www.general-anzeiger-bonn.de/news/wirtschaft/region/Solarworld-begrenzt-Vorstandsgeh%C3%A4lter-article201254.html> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

30 Art. 9a lid 3 van het voorstel (COM(2014)213).

tussen de bezoldiging van de bestuurders, het senior management en de rest van de onderneming. Het vastleggen van deze bezoldigingsverhoudingen in het bezoldigingsbeleid zorgt voor de meest krachtige prikkel om de interne beloningsopbouw als leidraad te nemen bij het vaststellen van de individuele bezoldiging van bestuurders. Voor het oplossen van het eerder gesignaleerde marktfalen biedt het introduceren van deze verplichting – in ieder geval in theorie – de meeste kans op succes. Daarnaast zal hierdoor de onderhandelingspositie van de raad van commissarissen worden versterkt, doordat de gekozen pay ratio als marker dient voor de maximale (ex ante) hoogte tijdens onderhandelingen.³¹

Het opnemen van een pay ratio in het bezoldigingsbeleid brengt wel een uitdaging voor de raad van commissarissen mee. De huidige, op externe referenties gebaseerde, vaststellingspraktijk heeft zich zo ontwikkeld omdat daardoor een min of meer eenvoudig antwoord gevonden kan worden op de lastige vraag hoeveel een bestuurder zou moeten verdienen. Wanneer ervoor wordt gekozen om in het bezoldigingsbeleid een pay ratio op te nemen, dan wordt de raad van commissarissen geconfronteerd met de lastige taak de optimale pay ratio van de desbetreffende onderneming vast te stellen. Enige consensus over een optimale pay ratio schittert door afwezigheid.

Aan nobelprijswinnaar Tinbergen wordt de norm 5:1 toegeschreven.³² In Zwitserland werd in een referendum een verplichte pay ratio van 12:1 voorgesteld.³³ Peter Drucker, volgens Businessweek “the man who invented management”, propageerde eerst een

31 Nadeel is uiteraard dat wanneer gekozen wordt voor een relatief hoge pay ratio om de raad van commissarissen enige speling te geven, tijdens de onderhandelingen wellicht juist eerder zal worden aangesloten bij deze hogere pay ratio.

32 Onduidelijk is of hij daadwerkelijk deze norm voor ogen heeft gehad als optimale norm. In zijn werk gebruikt hij de 5:1 norm slechts als voorbeeld: “A last misunderstanding about possible targets related to income distribution is the specification of an optimal income ratio between highest and lowest incomes of, for instance, five to one. The misunderstanding consists of the formulation of this ratio without specifying what percentiles of the incomes recipients have been chosen. Clearly a five-to-one ratio between the upper and lower one percent of income recipients is much less unequal than a five-to-one ratio between the upper and lower ten percent groups.” Zie Tinbergen 1981, p. 17. Volgens Akkerboom komt de norm voort uit de ‘Interim-nota inkomensbeleid’ uit 1975 van Den Uyl en Jaap Boersma en is deze norm later, zonder enig sluitend bewijs, aan Tinbergen toegeschreven. Zie hierover Akkerboom 2015.

33 Uiteindelijk is dit voorstel niet aangenomen (circa 65% tegen en 35% voor). Zie onder andere <http://www.theguardian.com/world/2013/nov/24/switzerland-votes-against-cap-executive-pay> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

optimale pay ratio van 25:1, welke hij later bijstelde naar 20:1.³⁴ Een ratio die J.P. Morgan overigens al meer dan honderd jaar geleden verkondigde.³⁵ Deze normen lijken niet alleen arbitrair, aansluiten bij deze normen is praktisch onmogelijk vanwege de huidige pay ratio's. Uit een onderzoek van de AFL-CIO blijkt dat de pay ratio tussen de gemiddelde CEO en de gemiddelde werknemer in Nederland 76:1 is, in Duitsland is dat 147:1, in het Verenigd Koninkrijk is de pay ratio 84:1, en in de Verenigde Staten zelfs 354:1.³⁶ De huidige ratio's blijken ver verwijderd te zijn van de pay ratio die over het algemeen als ideaal wordt gezien. Uit één van de weinige onderzoeken naar de optimale pay ratio, verricht door de Harvard Business School in 40 verschillende landen, kwam naar voren dat een pay ratio van 4,6:1 gemiddeld gezien werd als een ideale pay ratio tussen de bezoldiging van de CEO en een 'unskilled employee'.³⁷ Gemiddeld wordt overigens geschat dat de pay ratio 10:1 is.³⁸ In werkelijkheid liggen deze pay ratio's dus vele malen hoger.

De raad van commissarissen zal dus met een pay ratio moeten komen die bij de desbetreffende onderneming past. Ook hierbij helpt het publiceren van een meervoudige pay ratio. Op die manier kan de raad van commissarissen de verhoudingen in perspectief plaatsen en een nadere onderbouwing geven voor zijn visie op de gewenste beloningsverhoudingen binnen de onderneming.

Eumedion wijst er in een reactie op het Europese voorstel op, dat zij er op voorhand nog niet van overtuigd is dat de vastlegging van de precieze hoogte van de ratio een bevoegdheid van de AVA zou moeten zijn, aangezien de AVA de kaders voor de bezoldiging van statutaire bestuurders vaststelt en niet die van de werknemers van de vennoot-

-
- 34 "I have often advised managers that a 20-to-1 salary ratio is the limit beyond which they cannot go if they don't want resentment and falling morale to hit their companies," aldus Peter Drucker. Zie de brief van het Drucker Institute aan de SEC naar aanleiding van de consultatieronde over de pay ratio-regeling (te raadplegen op <http://www.druckerinstitute.com/wp-content/uploads/2011/02/SECcomment.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).
 - 35 Zie hierover de brief van de AFL-CIO aan de SEC (te raadplegen op <https://www.sec.gov/comments/df-title-ix/executive-compensation/executivecompensation-78.pdf>, (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).
 - 36 In 1965, ten tijde van de opkomst van benchmarking, was de pay gap in de Verenigde Staten overigens nog 20:1. Zie het onderzoek van de AFL-CIO (te raadplegen op <http://www.aflcio.org/Corporate-Watch/Paywatch-Archive/CEO-Pay-and-You/CEO-to-Worker-Pay-Gap-in-the-United-States/Pay-Gaps-in-the-World> (laatst bezocht op 20 maart 2016)). De ratio's zijn berekend op basis van de AEX (Nederland), de DAX (Duitsland), de FTSE 100 (Verenigd Koninkrijk) en de S&P 500 (Verenigde Staten).
 - 37 In de Verenigde Staten werd 7:1 gemiddeld als ideale pay ratio gezien. Kiatpongsan & Norton 2014, p. 587-593.
 - 38 Uit hetzelfde onderzoek komt naar voren dat in de Verenigde Staten geschat wordt dat het verschil gemiddeld circa 30:1 is. In Duitsland werd geschat dat de pay ratio gemiddeld circa 17:1 was.

schap.³⁹ Met het vaststellen van een pay ratio wordt juist invulling gegeven aan het kader waarbinnen de bezoldiging van bestuurders mag worden vastgesteld.⁴⁰ Daarbij is van belang dat aangenomen wordt dat de bezoldiging van de representatieve referentiegroep grotendeels wordt bepaald door de markt. Deze variabele kan derhalve fungeren als een min of meer constante waarde. Door het bepalen van de ex ante bezoldiging deels afhankelijk te maken van deze constante waarde wordt het huidige marktfalen bij het vaststellen van de ex ante bezoldiging van bestuurders tegengegaan. De vraag op wie de bevoegdheid rust de bezoldiging van de representatieve referentiegroep vast te stellen staat daar los van.⁴¹

287. Transparantie achteraf: potentiële of gerealiseerde bezoldiging?

Een andere mogelijkheid is om te kiezen voor transparantie achteraf. In dat geval hoeft alleen de status quo van de pay ratio openbaar te worden gemaakt. Bij de invulling daarvan kan weer onderscheid worden gemaakt tussen een pay ratio gebaseerd op de bezoldiging die de bestuurder zou kunnen verdienen (zijn ‘opportunity pay’) en een pay ratio gebaseerd op de uiteindelijk gerealiseerde bezoldiging in een bepaald jaar (zijn ‘realized pay’). In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk is gekozen voor transparantie achteraf, waarbij in beide gevallen wordt aangesloten bij de uiteindelijk gerealiseerde bezoldiging van de CEO.⁴² In de nieuwe bpb 3.4.1(iv) Code 2016 is opgenomen dat een vennootschap met beursnotering in Nederland in het remuneratierapport moet opnemen wat de verhouding is tussen de beloning van de bestuurders en een door de vennootschap vast te stellen representatieve referentiegroep binnen de onderneming. Ook moet worden toegelicht of er wijzigingen zijn in deze verhoudingen ten opzichte van het voorgaande boekjaar. Bij eerste lezing lijkt deze bepaling wellicht ook te zien op het openbaar maken in het remuneratierapport van een pay ratio op grond van de ex post bezoldiging. De tekst biedt echter ruimte voor het openbaar maken van een pay ratio die

39 Eumedion, commentaar richtlijn voorstel aandeelhoudersbetrokkenheid, p. 14 (te raadplegen op <http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/wet-en-regelgeving/2012/2014-05-commentaar-richtlijnvoorstel-aandeelhoudersbetrokkenheid.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

40 Het opnemen van een uitzonderingsbepaling in het bezoldigingsbeleid met de verplichting dat bij afwijking van de opgenomen pay ratio uitleg wordt gegeven door de raad van commissarissen ligt hier overigens voor de hand.

41 In de praktijk wordt het bezoldigingsbeleid opgesteld door de raad van commissarissen. Hij hoeft daarvoor slechts *kennis te nemen* van de interne beloningsopbouw om vervolgens een gepaste pay ratio te formuleren en deze samen met de rest van het bezoldigingsbeleid voor te leggen aan de algemene vergadering van aandeelhouders.

42 In de Verenigde Staten wordt voor de pay ratio gekeken naar de daadwerkelijk toegekende of uitgekeerde bezoldiging aan de CEO en de mediaan werknemer. Ook in het Verenigd Koninkrijk wordt de procentuele toename gebaseerd op de daadwerkelijk toegekende en uitgekeerde bezoldiging van de CEO en die van de gemiddelde medewerker.

ofwel op de potentiële bezoldiging ofwel de gerealiseerde bezoldiging is gebaseerd. Beide zijn immers aan te merken als een uitvoering van het bezoldigingsbeleid.

288. De potentiële bezoldiging als basis

Naar mijn mening dient een regeling waarin wordt gekozen voor transparantie achteraf te zien op de eerste vorm, dus een pay ratio waarbij de potentiële bezoldiging van de bestuurder centraal staat. Wanneer namelijk zou worden aangesloten bij de gerealiseerde bezoldiging, zal de discussie vertroebeld raken doordat een toename (of afname) van dat beloningsniveau afhankelijk is van de jaarlijks ‘vrijgekomen’ variabele beloning van de bestuurder. Dit maakt de pay ratio uiterst volatiel waardoor het gevaar op aandacht van de media of interne onvrede nodeloos wordt vergroot. De discussie zal in dat geval ten onrechte gaan over de *hoogte* van de bezoldiging, terwijl deze eigenlijk zou moeten gaan over de *structuur*, in het bijzonder om de vraag of de variabele beloning terecht is toegekend en om de vraag of gebruik wordt gemaakt van de juiste prestatie maatstaven en doelstellingen. De pay ratio mist daarmee zijn doel.

De reden voor het introduceren van een pay ratio is om raden van commissarissen aan te zetten de interne beloningsopbouw te integreren in het vaststellingsproces. Tijdens dat vaststellingsproces richt de raad van commissarissen zich op de potentiële beloningsniveaus van de bestuurder en niet op hetgeen uiteindelijk wordt uitgekeerd. Daarom zou de opportunity pay als basis moeten dienen voor een regeling omtrent de pay ratio.

Een dergelijke verplichting tot het openbaar maken van een pay ratio is reeds te construeren op grond van de huidige bepalingen in de Code 2016. Bpb 3.2.1 Code 2016 ziet immers op het vaststellingsproces. In deze bepaling is opgenomen dat in het beloningsvoorstel dat de remuneratiecommissie voorlegt aan de raad van commissarissen wordt ingegaan op de beloningsverhoudingen binnen de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Wanneer bij de invulling van bpb 3.4.1(iv) Code 2016 wordt gekozen voor het openbaar maken van de pay ratio van de beloningsniveaus, zoals gehanteerd in dit beloningsvoorstel, afgezet tegen een representatieve referentiegroep, wordt een pay ratio gepubliceerd op grond van de opportunity pay. De Code 2016 is vooralsnog onvoldoende specifiek, waardoor het eveneens mogelijk blijft een pay ratio openbaar te maken waarbij de realized pay als basis dient.

289. Een Nederlandse pay ratio-regeling: transparantie vooraf

De implementatie van de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn geeft een goede aanleiding voor de Nederlandse wetgever om na te denken over een Nederlandse pay ratio-regeling. Voor 10 juni 2019 dient Nederland een wettelijke bepaling te hebben die ondernemingen verplicht om in het bezoldigingsbeleid toe te lichten

hoe rekening is gehouden met de loon- en arbeidsvoorwaarden van de werknemers van de vennootschap bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid. Om het gesignaleerde marktfalen bij het bepalen van de hoogte van de bezoldiging van bestuurders tegen te gaan, kan bij het implementeren van deze bepaling worden gekozen voor de verplichting om een pay ratio in het bezoldigingsbeleid op te nemen die betrekking heeft op de hoogte van de totale ex ante bezoldiging van de CEO of iedere bestuurder afzonderlijk afgezet tegen de gemiddelde totale bezoldiging van een representatieve referentiegroep (transparantie vooraf). Het ligt voor de hand om expliciet op te nemen dat de pay ratio een richtlijn is waarvan onder uitzonderlijke omstandigheden gemotiveerd van mag worden afgeweken onder openbaarmaking van de redenen tot afwijking.⁴³ De pay ratio dient vergezeld te worden van (i) een uitleg over de wijze waarop de aan de pay ratio ten grondslag liggende waarden zijn berekend en (ii) een verklaring waarom deze pay ratio passend wordt geacht voor de desbetreffende onderneming.⁴⁴

Iedere materiële wijziging van de waarden die ten grondslag liggen aan de pay ratio zoals opgenomen in het bezoldigingsbeleid moet uiteraard openbaar gemaakt worden, vergezeld van een uitleg in hoeverre deze wijzigingen gezorgd hebben voor aanpassing van de pay ratio of de bezoldiging.

290. Een Nederlandse pay ratio-regeling: transparantie achteraf

De herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn verplicht Nederland eveneens een wettelijke bepaling te ontwerpen op grond waarvan de jaarlijkse verandering in (i) de bezoldiging per bestuurder, (ii) de ontwikkeling van de prestaties van de vennootschap en (iii) de gemiddelde bezoldiging van andere voltijd werknemers dan de bestuurders, over ten minste de laatste vijf boekjaren in het remuneratierapport openbaar moet worden gemaakt. Voor deze jaarlijkse verandering zou aangesloten kunnen worden bij de ex ante bezoldigingsniveaus van iedere bestuurder.

43 De pay ratio wordt opgenomen in het bezoldigingsbeleid dat uiteindelijk moet worden goedgekeurd door de algemene vergadering. De raad van commissarissen dient vervolgens de individuele bezoldiging van bestuurders vast te stellen binnen de kaders van het bezoldigingsbeleid. Een pay ratio kan uiteraard ook als plafond worden opgenomen. Voor een wijziging is in dat geval expliciet goedkeuring van de algemene vergadering nodig. Over de precieze systematiek tussen het bezoldigingsbeleid en het vaststellen van de individuele bezoldiging van bestuurders kom ik te spreken in randnummer 370 e.v.

44 Deze verplichting rust in beginsel op de raad van commissarissen en kan zodoende voor problemen zorgen, aangezien het beleid wordt vastgesteld door de AVA. In beginsel zal de raad van commissarissen echter het bezoldigingsbeleid opstellen en ter goedkeuring voorleggen aan de AVA.

De verplichting om de jaarlijkse (procentuele) verandering van de totale bezoldiging van een bestuurder af te zetten tegen de jaarlijkse verandering van de gemiddelde bezoldiging van een representatieve referentiegroep is aan te merken als een afgeleide van de pay ratio. Hiermee wordt duidelijk hoe de stijging van de bezoldiging van bestuurder zich verhoudt tot de stijging van de gemiddelde werknemer, veelal gezien over een periode van meer jaren. Een dergelijke regeling zal er dus voor zorgen dat raden van commissarissen verantwoording moeten afleggen over een grotere relatieve toename van de bezoldiging van de bestuurder ten opzichte van de ontwikkeling van de bezoldiging van de gemiddelde werknemer.

Daarnaast zou gedacht kunnen worden aan de verplichting om in het remuneratierapport ook de aan deze verandering ten grondslag liggende waarden op te nemen. Een pay ratio dus die gebaseerd is op de ex ante bezoldigingsniveaus van de CEO of iedere bestuurder afzonderlijk, afgezet tegen de gemiddelde totale bezoldiging van een representatieve referentiegroep (transparantie achteraf).⁴⁵ Indien deze laatste pay ratio niet gelijk is aan de pay ratio zoals opgenomen in het bezoldigingsbeleid, dan dient het orgaan dat bevoegd is de individuele bezoldiging van bestuurders vast te stellen, uit te leggen waarom er sprake is van een afwijkende pay ratio.⁴⁶

Een regeling waarbij voor de berekening van de pay ratio wordt aangesloten bij de uiteindelijk gerealiseerde bezoldiging – zoals opgenomen in het Verenigd Koninkrijk of in de Verenigde Staten – heeft mijns inziens naast vorengenoemde regelingen voor Nederland geen toegevoegde waarde.

Ook in Duitsland probeert de wetgever expliciet te bewerkstelligen dat de interne beloningsverschillen in het oog worden gehouden. Naast de eis dat de bezoldiging ‘passend’ moet zijn is in de wet opgenomen dat de bezoldiging ‘die übliche Vergütung’ niet zonder bijzondere reden mag overstijgen.⁴⁷ Voor het bepalen van deze ‘gebruikelijke bezoldiging’ moet gekeken worden naar twee dimensies: een horizontale die ziet op de positie die de onderneming inneemt ten opzichte van andere ondernemingen (benchmarks) en een verticale dimensie die betrekking heeft op de interne bezoldigingsstructuur. Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat de Duitse wetgever prioriteit geeft aan de horizontale vergelijking en de verticale dimensie juist meer ziet als een aanvullend criterium.⁴⁸ Hierdoor zal mijns inziens weinig positieve werking uitgaan van deze Duitse oplossing. Nederland

45 In de regel zullen er minimaal drie ex ante bezoldigingsniveaus zijn. Het ligt mijns inziens voor de hand om in ieder geval aan te geven waarom de pay ratio bij toekenning en/of uitkering van een gemiddelde en een maximale variabele bezoldiging geschikt wordt geacht.

46 Het verhogen van de bezoldiging van een bestuurder op grond van een daadwerkelijk outside opportunity kan een goede reden hiertoe zijn.

47 §87 abs. 1 AktG.

48 Deutscher Bundestag, Bundestage-Drucksage 16/13433, 17-6-2009, p. 10. Haar 2011, p. 494.

is naar mijn mening dan ook het meest gebaat bij een eigen vormgegeven pay ratio-regeling.

291. Resumerend

Het publiceren van een pay ratio kan een aanzet geven tot een significante verandering in de wijze waarop bezoldiging wordt vastgesteld. Deze pay ratio kan, wanneer deze wordt opgenomen in het bezoldigingsbeleid, als leidraad dienen voor een meer intern georiënteerde analyse van de ex ante hoogte van bestuurdersbezoldiging. Op die manier gaat de bezoldiging van bestuurders onderdeel uitmaken van de bezoldigingsstructuur van de onderneming als geheel, in plaats van dat het een meer geïsoleerd, abstract getal is. Een pay ratio-regeling kan dan ook tegenwicht bieden aan de (deels ongefundeerde) praktijk van het benchmarken en als intern anker dienen om het haasje-over-effect tegen te gaan. Hierdoor kan het een bijdrage leveren aan het verhelpen van het gesignaleerde marktfalen bij de vaststelling van de hoogte van de bezoldiging van bestuurders. De te behalen winst ziet niet alleen op het verminderen van het te veel betaalde bedrag aan de desbetreffende bestuurders, maar tevens op het tegengaan van een afname in productiviteit van werknemers en verhoging van eventuele kosten vanwege demotivatie en een verminderde moraal. Ook kan een vooraf vastgestelde pay ratio de onderhandelingspositie voor commissarissen versterken. De (potentiële) bestuurder weet bij het aangaan van de onderhandelingen dat een bepaalde pay ratio geldt waaraan de raad van commissarissen zich in beginsel heeft geconformeerd.⁴⁹ Slechts in uitzonderlijke gevallen zal worden afgeweken van de pay ratio zoals opgenomen in het bezoldigingsbeleid, op basis van de reële opportunity costs van een specifieke bestuurder. Tenslotte kan een krachtige nadruk op de interne beloningsverhoudingen ervoor zorgen dat de bestuurder bij het bepalen van de relatieve waarde van zijn bezoldiging eerder geneigd zal zijn om zijn blik intern te richten en hij zich meer verbonden zal voelen met de rest van de onderneming. Juist deze verbondenheid ontbrak de laatste jaren, hetgeen tot veel onvrede binnen ondernemingen heeft geleid. Op deze wijze zou een nieuwe openbaarmakingverplichting een bijdrage kunnen leveren aan een paradigmaverandering bij het bepalen van de ex ante hoogte van de bezoldiging van bestuurders.⁵⁰

49 Er zitten uiteraard ook nadelige kanten aan, aangezien daardoor de speelruimte van de raad van commissarissen wordt beperkt. Onder omstandigheden zal het dan ook mogelijk moeten zijn af te wijken van de pay ratio zoals opgenomen in het bezoldigingsbeleid.

50 Zie in gelijke zin de ingezonden brief van 4 december 2013 van Charles Elson en Craig Ferrere naar aanleiding van de consultatieronde van de SEC (te raadplegen op <https://www.sec.gov/comments/s7-07-13/s70713-582.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

Concluderend

292. Transparantie: afsluitende opmerkingen

Het eerste vennootschapsrechtelijke redmiddel waar naar gegrepen wordt bij een opleving van de beloningsonrust is transparantie. Met het invoeren van openbaarmakingsverplichtingen in de wet of in codes worden verschillende doelen nagestreefd, waaronder in het bijzonder (i) het verbeteren van de (interne en externe) controle en (ii) het beschermen van beleggers. Daarnaast worden deze transparantieverplichtingen veelal vormgegeven met nog een ander doel in het achterhoofd: (iii) het matigen van de (groei van) bestuurdersbeloningen.

De beloningsschandalen die volgden op de Grote Depressie hebben laten zien dat een bepaalde mate van openbaarheid over de bezoldiging van bestuurders onmisbaar is. De functieverbreding van bezoldiging heeft er daarnaast voor gezorgd dat zich een individualisering van de bezoldigingsinformatie in de onderzochte landen heeft voltrokken. Een consistente benadering van de vraag welke informatie noodzakelijk is om te geraken tot het verbeteren van de controle en het beschermen van beleggers schittert echter door afwezigheid. Hierdoor hebben de openbaarmakingsverplichtingen iets willekeurig. Onderzoek om vast te stellen welke bezoldigingsinformatie minimaal vereist is voor het uitoefenen van controle en het beschermen van beleggers is dan ook nodig.

Geconcludeerd kan verder worden dat tot op heden de matigende werking van de openbaarmakingsverplichtingen een illusie is gebleken. Slechts bij bepaalde excessen zorgt de openbaarheid van de toegekende bezoldiging voor een 'outrage constraint'. De rol van transparantie bij het oplossen van de kernproblemen die het bezoldigingsvraagstuk kent, acht ik daarom uiterst beperkt. Transparantie kan in die zin alleen een toegevoegde waarde hebben als daardoor een bewustwording optreedt bij de raad van commissarissen dat de huidige wijze van bezoldigen, dan wel de huidige wijze waarop de ex ante hoogte van de bezoldiging wordt bepaald, aanpassing verdient. Niet te verwachten valt dat openbaarmakingsverplichtingen op een dusdanige manier kunnen worden ingezet dat afstand zal worden gedaan van de visie op de functie van bezoldiging als prikkel. Wel zie ik een mogelijkheid waarop transparantieverplichtingen in de toekomst kunnen bijdragen aan meer nadruk op het integreren van de interne beloningsopbouw bij het bepalen van de ex ante hoogte. Een pay ratio-regeling zoals recent aangenomen in de Verenigde Staten acht ik voor dit doel overigens ongeschikt. Een Nederlandse pay ratio-

regeling die raden van commissarissen aanzet tot het vormgeven van een bezoldigingsideologie die past bij de specifieke onderneming zou mijns inziens wel de deur kunnen openen naar minder nadruk op externe referentie en een rechtvaardiger bezoldigingsniveau.

HET VASTSTELLEN VAN DE BEZOLDIGING

293. Inleiding

De bemoeienis van de wetgever beperkt zich niet tot het introduceren van openbaarmakingsverplichtingen. Sinds het nieuwe millennium heeft steeds meer regelgeving het licht gezien die betrekking heeft op de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders. Er is in het bijzonder aandacht voor zogenaamde say-on-payregelingen. Dit fenomeen heeft zijn wortels in het Verenigd Koninkrijk en heeft zich vervolgens genesteld in andere landen, waaronder Nederland (2004), Duitsland (2009) en de Verenigde Staten (2010). Met deze regelingen wordt getracht het vaststellingsproces te beïnvloeden door te schuiven met de bevoegdheidsverdeling zonder in te grijpen in de vaststellingsvrijheid van de vennootschap.

In dit hoofdstuk zal ik beginnen met het geven van een uiteenzetting van de bevoegdheidsverdeling bij het benoemen en vaststellen van de bezoldiging van bestuurders in het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Duitsland, waarna ik in zal gaan op de say-on-payregelingen in de verschillende landen. Daarbij zullen tevens de relevante bepalingen uit de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn worden behandeld. Vervolgens zal aandacht worden besteed aan de bevoegdheidsverdeling zoals deze geldt in Nederland en de positie van Nederland ten opzichte van de drie onderzochte landen en de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn. Ter afsluiting zal ik ingaan op de mogelijkheden die deze vennootschapsrechtelijke regelingen bieden om de in het tweede deel gesignaleerde kernproblemen tegen te gaan.

De bevoegdheidsverdeling in de onderzochte landen

26.1 De bevoegdheidsverdeling in het Verenigd Koninkrijk

294. De benoeming van directors

Het vennootschapsrecht in het Verenigd Koninkrijk wordt gekenmerkt door het monistisch bestuursmodel oftewel een one-tier board. In het bestuur (board of directors) zitten zowel niet- uitvoerende (non-executive directors) als uitvoerende bestuurders (executive of managing directors). In de CA 2006 is geen expliciete bepaling opgenomen over wie bevoegd is tot het benoemen en ontslaan van de directors. Een regeling hierover dient te worden opgenomen in de statuten. Van oudsher wordt aangenomen dat bij afwezigheid van een dergelijke regeling de AVA bevoegd is.¹ In de modelstatuten wordt de bevoegdheid tot het benoemen van directors zowel aan de AVA als aan de board of directors verleend.² Een constitutioneel vereiste is wel dat de director de benoeming aanvaardt.³ Wordt een director benoemd door de board of directors, dan is in de statuten veelal de verplichting opgenomen dat hij voorgedragen dient te worden voor herbenoeming op de eerstvolgende jaarlijkse algemene vergadering.⁴ Slechts in uitzonderlijke gevallen wordt een voorgedragen director niet herkozen.⁵ Vervolgens worden de directors in

1 Woolf v East Nigel Gold Mining Co Ltd (1905) 21 TLR 660.

2 In art. 20 van de model articles of association is opgenomen: “Any person who is willing to act as a director, and is permitted by law to do so, may be appointed to be a director— (a) by ordinary resolution, or (b) by a decision of the directors.” De modelstatuten van een public company zijn te raadplegen via <https://www.gov.uk/guidance/model-articles-of-association-for-limited-companies> (laatst bezocht op 29 maart 2016). In sommige gevallen wordt de bevoegdheid tot het benoemen van een director eveneens aan de vennootschap verleend, zie bijvoorbeeld de articles of association van Royal Dutch Shell Plc. (2010), art. 82. Indien niets geregeld is, heeft de AVA een recht op het benoemen van de directors, maar deze bevoegdheid kan worden uitgesloten in de statuten, zie Blair Open Hearth Furnace Co Ltd v Reigart (1913) 108 LT 665; French, Mayson & Ryan 2016-2017, p. 439.

3 Re British Empire Match Co Ltd (1888) 59 LT 291.

4 Zie art. 21 van de modelstatuten.

5 Als voorbeeld van directors die niet werden herbenoemd wordt veelal gewezen naar de algemene vergadering van Manchester United van 2004 waar meerderheidsaandeelhouder Malcolm Glazer ervoor zorgde dat drie directors het veld moesten ruimen. Dergelijke

beginsel om de drie jaar voor herbenoeming voorgedragen aan de algemene vergadering.⁶

295. Directors' service contract

In de CA 2006 is de verplichting opgenomen dat alle overeenkomsten die zijn gesloten met directors (directors' service contracts) bij de vennootschap ter inzage moeten liggen.⁷ Is een dergelijke overeenkomst niet schriftelijk overeengekomen, dan dient een geschreven memorandum beschikbaar te zijn waarin de afspraken zijn opgenomen. Uitdrukkelijk is bepaald dat het begrip 'directors' service contract' niet beperkt is tot diensten die buiten de gewone taken van directors vallen.⁸ Ook een 'letter of appointment', waarin de aanstelling van de director is opgenomen, is aan te merken als een directors' service contract.⁹ Iedere director heeft op grond van de CA 2006 aldus een op schrift gestelde overeenkomst.

296. De benoeming van een managing director

De bevoegdheid om een managing director te benoemen berust in de regel bij de board of directors. In de statuten is veelal opgenomen dat de directors "may undertake any services for the company that the directors decide."¹⁰ Op grond van een dergelijke bepaling wordt door de board een executive director aangewezen en een overeenkomst met de executive director aangegaan.¹¹ Daarbij speelt het

voorbeelden zijn uiterst schaars. Daarnaast houdt de director op basis van een eventueel contract recht op schadevergoeding.

6 Aanbevolen wordt in de UK Corporate Governance Code (2016), dat directors van FTSE-350 ondernemingen jaarlijks voor herverkiezing worden voorgedragen (B.7.1). Verder is opgenomen dat een director niet meer onafhankelijk is als hij langer dan 9 jaar in de board zit. Na een termijn van tweemaal drie jaar dient zijn aanstelling 'rigoureuus' bekeken te worden (B.2.3). Daarnaast moet een director die langer zit dan 9 jaar eveneens ieder jaar voor herbenoeming worden voorgedragen (B.7.1). De board moet uiteenzetten waarom een director voor herverkiezing wordt voorgedragen (B.7.2.).

7 Sec. 228 CA 2006.

8 Sec. 227 (2) CA 2006.

9 Sec. 227 (2) CA 2006.

10 Art. 23 lid 1 van de model articles of association. Deze modelstatuten zijn te raadplegen via <https://www.gov.uk/guidance/model-articles-of-association-for-limited-companies> (laatst bezocht op 29 maart 2016). Overigens is het ook mogelijk om op grond van die bepaling andere werkzaamheden te verrichten als director, bijvoorbeeld als technisch ingenieur. Zie Koster 2005, alinea 5.

11 Veelal zal een meer specifieke bepaling zijn opgenomen, zoals te vinden in de articles of association van Royal Dutch Shell Plc (2010), art. 91(A): "The board or any committee authorised by the board can appoint one or more directors to any executive position, on such terms and for such period as they think fit. They can also terminate or vary an

onderscheid tussen een 'contract of service' en een 'contract for services' een rol. De persoon die zijn diensten verleend op grond van een contract of service wordt aangemerkt als een werknemer. Een contract for services is vergelijkbaar met een overeenkomst van opdracht. Een director wordt als lid van de board of directors in beginsel niet aangemerkt als werknemer, maar als fiduciair of agent. In de praktijk kan hij vervolgens zowel een contract of service als een contract for services aangaan.¹²

297. Kwalificatie van de managing director¹³

De managing director heeft naast zijn positie als lid van de board eveneens een positie in het dagelijkse management en vervult aldus twee functies: als 'board-member' en als 'officer'.¹⁴ In de rechtspraak van het Verenigd Koninkrijk bestaat geen eenduidigheid over hoe deze twee hoedanigheden van de managing director precies moeten worden gekwalificeerd.¹⁵ Aan de ene kant wordt gesteld dat hij een 'ordinary director' is aan wie bepaalde speciale bevoegdheden zijn verleend.¹⁶ Andere rechters zijn de mening toegedaan dat een managing director twee van elkaar te onderscheiden functies vervult: die van manager en die van director.¹⁷ Ter onderbouwing hiervan wordt gesteld, dat "[...] the two positions, that of director and that of manager, involve different qualifications, duties and responsibilities."¹⁸

appointment at any time. The board or any committee authorised by the board will decide how much remuneration a director appointed to an executive office will receive (whether as salary, commission, profit share or any other form of remuneration) and whether this is in addition to or in place of his fees as a director."

12 Zie ook Koster 2005, alinea 5.

13 De uitvoerende bestuurder kent verschillende benamingen, waaronder managing director, executive officer en executive director.

14 De voorzitter van de board is de Chairman. De voorzitter van het dagelijks management is de CEO. Beide functies mogen in het Verenigd Koninkrijk niet vervuld worden door een en dezelfde persoon.

15 French, Mayson & Ryan 2016-2017, p. 456. Een director 'is holding an office' en is geen werknemer van de vennootschap. De benoeming van een persoon tot director "does not in itself form any contract between the person and the company". Zie *Newtherapeutics Ltd v Katz* (1991) CH 226; French, Mayson & Ryan 2011, p. 454.

16 *Re Newspaper Proprietary Syndicate Ltd* (1900) 2 Ch 349; French, Mayson & Ryan 2016-2017, p. 456.

17 *Anderson v James Sutherland (Peterhead) Ltd* (1941) SC 203, p. 217.

18 *Southern Foundries (1926) Ltd v Shirlaw* (1940) AC 701; French, Mayson & Ryan 2016-2017, p. 456.

Lord Normand overweegt hierover in *Anderson v James Sutherland (Peterhead) Ltd*:

“I find nothing in the speeches of the majority which implies that the functions of a director and of a managing director are the same. In my opinion therefore the managing director has two functions and two capacities. [...] As managing director he is a party to a contract with the company and this contract is a contract of employment; more specifically I am of the opinion that it is a contract of service and not a contract for services. There is nothing anomalous in this; indeed it is a commonplace of law that the same individual may have two or more capacities, each including special rights and duties in relation to the same thing or matter or in relation to the same persons.”¹⁹

De reden voor de uiteenlopende visies ligt onder meer in het feit dat de positie van de managing director niet zozeer gedefinieerd wordt door het vennootschapsrecht maar door de statuten van de vennootschap, de overeenkomst met de bestuurder en de invulling die de bestuurder zelf geeft aan de functie. “A managing director’s role can vary from autocrat to hired functionary.”²⁰

298. Directors’ remuneration

Opgemerkt zij dat een director zijn functie als lid van de board in beginsel onbezoldigd vervult, tenzij expliciet enige vorm van bezoldiging is overeengekomen. Deze regel volgt uit *Hutton v. West Cork Railway Co.* en doet nog steeds opgeld:

“A director is not a servant. He is a person who is doing business for the company, but not upon ordinary terms. It is not implied from the mere fact that he is a director, that he is to have a right to be paid for it.”²¹

De ratio achter dit uitgangspunt is nader uiteengezet in *Re George Newman & Co.*

“Directors have no right to be paid for their services, and cannot pay themselves or each other, or make presents to themselves out of the company’s assets, unless authorized to do so by the instrument which regulates the company or by the shareholders at a properly convened meeting.”²²

Vorenstaande zorgt ervoor dat de rechter in het Verenigd Koninkrijk terughoudend is bij het ingrijpen in de bezoldiging van directors. Is in de statuten van de vennoot-

19 *Anderson v James Sutherland (Peterhead) Ltd* (1941) SC 203, p. 217.

20 French, Mayson & Ryan 2010-2011, p. 451.

21 *Hutton v. West Cork Railway Co.* (1883) 23 ChD 654, 672.

22 *Re George Newman & Co.*, 1895, 1 Ch. 674, 686. Aan deze redenering liggen ten grondslag de ‘fiduciary duties’ van de bestuurders.

schap uiteengezet hoe de bezoldiging van directors dient te worden vastgesteld, dan zal een rechter bij het ontbreken van een bezoldiging niet zelf een bedrag vaststellen. De rechter kent in de regel dus ook geen ‘quantum meruit’ of een ‘equitable allowance’ aan directors toe.²³

In de praktijk wordt bij beursgenoteerde vennootschappen zonder uitzondering een vergoeding voor de directors overeengekomen. Het uitgangspunt is dat daarvoor de goedkeuring nodig is van de AVA, tenzij hierover in de statuten een bepaling is opgenomen.²⁴ Sinds lange tijd is het gebruikelijk dat in de statuten is bepaald dat de bevoegdheid voor het vaststellen van de bezoldiging van directors bij de board zelf ligt.²⁵ Wordt over de bezoldiging van een director besloten, dan is het de desbetreffende director wel verboden mee te stemmen over zijn eigen bezoldiging.

299. Executive remuneration

Naast de vergoeding uit hoofde van zijn lidmaatschap van de board komt de executive director in de regel een aanvullende (of vervangende) bezoldiging overeen met de vennootschap in zijn hoedanigheid van officer. Deze bezoldiging wordt opgenomen in de overeenkomst met de vennootschap.²⁶ Ook ten aanzien van het aangaan van deze overeenkomst is het gebruikelijk dat de bevoegdheid statutair toekomt aan de board of directors.²⁷ Van oudsher ligt de bevoegdheid tot het vaststellen van de bezoldiging van uitvoerende bestuurders in beginsel dus bij de algemene vergadering, maar in de praktijk is deze bevoegdheid de algemene vergadering geheel ontnomen.²⁸

300. Remuneratiecommissie

Om eventuele belangenconflicten zoveel mogelijk tegen te gaan, is in de UK Corporate Governance Code (hierna: UK Code) ervoor gekozen om bij het vaststel-

23 Re Richmond Gate Property Co Ltd (1965) 1 WLR 335; Guinness Plc v Saunders (1990) 2 AC 663.

24 Dit volgt onder meer uit Re George Newman & Co., 1895, 1 Ch. 674, 686.

25 Zie in dit geval art. 23 lid 2 van de model articles of association (2013) waarin is opgenomen: “Directors are entitled to such remuneration as the directors determine—(a) for their services to the company as directors, and (b) for any other service which they undertake for the company”. De modelstatuten van een public company zijn (te raadplegen op <https://www.gov.uk/guidance/model-articles-of-association-for-limited-companies> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

26 Voor een overeenkomst van meer dan twee jaar is goedkeuring nodig van de algemene vergadering, zie Sec. 188 CA 2006.

27 Meer specifiek aan de remuneratiecommissie, waarover verderop meer.

28 Behoudens het later te bespreken recht op say-on-pay.

len van de bezoldiging toch een min of meer dualistisch bestuursmodel creëren.²⁹ In de UK Code 2016 is opgenomen dat de bevoegdheid tot het aangaan van de overeenkomst gedelegeerd dient te worden aan een remuneratiecommissie. De taak van deze commissie is om zeker te stellen dat de bezoldigingsafspraken de strategische doelstellingen van de onderneming ondersteunen en de onderneming in staat stellen om bestuurders aan te trekken, te motiveren en te behouden. Daarbij dient de remuneratiecommissie de interne beloningsverhoudingen niet uit het oog te verliezen.³⁰

De remuneratiecommissie bestaat minimaal uit drie onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders.³¹ In aanvulling hierop mag de voorzitter van de board of directors deel uitmaken van de remuneratiecommissie, mits de voorzitter als onafhankelijk werd gezien op het moment van zijn benoeming als voorzitter. De voorzitter van de board of directors mag niet de voorzitter zijn van de remuneratiecommissie.³² De remuneratiecommissie dient verantwoordelijk te zijn voor het benoemen van beloningsadviseurs. Verder moet de voorzitter van de remuneratiecommissie door de voorzitter van de board of directors in staat worden gesteld om contact te onderhouden met de belangrijkste aandeelhouders over de bezoldiging van de uitvoerende bestuurders.³³

Daarnaast wordt in het Verenigd Koninkrijk al vroeg gekozen voor het introduceren van een say-on-pay om de invloed van de aandeelhouders op de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders te versterken, ook wanneer de vaststellingsbevoegdheid statutair bij de board of directors is neergelegd.

301. Say-on-pay in het Verenigd Koninkrijk

Er is een lange weg afgelegd voordat het Verenigd Koninkrijk als eerste land overging tot het invoeren van een say-on-pay. De discussie over een dergelijke regeling

29 Een eerste aanzet hiertoe werd gedaan in het Cadbury Report 1992, bepaling 4.42 (te raadplegen op <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

30 Principe D.1 UK Corporate Governance Code 2016.

31 D.2.1. en D.2.2. UK Corporate Governance Code 2016. Bij kleinere vennootschappen mag de remuneratiecommissie bestaan uit twee onafhankelijke *directors*. Het delegeren van de bevoegdheid dient statutair te geschieden. *Guinness Plc v. Saunders*, 1999, 2 A.C. 663.

32 De remuneratiecommissie gaat niet alleen over de bezoldiging van alle uitvoerende bestuurders, maar doet daarnaast aanbevelingen en overziet het niveau en de structuur van de bezoldiging van het senior management. Wat onder het senior management valt wordt bepaald door de *board of directors*. Daaronder valt in de regel in ieder geval de eerste laag onder het boardniveau.

33 Principe D.2 UK Corporate Governance Code 2016.

is terug te vinden in het Cadbury Report uit 1992. Een mogelijke invoering van een say-on-pay werd daar overwogen, maar de commissie verwierp een dergelijk voorstel om praktische redenen. Daarnaast achtte de commissie het voldoende dat aandeelhouders de mogelijkheid hebben hun ongenoegen over de bezoldiging van bestuurders te uiten op de algemene vergadering.³⁴ Een expliciete say-on-pay werd niet noodzakelijk geacht.

“The committee has received proposals for giving shareholders the opportunity to determine matters such as directors’ pay at general meetings, but does not see how these suggestions could be made workable. A director’s remuneration is not a matter which can sensibly be reduced to a vote for or against; were the vote to go against a particular remuneration package, the board would still have to determine the remuneration of the director concerned.”³⁵

In het daarop volgende Greenbury Report (1995) is eenzelfde gedachtegang te ontwaren. Volgens deze commissie gaat de interesse van aandeelhouders op de algemene vergadering niet uit naar de bezoldiging van bestuurders, maar naar de voortgang van de onderneming, de concurrentiepositie en het handelen van de bestuurders in het algemeen.³⁶ Als aandeelhouders toch hun bedenkingen hebben bij de bezoldiging van bestuurders dan kunnen zij deze aankaarten op de algemene vergadering, een eigen resolutie indienen, stemmen tegen de herverkiezing van leden van de remuneratiecommissie of, in extremis, stemmen tegen de jaarrekening.³⁷ De commissie zet wel de deur open voor een vrijwillige say-on-pay door te stellen dat het bestuur onder uitzonderlijke omstandigheden uiteraard zelf kan besluiten om het remuneratierapport ter stemming voor te leggen.³⁸

“We also think, however, that Boards of Directors and remuneration committees should feel free to put down a resolution approving the policy of the committee’s report if they believe that there are special circumstances which make this appropriate. If, for example, a company wishes to change radically its remuneration policies, or if its policies in this

34 Cadbury Report 1992, 4.45. “The Annual General Meeting provides the opportunity for shareholders to make their views on such matters as directors’ benefits known to their boards. It is the Committee’s view that shareholders can play a more, practical governance role by aiming to influence board policies in this way, than by seeking to make the detail of board decisions subject to their vote.”

35 Cadbury Report 1992, 4.43.

36 Greenbury Report 1995, 5.29 (te raadplegen op <http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

37 Greenbury Report 1995, 5.30.

38 Opgemerkt dient te worden dat het remuneratierapport zowel betrekking heeft op het bezoldigingsbeleid als de daadwerkelijke toepassing ervan. Ook de say-on-pay ziet derhalve op beide.

area have attracted controversy, the Board and the remuneration committee may think it right to seek explicit backing in this way from the shareholders.”³⁹

In het Hampel Report (1998) wordt nogmaals benadrukt dat het initiatief voor het vrijwillig ter stemming voorleggen van het remuneratierapport bij het bestuur ligt. Het invoeren van een verplichte say-on-pay acht de commissie niet opportuun.⁴⁰

Tijdens de millenniumwissel verandert de houding in het Verenigd Koninkrijk ten opzichte van een verplicht say-on-pay. Het uitblijven van vrijwillig door de board geïnitieerde say-on-paystemmingen en een algehele ontevredenheid over de toename van de bezoldiging van bestuurders leiden er in 2002 toe dat de ‘Directors’ Remuneration Report Regulations’ worden opgesteld.⁴¹ Deze Regulations schrijven voor dat jaarlijks een ‘Directors’ Remuneration Report’ moet worden openbaar gemaakt.⁴² De aandeelhouders dienen daarnaast in staat te worden gesteld jaarlijks in de algemene vergadering over het remuneratierapport te stemmen. De uitkomst van deze stemming moet worden aangemerkt als een niet-bindend advies aan de board of directors.⁴³ Met de invoering van deze regeling is het Verenigd Koninkrijk het eerste land met een niet-bindende say-on-pay.⁴⁴

39 Greenbury Report 1995, 5.31.

40 Hampel Report 1998, 4.21 (te raadplegen op <http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

41 De bezoldiging van bestuurders van de grote beursgenoteerde ondernemingen steeg met bijna 600% tussen 1979 en 1994. De pay ratio tussen de gemiddelde CEO en de ‘rank-and-file employee’ steeg van 1981 tot halverwege de jaren ‘90 van 11:1 naar 20:1. Cheffins & Thomas 2001, p. 4. Voorafgaand aan de invoering kwam het Department of Trade and Industry (DTI) overigens met twee consultatiedocumenten waarin DTI al een welwillendere houding aannam ten opzichte van het invoeren van een say-on-payregeling. Zie Directors’ Remuneration. A Consultative Document 1999 en Directors’ Remuneration. A Consultative Document 2001 (beide rapporten zijn te raadplegen op <http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2002/1986/contents/made> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

42 In het Greenbury report uit 1995 was overigens al een aanzet gegeven voor het openbaar maken van een remuneratierapport waarin zowel het bezoldigingsbeleid als de daadwerkelijk toegekende en uitgekeerde bezoldiging per individuele bestuurder openbaar gemaakt moest worden. Greenbury Report 1995, 5.4. Wel was opgenomen dat het remuneratierapport niet jaarlijks openbaar hoefde te worden gemaakt. Zie Greenbury Report 1995, 32.

43 In Sec. 234b CA 1985 werd de verplichting opgenomen jaarlijks een remuneratierapport openbaar te maken. In Sec 241A CA 1985 de say-on-pay. Bij de invoering van de CA 2006 werden de openbaarmakingsverplichtingen opgenomen in Deel 15, Hoofdstuk 6, Sec 420-422 en de say-on-pay in Deel 15, Hoofdstuk 9, Sec. 439-440.

44 Zoals opgemerkt ziet het remuneratierapport zowel op het bezoldigingsbeleid als de daadwerkelijke toepassing ervan. Ook de say-on-pay ziet derhalve op beide.

302. De Enterprise and Regulatory Act 2013

Lange tijd kan in het Verenigd Koninkrijk worden volstaan met de advisory vote over het remuneratierapport, welke als inspiratiebron zal dienen voor andere landen. De financiële crisis zorgt echter voor een evaluatie van de say-on-payregeling. De overtuiging overheerst dat de niet-bindende say-on-pay gefaald heeft.⁴⁵ Gezocht wordt naar het versterken van de positie van de aandeelhouders, waarbij de aandacht in het bijzonder uitgaat naar de vraag of de verplichte, adviserende say-on-pay niet een meer bindend karakter moet krijgen. In het Walker-Review uit 2009 wordt hiertoe een aanzet gedaan. Voorgesteld wordt om vennootschappen te verplichten de herverkiezing van de voorzitter van de remuneratiecommissie op de agenda te plaatsen, wanneer minder dan 75% voor het remuneratierapport zou stemmen.

“If the non-binding resolution on a remuneration committee report attracts less than 75 percent of the total votes cast, the chairman of the committee should stand for re-election in the following year irrespective of his or her normal appointment term.”⁴⁶

De Engelse wetgever neemt het voorstel van de commissie Walker uiteindelijk niet over. In de ‘Enterprise and Regulatory Reform Act 2013’ wordt gekozen voor een nieuwe benadering van de say-on-pay, waarbij een onderscheid wordt aangebracht tussen het stemmen over het bezoldigingsbeleid en over de daadwerkelijk toegekende en uitgekeerde bezoldiging. Als inspiratiebron voor deze nieuwe say-on-payregeling dient het Nederlandse model.⁴⁷

45 Department for Business, Innovation & Skills, Shareholder votes on directors’ remuneration: Impact assessment, BIS/12/967, mei 2012 (te raadplegen op <http://www.parliament.uk/documents/impact-assessments/IA12-014F.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)) (hierna: BIS 2012a). In dit rapport wordt onder meer ingegaan op een aantal zaken waarbij meer dan 30% van de aandeelhouders tegen het bezoldigingsbeleid stemde, maar dit niet leidde tot enige aanpassingen van de bezoldigingspakketten. Het ongenoegen van de aandeelhouders werd door de raad van bestuur naast zich neergelegd zonder een serieuze overweging eraan te wijden en zonder erover in gesprek te gaan.

46 Walker Review 2009, 7.38, Recommendation 36.

47 Zie het BIS 2012a, nr. 67. Een expliciete verwijzing naar het Nederlandse model is verder te vinden in de keuze voor het niet jaarlijks ter stemming voorleggen van de say-on-pay over het bezoldigingsbeleid. “There was strong support for the Dutch model of binding votes, in which the framework for remuneration is put to shareholders only when there are material changes. Both investors and companies thought this would be preferable to an annual vote as it would encourage long-term thinking and reduce burdens.” UK Department for Business Innovation & Skills, Directors’ Pay Consultation on Enhanced Shareholder Voting Rights, 20 juni 2012 (hierna: BIS 2012b), p. 5.

303. Say-on-pay: bezoldigingsbeleid

Sinds de inwerkingtreding van de Enterprise and Regulatory Reform Act 2013 is een expliciete goedkeuring van het bezoldigingsbeleid door de aandeelhouders vereist.⁴⁸ De vaststelling van het bezoldigingsbeleid door de aandeelhouders is bindend. Iedere toekenning van enige vorm van bezoldiging aan een bestuurder in strijd met het bezoldigingsbeleid is nietig, tenzij de specifieke bezoldiging expliciet is goedgekeurd door de aandeelhouders. Deze regel ziet eveneens op vertrekvergoedingen.⁴⁹ De nietigheid geldt ook voor bepalingen in een met de bestuurder gesloten overeenkomst die in strijd zijn met het bezoldigingsbeleid.⁵⁰

Een bezoldigingscomponent is in overeenstemming met het bezoldigingsbeleid wanneer in het bezoldigingsbeleid een bepaling voor toekenning van een dergelijke bezoldigingscomponent is opgenomen. Daarnaast moet de toekenning van de bezoldigingscomponent in lijn zijn met deze bepaling in het bezoldigingsbeleid.⁵¹ Betalingen die zijn verricht in strijd met het bezoldigingsbeleid kunnen worden teruggevorderd van de bestuurder.⁵² Indien niet het gehele bedrag kan worden teruggevorderd kunnen de directors die de betalingen hebben goedgekeurd voor het tekort aansprakelijk worden gehouden.⁵³

Alle beursgenoteerde vennootschappen waren verplicht het bezoldigingsbeleid ter goedkeuring voor te leggen op de eerste jaarlijkse algemene vergadering na 1 oktober 2013. Daarna dient de algemene vergadering tenminste eens in de drie jaar in de gelegenheid te worden gesteld te stemmen over het bezoldigingsbeleid. Indien tussentijds een nieuw bezoldigingsbeleid wordt geïntroduceerd of een

48 Oorspronkelijk was voorgesteld om aandeelhouders een jaarlijkse bindende say-on-pay te geven over het bezoldigingsbeleid, een jaarlijkse niet-bindende say-on-pay over de implementatie van het goedgekeurde bezoldigingsbeleid en een bindende say-on-pay over vertrekvergoedingen die boven het equivalent van één jaarsalaris uitkomen. Zie BIS 2012b.

49 Zie de Enterprise and Regulatory Reform Act 2013 (te raadplegen op <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2013/24/part/6/crossheading/payments-to-directors-of-quoted-companies/enacted> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

50 Zie de Q&A (vraag 43) bij de Enterprise and Regulatory Reform Act 2013 (te raadplegen op https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/158048/13-727-directors-remuneration-reforms-faq.pdf (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

51 Zie de Q&A (vraag 30) bij de Enterprise and Regulatory Reform Act 2013.

52 In beginsel is daartoe bevoegd het bestuur, maar mocht het bestuur daar niet toe overgaan, dan kunnen de aandeelhouders ook een actie tot terugvordering instellen.

53 De director staat een disculpatiemogelijkheid ter beschikking wanneer er sprake is van een 'honest mistake'. Zie de Q&A (vraag 44, 45 en 46) bij de Enterprise and Regulatory Reform Act 2013.

aanpassing wordt gedaan aan een bestaand bezoldigingsbeleid, zal opnieuw goedkeuring moeten worden gevraagd aan de algemene vergadering.⁵⁴

304. Say-on-pay: implementation report

Naast het vaststellen van het bezoldigingsbeleid door de algemene vergadering blijft de verplichting bestaan om de aandeelhouders jaarlijks te laten stemmen over de daadwerkelijk toegekende en uitgekeerde bezoldiging (de uitvoering van het bezoldigingsbeleid). Aan het ontbreken van een dergelijke goedkeuring is een consequentie verbonden. De toekenning of uitkering van een individuele bezoldiging van een bestuurder is niet afhankelijk van de uitkomst van de stemming over de toepassing van het bezoldigingsbeleid zoals opgenomen in het remuneratierapport. In zoverre draagt deze say-on-pay het karakter van een advies. Als echter in een bepaald jaar, waarin niet over het bezoldigingsbeleid gestemd wordt, het remuneratierapport niet wordt goedgekeurd, dan is de vennootschap verplicht in het volgende jaar haar bezoldigingsbeleid ter goedkeuring voor te leggen aan de algemene vergadering.⁵⁵

Tenslotte geldt voor de say-on-pay zowel over het bezoldigingsbeleid als het remuneratierapport dat het aantal aandeelhouders dat in het voorafgaande boekjaar voor en tegen heeft gestemd (inclusief het aantal stemonthoudingen) openbaar dient te worden gemaakt, evenals de redenen waarom aandeelhouders tegen hebben gestemd (indien bekend) en iedere actie die de remuneratiecommissie sindsdien heeft ondernomen.⁵⁶

305. Say-on-pay: share schemes & LTIP

Naast vorengenoemde say-on-payregelingen is ook een soortgelijke regeling opgenomen in de Listing Rules van de FCA. Voor bepaalde ‘incentive schemes’, waarbij aandelen worden toegekend aan bestuurders en werknemers, is goedkeuring door de AVA verplicht gesteld.⁵⁷ De vennootschap moet er zorg voor dragen dat een dergelijk lange termijn plan met een gewone meerderheid wordt goedgekeurd door de AVA voordat het wordt aangenomen.⁵⁸ Er zijn echter enkele uitzonderingen

54 Zie de Enterprise and Regulatory Reform Act 2013; Zie de Q&A (vraag 13) bij de Enterprise and Regulatory Reform Act 2013.

55 Zie de Enterprise and Regulatory Reform Act 2013; Zie de Q&A (vraag 11) bij de Enterprise and Regulatory Reform Act 2013. Recent ontving bijvoorbeeld BP een negatieve say-on-pay.

56 Accounts and Reports Regulations 2013, Schedule 8, sec. 23.

57 LR 9.4.1.R.

58 Zie hierover tevens best practice D.2.4 UK Corporate Governance Code (2016).

die gelden, zoals bijvoorbeeld voor Long Term Incentive Plans (LTIP's) die zijn bedoeld om een bestuurder aan te trekken of te behouden.⁵⁹ Hierdoor boet deze say-on-pay enigszins in aan kracht.

306. Say-on-pay: loss of office

Een beloning wegens het vertrek van een bestuurder mag niet 'voluntary' worden toegekend of uitgekeerd zonder voorafgaande goedkeuring door de AVA. Dit geldt niet alleen voor beloningen die worden toegekend of uitgekeerd door de vennootschap zelf, maar ook voor beloningen die worden toegekend of uitgekeerd door iemand vanwege een overname van de onderneming of dochteronderneming of een overname van de aandelen in de vennootschap of een dochtervennootschap.⁶⁰ De voorgestelde beloning moet openbaar worden gemaakt aan de aandeelhouders. Wordt de beloning alsnog uitgekeerd zonder goedkeuring van de aandeelhouders dan wordt ervan uitgegaan dat de beloning wordt gehouden 'on trust' voor (i) de vennootschap, of (ii) voor de vennootschap wier onderneming wordt verkocht, of (iii) voor personen die hun aandelen hebben overgedragen naar aanleiding van het overnamebod.⁶¹ Iedere director die een dergelijke beloning heeft toegestaan is hoofdelijk aansprakelijk voor iedere schade die daardoor wordt geleden.⁶²

Als uitzondering geldt dat geen goedkeuring nodig is voor beloningen die worden uitgekeerd op basis van een juridische verplichting.⁶³ Daarnaast is ook geen goedkeuring nodig als de beloning kan worden aangemerkt als een schikking van een vordering, welke vordering voortvloeit uit het beëindigen van de aanstelling. Tenslotte wordt nog een uitzondering gemaakt voor gevallen waarin de beloning kan worden aangemerkt als een pensioen in relatie tot verleende diensten.

59 LR. 9.4.2.(2).R. In het bestuursverslag dienen details over een dergelijke regeling wel openbaar gemaakt te worden. Zie LR 9.4.3.R.

60 Sec. 217 (1), 218 (1) en 219 (1) CA 2006. Voor een beloning van een dochtervennootschap aan een director van de moedervennootschap is goedkeuring nodig van de aandeelhouders van beide vennootschappen, tenzij de moedervennootschap alle aandelen in de dochtervennootschap bezit, zie Sec. 217 (2) en (4)b CA 2006. Bij een overname van de aandelen moeten alle 'relevante aandeelhouders' in de gelegenheid worden gesteld om te stemmen. Dat zijn de aandeelhouders aan wie het bod is gericht, evenals andere aandeelhouders die dezelfde soort aandelen bezitten (Sec 219 (1) en (3) CA 2006). Degene die het bod heeft uitgebracht mag niet stemmen, noch iemand die nauw met de bieder verbonden is (zie hierover Sec. 219 (4) jo 988 CA 2006).

61 Sec. 222 (1), (2) en (3) CA 2006.

62 Sec. 222 (1) (b) CA 2006.

63 Tenzij deze verplichting tot stand is gekomen naar aanleiding van de in Sec 217 t/m 219 CA 2006 genoemde gevallen (de verkoop van de onderneming of vanwege een overnamebod).

307. Say-on-pay in de praktijk

Sinds de nieuwe say-on-payregelingen in 2013 van kracht zijn geworden, hebben de meeste beursgenoteerde vennootschappen brede steun ontvangen van hun aandeelhouders voor hun bezoldigingsbeleid en remuneratierapport. Gemiddeld stemt op een aandeelhoudersvergadering 93% voor het beleid of rapport. Tot eind 2016 is slechts bij één vennootschap het bezoldigingsbeleid afgekeurd. Verder heeft in zes gevallen de stemming over het remuneratierapport geresulteerd in een negatief advies aan de board of directors.⁶⁴

De nieuwe regelgeving lijkt bepaalde neveneffecten te sorteren. Zo zijn er indicaties dat vennootschappen transparanter zijn geworden over de aard van de prestatiedoelstellingen voor jaarlijkse bonussen. Ook is in bepaalde gevallen een proactieve houding te zien van institutionele beleggers die richtlijnen ontwerpen waarin zij hun verwachting over een herzien bezoldigingsbeleid kenbaar maken aan ondernemingen.⁶⁵

308. Say-on-pay: initiatieven

In het Verenigd Koninkrijk zijn eind 2016 verschillende wijzigingen en aanvullingen van de huidige say-on-payregelingen ter consultatie voorgelegd.⁶⁶ Een eerste mogelijkheid waaraan wordt gedacht is om de aandeelhoudersvergadering een bindende stem te geven over alle of sommige elementen van de bezoldiging van bestuurders, zoals de korte termijn bonus, de lange termijn variabele beloning en een voorgestelde verhoging van het basissalaris van de bestuurder.⁶⁷ Een tweede optie is het introduceren van strengere consequenties voor een vennootschap wanneer de adviesstem over het remuneratierapport negatief is. Gedacht kan worden aan een bindende stem over het volgende remuneratierapport. Ook kan een consequentie zijn dat het nieuwe bezoldigingsbeleid met minimaal 75% van de stemmen

64 Verder blijkt dat gemiddeld tussen de 29% (FTSE 100 en FTSE 250) en 39% (FTSE small cap) van de aandeelhouders niet stemt over deze onderwerpen.

65 Green Paper: Corporate Governance Reform, BEIS, november 2016, p. 19 e.v.

66 Zie voor deze opties Green Paper: Corporate Governance Reform, BEIS, november 2016, p. 22 t/m 24.

67 “Option (i): Make all or some elements of the executive pay package subject to a binding vote. This could be the full remuneration report or refer only to variable pay elements of the pay award (such as the annual bonus, the Long-Term Incentive Plan and any proposed increase in basic salary). It could be applied annually to all companies or only to companies that have encountered significant shareholder opposition to the remuneration report.”

moet worden aangenomen.⁶⁸ Een derde optie die wordt overwogen, is het aanmoedigen van beursgenoteerde ondernemingen om in het bezoldigingsbeleid een plafond op te nemen voor de totale bezoldiging. Wanneer dit plafond wordt doorbroken, is een bindende goedkeuring nodig van de aandeelhoudersvergadering.⁶⁹ Een andere optie is het vaker houden van de bindende stemming over het bezoldigingsbeleid dan eens in de drie jaar of om aandeelhouders in de gelegenheid te stellen tot het nemen van het initiatief tot een dergelijke stemming.⁷⁰ Als vijfde optie is tenslotte voorgesteld nader uiteen te zetten in de UK Code hoe ondernemingen met aandeelhouders in overleg moeten treden over de bezoldiging van bestuurders, onder meer in het geval waarin door de AVA een negatieve stem over het remuneratierapport is uitgebracht.⁷¹

26.2 De bevoegdheidsverdeling in de Verenigde Staten

309. Benoeming van directors

In de Verenigde Staten heeft iedere staat zijn eigen vennootschapsrecht.⁷² Desalniettemin zijn de vennootschapsrechtelijke regels over de benoeming en bezoldiging van bestuurders van de verschillende staten redelijk uniform.⁷³ Het monistisch bestuursmodel is in de Verenigde Staten leidend. De vennootschap kent een board of directors waarin zowel niet-uitvoerende ('outside' of 'non-executive directors')

68 "Option (ii): Introduce stronger consequences for a company losing its annual advisory vote on the remuneration report."

69 "Option (iii): Require or encourage quoted company pay policies to (a) set an upper threshold for total annual pay (from all elements of remuneration), and (b) ensure a binding vote at the AGM where actual executive pay in that year exceeds the threshold."

70 "Option (iv): Require the existing binding vote on the executive pay policy to be held more frequently than every three years, but no more than annually, or allow shareholders to bring forward a binding vote on a new policy earlier than the mandatory three year deadline."

71 "Option (v): Strengthen the Corporate Governance Code to provide greater specificity on how companies should engage with shareholders on pay, including where there is significant opposition to a remuneration report."

72 De hoofdregel is in de Verenigde Staten is, dat alle bevoegdheden bij de individuele staten berusten, tenzij bepaalde bevoegdheden aan de federale overheid zijn toegekend (zie Amendment 10 van de U.S. Constitution).

73 Belangrijke redenen voor deze uniformiteit zijn de dominantie van het recht van de Staat Delaware en de hoge mate van acceptatie van de Model Business Corporation Act (hierna: MBCA). Het recht van de Staat Delaware en de MBCA kunnen worden gezien als de belangrijkste rechtsbronnen voor 'het vennootschapsrecht' op staatsniveau. In dit hoofdstuk zal ik mij hiertoe beperken.

als uitvoerende bestuurders ('inside' of 'executive directors') zitting hebben.⁷⁴ In de regel worden deze directors gekozen door de aandeelhouders. Daarbij is het uitgangspunt een aanstellingsperiode van één jaar, waardoor iedere director jaarlijks herkozen moet worden.⁷⁵ Kent de vennootschap een 'staggered board' dan worden de directors verdeeld in twee of drie groepen, waarbij jaarlijks één van de groepen voor herbenoeming in aanmerking komt.⁷⁶

In theorie lijken de aandeelhouders dus een beslissende stem te hebben over de aanstelling van directors. In werkelijkheid ligt de macht om een director te kiezen bij de board of directors, omdat hij het proces rondom de (her)benoeming van een (potentiële) director beheerst. Zo beslist de board wie wordt voorgedragen voor (her)benoeming. Vanwege de afwezigheid van tegenkandidaten betekent een voordracht in de regel dat de persoon wordt (her)benoemd.⁷⁷ Bebchuk schrijft dan ook: "By and large, directors nominated by the company run unopposed and their election is thus guaranteed. The key for a director's re-election is remaining on the firm's slate."

Eén van de redenen voor de gegarandeerde (her)benoeming van de door de board voorgedragen directors, is dat aandeelhouders veelal gebruikmaken van een 'proxy card' waarmee zij een ander (vaak de CEO of een andere senior executive) een volmacht geven om namens hen te stemmen. Op deze proxy kaart staat een lijst met de genomineerde directors. De aandeelhouder hoeft slechts het hokje 'for all' aan te kruisen, de kaart te voorzien van datum en handtekening en terug te sturen naar de vennootschap om ervoor te zorgen dat namens hem voor de directors wordt gestemd. Verder biedt de proxy kaart

74 In de Verenigde Staten wordt ook onderscheid gemaakt tussen de Chairman als voorzitter van de board of directors en de CEO als voorzitter van het management. De regel dat beide functies niet mogen worden vervuld door een en dezelfde persoon geldt hier niet.

75 Bebchuk stelt hierover: "Under existing arrangements, elections are held each year, but they are held under arrangements that make it difficult for shareholders to replace directors. Having frequent elections is of little significance if they do not offer a genuine opportunity to replace the incumbents. Having 'real' elections less often would be superior to having annual elections under arrangements that make it difficult for challengers to run and win." Bebchuk 2007, p. 120.

76 Zie de RMBCA Chapter 8 (in het bijzonder §8.03(c), §8.05(b & d), §8.06 en §8.10).

77 Vaak is de benoeming afhankelijk van een 'plurality of votes'. De director met de meeste stemmen wordt benoemd. Aangezien er echter geen tegenkandidaten zijn, ontvangen de door de board of directors voorgedragen bestuurders gegarandeerd de meeste stemmen. Vanwege kritiek op de 'plurality of votes' wordt steeds vaker gekozen voor een 'majority of votes'. Aandeelhouders worden zo in de gelegenheid gesteld om tegen de (her)benoeming van een bepaalde kandidaat te stemmen. Uit een onderzoek van Sjostrom en Kim blijkt echter dat de wijze van benoemen op een dusdanige manier wordt ingericht dat de board of directors alsnog de facto bepaalt of de bestuurder wordt (her)benoemd of niet. Zie hierover onder andere Sjostrom & Sang Kim 2007, p. 464 e.v.

per voorgedragen kandidaat (verplicht) de mogelijkheid dat de aandeelhouder zich onthoudt van stemmen. Een aandeelhouder kan zodoende zijn onvrede over een kandidaat uiten door zijn stem te onthouden, maar hierdoor wordt niet voorkomen dat de director wordt benoemd.

In de regel ontbreken op de proxy kaart andere kandidaten dan degenen die door de board of directors zijn voorgedragen. Dit laat onverlet dat een aandeelhouder zelf een campagne kan starten om een tegenkandidaat voor te dragen. Het bestuur hoeft deze tegenkandidaat echter niet op te nemen op de proxy kaart die wordt verstuurd namens de vennootschap. De aandeelhouder zal dus zelf een proxy kaart moeten ontwerpen en naar alle andere aandeelhouders moeten versturen waardoor dit een tijdrovende en kostbare exercitie wordt.⁷⁸ In de praktijk komt zo iets dan ook zelden voor wanneer het gaat om de (her)benoeming van directors.⁷⁹ Wel zijn er ontwikkelingen gaande waardoor (maximaal een groep van twintig) aandeelhouders die drie jaar lang minimaal drie procent aan aandelen bezitten het recht krijgen een director voor te dragen. Op dit moment wordt deze mogelijkheid door enkele beursgenoteerde vennootschappen vrijwillig, althans onder druk van de aandeelhouders, gegeven. Een regeling in de Dodd-Frank Act die hierop moest zien is met succes aangevochten.⁸⁰

310. Benoeming van executive directors

Formeel berust de bevoegdheid tot het nemen van de belangrijkste ondernemingsbeslissingen bij de gehele board of directors. In de praktijk houdt de board zich niet bezig met de dagelijkse bedrijfsvoering, maar wordt deze bevoegdheid gedelegeerd aan de officers van de onderneming. Deze officers worden door de board of directors benoemd.⁸¹ Een aantal officers, zoals de CEO, is doorgaans lid van de board of directors en wordt aangemerkt als executive director. Naast het delegeren van de dagelijkse leiding aan de officers kan de board of directors ook een bepaalde bevoegdheid delegeren aan een subcommissie.

311. Executive remuneration

De bezoldiging die wordt ontvangen in de hoedanigheid van director is te onderscheiden van de bezoldiging die wordt ontvangen als officer. Het is voornamelijk de bezoldiging die gerelateerd is aan de taak als executive officer waar de beloningsdiscussie zich op richt.

78. Sjoström & Sang Kim 2007, p. 464 e.v.

79. Zie hierover Bebchuk 2007.

80. Zie <http://fd.nl/ondernemen/1099139/aandeelhouder-in-vs-mag-meepraten-over-raad-van-bestuur> (laatst geraadpleegd op 5 augustus 2017).

81. Een deel van deze top executives, waaronder in ieder geval de CEO, heeft in zijn hoedanigheid van executive director zitting in de board of directors. Niet alle executive officers hoeven echter deel uit te maken van de board of directors.

Het uitgangspunt is dat de directors in beginsel geen bezoldiging ontvangen, tenzij expliciet overeengekomen (hetgeen tegenwoordig gebruikelijk is). Deze gedachte stamt nog uit de tijd dat de directors veelal bestonden uit alleen (groot)aandeelhouders, waardoor hun beloning bestond uit koerswinsten. In de loop der tijd is het aantal directors dat geen aandeelhouder is toegenomen. Tegenwoordig is het dan ook gebruikelijk dat expliciet een vergoeding wordt overeengekomen waar de directors recht op hebben. Deze vergoeding hangt onder meer af van het aantal bijeenkomsten per jaar evenals het zitting hebben in een van de subcommissies (denk aan de remuneratiecommissie, nominatiecommissie en auditcommissie).

Evenals in het Verenigd Koninkrijk wordt de bevoegdheid tot het vaststellen van de bezoldiging van directors in de regel statutair toegekend aan de board of directors en vervolgens gedelegeerd aan een remuneratiecommissie. Ook in de Verenigde Staten bestaat deze commissie veelal uit drie of meer onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders.⁸² De board of directors, dan wel de remuneratiecommissie, is eveneens bevoegd de bezoldiging van de CEO en andere top executives vast te stellen en namens de vennootschap een overeenkomst met de desbetreffende officer te sluiten.

312. Say-on-pay in de Verenigde Staten

Als reactie op de financiële crisis is op federaal niveau de Dodd-Frank Act aangenomen. Op grond van deze wet heeft de SEC diverse nieuwe regelgeving ontplooid die betrekking heeft op de bezoldiging van bestuurders. Een van de belangrijkste nieuwe regels is het introduceren van een say-on-payregeling in 2011 om de invloed van de aandeelhouders op de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders te versterken.

De SEC heeft zich bij het vormgeven van de say-on-payregeling in de Verenigde Staten laten inspireren door de regeling van het Verenigd Koninkrijk uit 2002. Het fenomeen say-on-pay was in de Verenigde Staten zelf overigens niet geheel nieuw. Op grond van SEC Rule 14a-8 kunnen aandeelhouders een 'precatory shareholder resolution' indienen.⁸³ Vanaf 2006 wordt door institutionele beleggers in toenemende mate gebruik gemaakt van dergelijke shareholder proposals om meer

82 In de Listing Rules van de NYSE en de NASDAQ zijn verplichtingen hierover opgenomen.

83 Deze resolutie wordt aangemeld bij de SEC, die vervolgens kan besluiten om een 'no-action letter' af te geven aan de onderneming waarin de SEC aangeeft geen actie te ondernemen wanneer de onderneming het voorstel terzijde stelt.

invloed te krijgen op de bezoldiging van bestuurders.⁸⁴ Een van de belangrijkste redenen voor een groei in dergelijke precatory proposals was de positieve houding die de SEC aannam om dergelijke say-on-payvoorstellen te stimuleren. In 2008 komt deze houding expliciet naar voren in de speech van SEC-commissaris John W. White: “An example of a significant social policy issue is executive compensation. Thus, the staff decided some time ago that so-called ‘say on pay’ proposals generally could not be excluded as relating to ordinary business.”⁸⁵ De toename van door aandeelhouders geïnitieerde say-on-pay proposals leidt uiteindelijk tot een federale say-on-payregeling. Met het aannemen van de Dodd-Frank Act werd de opdracht aan de SEC gegeven om een dergelijke regeling te ontwerpen.⁸⁶

313. Say-on-pay: het bezoldigingspakket

Sinds 2011 zijn beursgenoteerde ondernemingen op basis van Sec. 14A van de Securities Exchange Act verplicht om de openbaar gemaakte informatie over de bezoldiging van bestuurders ter stemming voor te leggen aan de AVA.⁸⁷ Er wordt gestemd over het gehele bezoldigingspakket zoals opgenomen in de CD&A.⁸⁸ Het is aandeelhouders daarbij niet toegestaan hun stem te doen gelden over specifieke elementen van de bezoldiging.

84 Het was met name de American Federation of State, County, and Municipal Employees (AFSCME) die begon met het indienen van dergelijke voorstellen. Thomas & Van der Elst 2015, p. 559.

85 John W. White, SEC Speech 2008, te raadplegen op <https://www.sec.gov/news/speech/2008/spch081108jww.htm> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

86 De eerste ‘say-on-payregeling’ werd overigens in 2009 ingevoerd voor ondernemingen die deelnamen aan het Troubled Asset Relief Program (TARP). Op deze regeling was veel kritiek, aangezien de say-on-pay gezien werd als middel voor aandeelhouders (lees: de overheid) om een sterkere koppeling te bewerkstelligen tussen de belangen van aandeelhouders en bestuurders. De invloed van de overheid op de banken die deelnamen aan het TARP werd eerder gezien als contraproductief.

87 De SEC heeft de say-on-payregels aangenomen op 25 januari 2011. De basis voor de regels is te vinden in Section 951 van de Dodd-Frank Act uit 2010. De say-on-paystemming is vereist op basis van sec. 14A van de Exchange Act (15 U.S.C. 78n-1 of § 240.14a-20).

88 Een standaard overzicht van een dergelijke CD&A is: “(i) overview of previous year performance and compensation, (ii) elements of compensation for the past fiscal year, (iii) performance targets for past year/performance period, (iv) compensation decisions made in past fiscal year/performance period, (v) compensation framework: policies, process, and risk considerations en (vi) employment and termination agreements.”

De uitkomst van deze stemming draagt het karakter van een niet-bindend advies.⁸⁹ Iedere vennootschap is wel verplicht in de CD&A op te nemen of het resultaat van de meest recente ‘say-on-pay vote’ in overweging is genomen en indien ja, op welke wijze het in overweging nemen van deze niet-bindende stemming invloed heeft gehad op de bezoldigingsbeslissingen en -beleidsmaatregelen.⁹⁰

De algemene vergadering stemt overigens niet alleen over de bezoldiging, maar tevens over de vraag of deze say-on-paystemming jaarlijks, tweejaarlijks of eenmaal in de drie jaar moet plaatsvinden. Ook deze ‘frequency vote’ is niet-bindend. De say-on-pay-frequency vote dient in ieder geval iedere zes jaar te worden gehouden.

314. Say-on-pay: golden parachutes

Naast de say-on-paystemming en say-on-pay-frequecystemming dienen ook de bezoldigingsafspraken die kunnen worden aangemerkt als een ‘golden parachute’ ter stemming aan de AVA te worden voorgelegd. De term ‘golden parachute’ ziet op bezoldigingsafspraken met bestuurders die gebaseerd zijn op of in relatie staan tot een overname, fusie of gelijksoortige transactie. De nieuwe regels eisen dat de betrokken vennootschappen iedere overeenkomst of toezegging openbaar maken die de doelvennootschap heeft met haar eigen bestuurders of met die van de verkrijgende vennootschap, evenals iedere overeenkomst of toezegging tussen de verkrijgende vennootschap en haar eigen bestuurders of tussen de verkrijgende vennootschap en de bestuurders van de doelvennootschap.

In ieder geval dient het totaalbedrag openbaar gemaakt te worden dat door de overname voor toekenning of uitkering in aanmerking komt, evenals de voorwaarden voor toekenning of uitkering. De informatie moet helder en simpel worden

89 Ondanks het niet-bindende karakter van de say-on-payregeling is er een golf aan rechtszaken waar te nemen. Deze rechtszaken worden geïnitieerd na een negatieve uitkomst, maar ook voorafgaand aan de say-on-paystemming, onder meer op basis van de stelling dat niet alle ‘materiële’ informatie openbaar is gemaakt. Zie hierover onder andere <http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2011/04/say-on-pay-litigation.html> (laatst bezocht op 5 augustus 2017). Bijzonder is dat in een rechtszaak inzake Cincinnati Bell de klagers in eerste aanleg gelijk hebben gekregen. Zie NECA-IBEW Pension Fund v. Cox, Case no. 1:11-CV-451 (S.D. Ohio Sept. 20, 2011) (Cincinnati Bell). In deze zaak speelt de vraag of een aandeelhouder de directors mag aanspreken op grond van een ‘breach of the duty of loyalty’ wanneer de directors \$4 miljoen aan bonussen hebben toegekend aan de CEO, bovenop een salaris van \$4,5 miljoen, in hetzelfde jaar waarin de onderneming een daling van het netto-inkomen van \$61,3 miljoen moet incasseren, de EPS is gedaald van \$0.37 naar \$0.09, de aandelenkoers is gedaald van \$3.45 naar \$2.80 en er sprake is van een negatieve jaarlijkse shareholder return van 18.8%.

90 Item 402(b)(1)(vii).

opgenomen in een tabel met een uitgebreide uitleg.⁹¹ Wanneer vennootschappen de goedkeuring vragen van aandeelhouders voor een fusie of overname dan zullen zij apart goedkeuring vragen aan de aandeelhouders voor de golden parachute-afspraken.

Er is één uitzondering op deze regel. Als de golden parachute-regeling onderdeel is geweest van de algemene bezoldigingsafspraken waarover de aandeelhouders via de say-on-paystemming reeds hun advies hebben mogen geven, dan is aparte goedkeuring niet nodig. Ook bij de golden parachute vote gaat het om een niet-bindend advies. De goedkeuring is dus geen vereiste voor het rechtmatig toekennen van golden parachutes.

26.3 De bevoegdheidsverdeling in Duitsland

315. De benoeming, aanstelling en bezoldiging van bestuurders

Duitsland kent een dualistisch bestuursmodel bestaande uit een raad van commissarissen (Aufsichtsrat) en een raad van bestuur (Vorstand). De bevoegdheid tot het benoemen en ontslaan van bestuurders ligt in Duitsland opvallend genoeg niet bij de algemene vergadering, maar bij de raad van commissarissen.⁹² Dat geldt overigens ook voor het aangaan van het ‘Anstellungsvertrag’.⁹³

In het Duitse vennootschapsrecht wordt onderscheid gemaakt tussen ‘Bestellung’ en het ‘Anstellungsvertrag’. Op basis van zijn ‘Bestellung’ ontstaat de vennootschapsrechtelijke band tussen de bestuurder en de vennootschap. Hij treedt toe tot de vennootschapsrechtelijke rechtsorde, waaruit de vertegenwoordigings- en beslissingsbevoegdheid van de bestuurder voortvloeit. Daarnaast bestaat er tevens een civielrechtelijke verbintenis tussen de bestuurder en de vennootschap. Op basis van deze verbintenis kan de bestuurder, als derde, recht hebben op bezoldiging. De dienstbetrekking tussen de bestuurder en de vennootschap wordt geregeld in het ‘Anstellungsvertrag’. Het recht op bezoldiging berust op deze overeenkomst waarin de wederzijdse aanspraken tussen vennootschap en bestuurder worden geregeld. Anstellung en Bestellung worden gezien als onafhankelijk van elkaar en kunnen verschillende juridische gevolgen hebben.⁹⁴

91 Item 402, (t).

92 § 84 AktG.

93 § 84 Abs. 1 AktG. Lange tijd werd de bevoegdheidsverdeling opgenomen in de statuten en konden naast de raad van commissarissen ook de AVA of derden deze bevoegdheid toebedeeld krijgen. In 1937 werd deze bevoegdheidsverdeling wettelijk verankerd in §75 Abs. 1 en 4 AktG 1937 waarin stond opgenomen: “Vorstandmitglieder bestellt der Aufsichtsrat auf höchstens fünf Jahre. [...] Dies gilt sinngemäß für den Anstellungsvertrag”.

94 De zogenaamde ‘Trennungstheorie’. Hupka 2012, p. 198 e.v.

Vorengenoemde bevoegdheidsverdeling is dwingend, waardoor hiervan in de statuten niet mag worden afgeweken.⁹⁵ De wetgever heeft al in het begin van de twintigste eeuw uit praktische overwegingen gekozen voor het bij de raad van commissarissen neerleggen van de bevoegdheid tot benoemen en aangaan van de aanstellingsovereenkomst. Volgens de wetgever ontbrak het de aandeelhouders aan expertise om geschikte bestuursleden te selecteren. Deze bevoegdheid behoorde te liggen bij een orgaan dat nauw betrokken is bij de onderneming en zodoende kan inschatten wie de juiste kandidaten zijn.⁹⁶ Tijdens de hervorming van het vennootschapsrecht in 1965 werd de bevoegdheidstoedeling onveranderd overgenomen in § 84 Abs. 1 AktG 1965. Tot op heden bepaalt § 84 Abs. 1 AktG dat de raad van commissarissen het bevoegde orgaan is om een bestuurder te benoemen én de overeenkomst met de bestuurder aan te gaan.⁹⁷ In §112 AktG is daarnaast bepaald dat de raad van commissarissen exclusief bevoegd is de vennootschap te vertegenwoordigen in haar verhouding tot de bestuurders. Op grond van §87 AktG berust de bevoegdheid tot het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders in Duitsland eveneens bij de raad van commissarissen. Aandeelhouders hebben van oudsher dus geen bevoegdheid wanneer het aankomt op het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders.

316. Geen remuneratiecommissie

Opvallend is, dat in de Duitse Corporate Governance Kodex geen expliciete aanbeveling (meer) te vinden is voor het instellen van een remuneratiecommissie. Dit is deels begrijpelijk nu door het two-tier model de noodzaak tot het instellen van een aparte, onafhankelijke remuneratiecommissie ontbreekt.⁹⁸ Meer in het bijzonder lijken negatieve ervaringen in het verleden met het vaststellen van de bezoldiging door een deel van de raad van commissarissen ten grondslag te liggen aan de afwezigheid van de suggestie een remuneratiecommissie in te stellen.⁹⁹ Voor de financiële crisis werd de bezoldiging in de regel vastgesteld door een

95 Schlegelberger & Quassowski, AktG 1937, § 75, nr. 3. “Der Aufsichtsrat ist für die Bestellung der Vorstandsmitglieder ausschließlich zuständig. Dieses Recht kann ihm durch die Satzung nicht genommen werden. Eine Bestellung durch die Hauptversammlung oder einen Dritten würde nichtig sein.”

96 Hupka 2012, p. 193 e.v.

97 In Duitsland wordt met de bestuurder van een beursgenoteerde onderneming geen arbeidsovereenkomst maar een ‘unabhängiger Dienstvertrag’ gesloten (§ 611 e.v. en § 675 BGB).

98 In 5.1.2 DCGK 2017 is overigens nog wel opgenomen dat de raad van commissarissen de voorbereidingen voor het opstellen van de bezoldiging aan een commissie kan delegeren. In oudere versies was echter een meer expliciete aanbeveling te vinden voor het instellen van een remuneratiecommissie, vergelijk DCGK 5.3 2017, 2015 en 2013 met DCGK 5.3.4 van eerdere versies.

99 Zie in het bijzonder de Mannesmann-affaire, randnummer 449.

aparte commissie, waardoor de meerderheid van de commissarissen niet betrokken was bij de besluitvorming over de bezoldiging. Als reactie op de financiële crisis is §107 Abs. 3 AktG aangepast. Daarin is opgenomen dat bepaalde bevoegdheden niet door de raad van commissarissen kunnen worden gedelegeerd. De bezoldiging van bestuurders is een van de onderwerpen waarbij delegatie van de vaststellingsbevoegdheid aan een commissie uitgesloten is.¹⁰⁰ In het verlengde hiervan is in de DCGK uitdrukkelijk opgenomen dat het ‘Aufsichtsratsplenum’ de bezoldiging goed moet keuren.¹⁰¹

317. Say-on-pay: het bezoldigingssysteem

Opgemerkt dient te worden dat de bewegingsvrijheid bij het vormgeven van de bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap in Duitsland een stuk beperkter is dan in bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk. In Duitsland is gekozen voor een strakke wettelijke bevoegdheidsverdeling waarvan niet zomaar mag worden afgeweken.¹⁰² Dit brengt mee dat grote terughoudendheid wordt betracht met het invoeren van regelingen die een verschuiving teweeg brengen in deze bevoegdheidsverdeling.¹⁰³

“Hauptansatzpunkt einer Reform musste der Aufsichtsrat sein, er ist für die Vorstandsvergütung zuständig. Das System sollte nicht durchbrochen werden.”¹⁰⁴

Ondanks deze terughoudendheid is in Duitsland naar aanleiding van de financiële crisis de mogelijkheid voor het houden van een say-on-paystemming ingevoerd.¹⁰⁵ Door het aannemen van de ‘Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung’

100 Zie de derde zin van § 107 Abs. 3 AktG.

101 4.2.2 DCGK 2017. Zie in het bijzonder het verschil tussen de 4.2.2 DCGK 2002 en 4.2.2 DCGK 2003. In 4.2.2 DCGK 2003 is voor het eerst expliciet opgenomen dat de bezoldiging door de gehele raad van commissarissen vastgesteld dient te worden.

102 In het verlengde hiervan kan een op grond van het meer algemene §199 Abs. 2 AktG slechts een ‘konsultativen Beschluss’ worden genomen door de AVA als een dergelijke besluit wordt voorgesteld door het bestuur. Aangezien de bezoldigingsbevoegdheid niet bij het bestuur maar bij de raad van commissarissen ligt, zou een dergelijk voorstel moeten komen van de raad van commissarissen onder analoge toepassing van §199 Abs. 2 AktG.

103 Hupka 2012, p. 200.

104 Seibert 2010, p. 958.

105 Duitsland kent overigens ook nog een ‘indirecte’ say-on-pay die betrekking heeft op het toekennen van aandelenopties. Voor het aankopen van eigen aandelen of het uitgeven van nieuwe aandelen die nodig zijn voor het uitkeren van aandelenopties die als beloning zijn toegekend is goedkeuring nodig van de AVA, zie § 71 AktG en § 192 en 193 AktG. Op die manier kan de AVA dus indirect invloed uitoefenen op het aantal toe te kennen opties als bezoldigingsinstrument. Zie hierover Hupka 2012, p. 214 e.v.

(‘VorstAG’) in 2009 is aan §120 AktG een vierde lid toegevoegd waarin is opgenomen dat de AVA van een beursgenoteerde vennootschap een besluit *kan* nemen ter goedkeuring van het bezoldigingssysteem (‘System zur Vergütung der Vorstandsmitglieder’).¹⁰⁶ De say-on-paystemming is niet verplicht én niet-bindend. Een dergelijk besluit schept dus rechten noch plichten.¹⁰⁷ Daarnaast is het ook niet mogelijk het besluit op enige wijze aan te vechten.¹⁰⁸ Met deze laatste regel tracht de Duitse wetgever frivole rechtszaken te voorkomen, die worden aangegaan met als enig doel het bereiken van een schikking in ruil voor het intrekken van de rechtszaak.¹⁰⁹

De in het leven geroepen mogelijkheid is geen papieren tijger gebleken. Sinds de invoering van §120 Abs. 4 AktG heeft iedere vennootschap van de DAX het bezoldigingssysteem minstens eenmaal voorgelegd aan de AVA.¹¹⁰

318. Op weg naar een bindende say-on-pay?

In 2013 werd in Duitsland een voorstel voorgelegd tot het invoeren van een verplichte jaarlijkse say-on-pay over het bezoldigingssysteem van beursgenoteerde vennootschappen. Voorgesteld werd om § 120 Abs. 4 AktG als volgt aan te passen: “Die Hauptversammlung der börsennotierten Gesellschaft beschließt jährlich über die Billigung des vom Aufsichtsrat vorgelegten Systems zur Vergütung der Vorstandsmitglieder. Die Darstellung des Systems hat auch Angaben zu den höchstens erreichbaren Gesamtbezügen, aufgeschlüsselt nach dem Vorsitzenden des Vorstands, dessen Stellvertreter und einem einfachen Mitglied des Vorstands, zu enthalten.

106 Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), 31 juli 2009, BGBl. I, p. 2509. De tekst van het artikel doet vermoeden dat de stemming betrekking heeft op het systeem ‘an sich’ en niet zozeer op iedere individuele bezoldiging. Zie overigens ook §93 lid 2 AktG dat tegelijkertijd werd ingevoerd. Daarin is bepaald dat vennootschappen die een aansprakelijkheidsverzekering afsluiten voor een bestuurder verplicht zijn niet minder dan 10% van de schade tot een bedrag van 1,5 keer de vaste jaarlijkse bezoldiging van de bestuurder op deze bestuurder te verhalen.

107 Expliciet is zelfs vermeld dat het de verplichtingen voor de raad van commissarissen die volgen uit §87 AktG onberoerd laat. Ook is het niet mogelijk om het besluit aan te tasten op grond van §243 AktG.

108 Op grond van §243 AktG. Het vorderen van vernietiging is derhalve uitgesloten.

109 Fleischer & Bedkowski 2009, p. 685.

110 Wel is op dit punt een duidelijke daling waar te nemen. In 2010 hield 90% van de DAX-ondernemingen een say-on-pay. In 2011 was dat 47% en in 2012 33%. Deze daling is overigens niet verwonderlijk aangezien de bezoldigingssystemen niet jaarlijks worden aangepast. Thomas & Van der Elst 2015, p. 692. Zie ook Powell & Rapp 2015; Allen & Overy, Analyse der Vergütungssysteme, 2015 (te raadplegen op <http://www.allenoverly.com/publications/de-de/Pages/Analyse-der-Verg%C3%BCtungssysteme-2015.aspx> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)). In 2014 hebben negen vennootschappen van de DAX-30 een say-on-pay gehouden. In 2015 waren dat er 7.

Der Beschluss berührt nicht die Wirksamkeit der Vergütungsverträge mit dem Vorstand; er ist nicht nach § 243 anfechtbar.”¹¹¹ Dit voorstel werd uiteindelijk niet aangenomen. In de meer recente plannen om het AktienGesetz te hervormen komt een dergelijke say-on-paybepaling niet voor.¹¹²

319. §87 Abs. 1 AktG: een ‘Angemessen Vergütung’

De keuze voor een beperkte Duitse say-on-payregeling kan onder meer worden verklaard door het feit dat de Duitse wetgever van oudsher op een andere wijze grip tracht te krijgen op het vaststellingsproces van de bezoldiging van bestuurders. Op grond van §87 Abs. 1 AktG wordt de raad van commissarissen de verplichting opgelegd een *passende* bezoldiging vast te stellen. Als reactie op de financiële crisis is deze bepaling in 2009 grondig herzien.¹¹³

Voor de aanpassing in 2009 volgde uit §87 AktG dat de raad van commissarissen ervoor moest zorgen dat de bezoldiging passend was in relatie tot de taken van de bestuurder en de (vermogens)positie van de vennootschap. Met de aanpassing van §87 AktG wordt getracht een nadere precisering te geven wanneer een bezoldiging passend is. Allereerst is expliciet opgenomen dat de bezoldiging niet alleen passend moet zijn in verhouding tot de taken van de bestuurder, maar ook tot zijn prestaties. Daarnaast mag de bezoldiging niet zonder reden een gebruikelijke bezoldiging overtreffen. Ten derde is toegevoegd dat de bezoldigingsstructuur bij beursgenoteerde vennootschappen gericht moet zijn op een duurzame ontwikkeling van de onderneming. Variabele beloningselementen zullen derhalve een meerjarige grondslag hebben. Ten vierde dient de raad van commissarissen een bovengrens vast te stellen voor het geval er sprake is van uitzonderlijke omstandigheden.

Sinds de aanpassing van §87 Abs. 1 AktG zijn derhalve de volgende zeven criteria van belang bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders: (i) de taken van de bestuurder,¹¹⁴ (ii) de prestaties van de bestuurder,¹¹⁵ (iii) de (ver-

111 <https://www.towerswatson.com/de-DE/Press/2013/06/Vorstandsvergutung-Say-on-Pay-bindendes-Votum-nicht-erforderlich> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

112 http://www.bmjv.de/SharedDocs/Reden/DE/2015/03262015_Aktienrechtsnovelle2014.html (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

113 Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandvergütung (‘VorstAg’), 4 augustus 2009 (BGBl. I, S. 2509). De VorstAg behelst een aanpassing van §§87, 93, 100, 107, 116, 120, 193 en 288 AktG.

114 Dit criterium ziet voornamelijk op de hoogte van de bezoldiging. De taken van de bestuurder zijn voor het vaststellen van de bezoldiging onder meer van belang om een verschil in hoogte te rechtvaardigen tussen bijvoorbeeld de bezoldiging van een CEO en een andere bestuurder.

mogens)positie van de vennootschap,¹¹⁶ (iv) de gebruikelijke bezoldiging,¹¹⁷ (v) de duurzame ontwikkeling van de vennootschap,¹¹⁸ (vi) een meerjarige grondslag voor het toekennen van variabele beloningselementen¹¹⁹ en (vii) een bovengrens in geval van uitzonderlijk omstandigheden.¹²⁰

De Duitse wetgever geeft met deze aanpassingen nadere richtlijnen voor het vaststellen van een passende bezoldiging. De raad van commissarissen wordt daardoor verplicht aan de hand van de criteria van §87 Abs. 1 AktG een bepaalde vastgestelde bezoldiging te kunnen verantwoorden. De vaststellingsbevoegdheid blijft echter bij de raad van commissarissen liggen, waarbij de raad van commissarissen een ruime mate van beoordelingsvrijheid toekomt. De min of meer vrije invulling die de raad van commissarissen kan geven aan de criteria zorgt ervoor

-
- 115 Dit criterium ziet voornamelijk op de structuur van de bezoldiging. De prestaties van een bestuurder kunnen pas achteraf beoordeeld worden. Indien een raad van commissarissen vooraf bij het vaststellen van de bezoldiging rekening wil houden met de prestaties van de bestuurder dan zal hij dus moeten zorgen voor een duidelijke koppeling tussen bezoldiging en prestatie. De prestaties van de bestuurder tijdens een eerdere periode als bestuurder kunnen uiteraard wel bepalend zijn voor de hoogte van de bezoldiging.
 - 116 Dit criterium heeft betrekking op zowel de hoogte als de structuur van de bezoldiging waardoor het de vraag is in hoeverre dit criterium daadwerkelijk richting geeft. Zo kan bij het bepalen van de hoogte van de bezoldiging gekeken worden naar de omvang of omzet van de onderneming. Ook zou op basis van dit criterium gesteld kunnen worden dat de structuur van de bezoldiging afhankelijk moet worden gemaakt van bepaalde (financiële) prestatie maatstaven. Verder kan een hogere bezoldiging geëigend zijn als het goed gaat met de onderneming. Indien het echter financieel minder gaat kan de (vermogens)positie juist aanleiding zijn tot het betalen van een hogere bezoldiging om een bestuurder aan te trekken die het tij weer kan keren.
 - 117 Dit criterium ziet primair op de hoogte van de bezoldiging. Benadrukt wordt dat bij het vaststellen van de gebruikelijk bezoldiging gekeken moet worden naar het gebruikelijke niveau op basis van zowel een horizontale (de bezoldigingsniveaus van bestuurders bij vergelijkbare ondernemingen) als een verticale (de bezoldigingsniveaus binnen de onderneming) vergelijking. BT-Drucksache, 16/12278, p. 5; Haar 2011, p. 494; Zie ook bepaling 4.2.2. DCGK 2017.
 - 118 Met de invoering van dit criterium, evenals criterium (vi), wordt getracht de nadruk op de korte termijn uit te bannen. Het criterium ziet dan ook primair op het beïnvloeden van de structuur van de bezoldiging.
 - 119 Dit criterium heeft betrekking op de structuur van de bezoldiging. Het criterium maakt het overigens niet onmogelijk om alsnog de variabele bezoldiging te laten bestaan uit een korte termijn bonus en een lange termijn beloning. Met de invoering van de VorstAG is wel §193 Abs. 2 nr. 4 AktG ingevoerd. Op basis van deze bepaling kan de AVA besluiten tot het verhogen van het kapitaal van de vennootschap om aandelenopties toe te kennen aan bestuurders. De aandelenopties mogen echter pas na vier jaar worden uitgeoefend.
 - 120 Dit criterium ziet in beginsel op het maximeren van de hoogte van de ex post bezoldiging.

dat een bezoldiging slechts in hoogst uitzonderlijke gevallen als niet passend zal worden aangemerkt.¹²¹ In het bijzondere geval dat de bezoldiging aangemerkt wordt als ongepast, zijn de leden van de raad van commissarissen ieder persoonlijk aansprakelijk.¹²²

26.4 De Europese bevoegdheidsverdeling

320. Een Europese say-on-pay

Op het gebied van de say-on-pay laat ook de Europese Commissie zich niet onbetuigd. De roerselen van de Europese Commissie om in een richtlijn de lidstaten op te dragen een say-on-payregeling in te voeren kunnen zelfs worden gezien als de aanzet voor het invoeren van de Duitse regeling.¹²³ In de aanbevelingen in 2004 nam de Europese Commissie voor het eerst een bepaling op waarin werd aanbevolen aandeelhouders stemrecht te verlenen over de bezoldiging van bestuurders.¹²⁴

“4.1. Onverminderd de rol en de organisatie van de organen die verantwoordelijk zijn voor de vaststelling van de beloning van bestuurders, worden het beloningsbeleid en elke wezenlijke aanpassing ervan expliciet op de agenda van de jaarlijkse algemene aandeelhoudersvergadering gezet.

4.2. Onverminderd de rol en de organisatie van de organen die verantwoordelijk zijn voor de vaststelling van de beloning van bestuurders, wordt de beloningsverklaring op de jaarlijkse algemene aandeelhoudersvergadering in stemming gebracht. Daarbij kan het om een bindende dan wel raadgevende stem gaan.”¹²⁵

121 Wanneer de gepastheid van de bezoldiging wordt betwist, en de raad van commissarissen geen bescherming toekomt onder de Duitse Business Judgement Rule, zal de raad van commissarissen per criteria moeten kunnen uitleggen op welke wijze hij hier invulling aan heeft gegeven.

122 § 116 AktG.

123 Zie hierover uitgebreid Hupka 2012, p. 227 e.v.

124 Aanbeveling van de Commissie ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen (2004/913/EG).

125 Wel was opgenomen dat de lidstaten kunnen bepalen dat een dergelijke stemming alleen zal worden gehouden als de op de jaarlijkse algemene aandeelhoudersvergadering aanwezige of vertegenwoordigde aandeelhouders die om een stemming verzoeken, ten minste goed zijn voor 25 procent van het totale aantal stemmen. Dit laatste doet evenwel geen afbreuk aan het recht van aandeelhouders om in het kader van nationale voorschriften een ontwerpbesluit in te dienen. 4.3. bepaalde nog, dat een beursgenoteerde onderneming aandeelhouders die recht hebben op een uitnodiging voor de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering ervan in kennis stelt dat het voornemen bestaat dat op deze vergade-

In 2009 komt de Europese Commissie met een nadere aanbeveling naar aanleiding van de financiële crisis.¹²⁶ Opgenomen wordt onder meer dat aandeelhouders – in het bijzonder de institutionele beleggers – aangemoedigd dienen te worden om zo nodig algemene vergaderingen bij te wonen en weloverwogen gebruik te maken van hun stemrecht met betrekking tot de bezoldiging van bestuurders.¹²⁷ Vanwege het uitblijven van meer betrokkenheid verlaat de Europese Commissie ten slotte in het voorstel uit 2014 tot herziening van Richtlijn 2007/36/EG en Richtlijn 2013/34/EU de benadering om met het doen van aanbevelingen lidstaten aan te zetten tot het invoeren van regelgeving die betrekking heeft op de bezoldiging van bestuurders. In de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn wordt vervolgens definitief gekozen voor minimale vereisten voor de inhoud van het bezoldigingsbeleid en het remuneratierapport.¹²⁸ Daarnaast is een say-on-pay in de aandeelhoudersrechtenrichtlijn opgenomen die betrekking heeft op een stemming zowel over het bezoldigingsbeleid als over het remuneratierapport.¹²⁹

321. Say-on-pay: het bezoldigingsbeleid

De herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn wil met art. 9a bewerkstelligen dat beursgenoteerde vennootschappen en hun aandeelhouders meer grip krijgen op het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders. Op grond van lid 1 moeten lidstaten ervoor zorgen dat aandeelhouders het recht hebben om over het bezoldigingsbeleid van bestuurders te stemmen.¹³⁰ Uit de tekst volgt dat de goedkeuring van het bezoldigingsbeleid door de aandeelhouders in beginsel bindend is: er is sprake van een vaststellingsrecht.¹³¹ Voor lidstaten bestaat de uitzondering om

ring een voorstel voor een besluit over de beloningsverklaring in stemming wordt gebracht.

126 Aanbeveling van de Commissie van 30 april 2009 ter aanvulling van Aanbeveling 2004/913/EG en Aanbeveling 2005/162/EG wat betreft de regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen (2009/383/EG).

127 Aanbeveling 6.1. (2009/383/EG).

128 Zie voor de minimale transparantievereisten voor het remuneratierapport randnummer 260.

129 Art. 9a lid 1 t/m 5 Richtlijn (EU) 2017/828. Een eerste aanzet is te vinden in het voorstel uit 2014, zie art. 9 COM(2014)213 (te raadplegen op http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:59fccf6c-c094-11e3-86f9-01aa75ed71a1.0003.01/DOC_1&format=PDF (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

130 Het goedgekeurde bezoldigingsbeleid moet verder onverwijld openbaar worden gemaakt.

131 Art. 9a lid 2 Richtlijn (EU) 2017/828. In het Staff Working Document (SWD(2104)217, p. 51 e.v. lijkt de optie tussen een bindende of niet-bindende stemming over het bezoldigingsbeleid open te worden gehouden. Uit de tekst van art. 9a lid 1 van het voorstel uit 2014 kwam al naar voren dat gekozen was voor een bindende goedkeuring. Zie in dat kader ook http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-396_en.htm (laatst bezocht 5 augustus 2017).

te bepalen dat de stemming over het bezoldigingsbeleid op de algemene vergadering adviserend is. In dat geval belonen vennootschappen hun bestuurders alleen overeenkomstig een bezoldigingsbeleid dat is voorgelegd aan de AVA. Indien de AVA het voorgestelde bezoldigingsbeleid verwerpt, legt de vennootschap op de volgende algemene vergadering een herzien beleid ter stemming voor.¹³² Ook is bepaald dat het bezoldigingsbeleid bij iedere materiële wijziging en minimaal eens in de vier jaar ter goedkeuring moet worden voorgelegd aan de aandeelhouders.¹³³

322. Verhouding bezoldigingsbeleid en individuele bezoldiging

De individuele bezoldiging van bestuurders dient in overeenstemming te zijn met het goedgekeurde bezoldigingsbeleid.¹³⁴ Indien er nog geen bezoldigingsbeleid is goedgekeurd en de AVA het voorgestelde beleid niet goedkeurt, kan de vennootschap haar bestuurders blijven bezoldigen overeenkomstig de bestaande praktijk en legt zij op de volgende algemene vergadering een herzien beleid ter goedkeuring voor. Bestaat er al wel een goedgekeurd bezoldigingsbeleid en keurt de AVA het voorgestelde nieuwe beleid niet goed, dan bezoldigt de vennootschap haar bestuurders overeenkomstig het bestaande goedgekeurde bezoldigingsbeleid en legt zij op de volgende algemene vergadering een herzien beleid ter goedkeuring voor.¹³⁵

De lidstaten kunnen vennootschappen in uitzonderlijke omstandigheden toestaan om tijdelijk van het bezoldigingsbeleid af te wijken. In het beleid moet dan wel zijn bepaald onder welke procedurele voorwaarden de afwijking kan worden toegepast en van welke onderdelen van het beleid kan worden afgeweken. Van deze uitzonderlijke omstandigheden is overigens niet zomaar sprake. Hieronder worden uitsluitend begrepen situaties waarin de afwijking van het bezoldigingsbeleid noodzakelijk is om de lange termijn belangen en duurzaamheid van de vennootschap als geheel te dienen of haar levensvatbaarheid te garanderen.¹³⁶

In het voorstel uit 2014 was in art. 9a nog expliciet opgenomen dat de vennootschap bij het aantrekken van nieuwe leden voor de raad van bestuur kan beslissen aan een individuele bestuurder een bezoldiging toe te kennen die niet in overeenstemming is met

¹³² Art. 9a lid 3 Richtlijn (EU) 2017/828.

¹³³ Art. 9a lid 5 Richtlijn (EU) 2017/828. Onduidelijk is wat precies de sanctie is, wanneer het bezoldigingsbeleid niet na vier jaar ter goedkeuring is voorgelegd en vervolgens wel een bezoldigingsbesluit wordt genomen. Op deze problematiek die ook in Nederland speelt zal ingegaan worden in randnummer 370 e.v.

¹³⁴ Art. 9a lid 2 Richtlijn (EU) 2017/828.

¹³⁵ Art. 9a lid 2 Richtlijn (EU) 2017/828.

¹³⁶ Art. 9a lid 4 Richtlijn (EU) 2017/828. Het remuneratierapport moet informatie bevatten over de in dergelijke uitzonderlijke omstandigheden toegekende bezoldigingen, zie Richtlijn (EU) 2017/828, overweging 30.

het bezoldigingsbeleid.¹³⁷ Daarvoor was wel vereist dat deze individuele bezoldiging was goedgekeurd door de AVA. De individuele bezoldiging kon in dat geval alvast voorwaardelijk worden toegekend in afwachting van goedkeuring van de aandeelhouders. Deze explicitering is niet meer terug te vinden in de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

323. De inhoud van het bezoldigingsbeleid

De herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn bevat in art. 9a lid 6 ook enkele minimale vereisten voor de inhoud van het bezoldigingsbeleid.¹³⁸ Deze vereisten zijn onder te verdelen in de volgende negen onderwerpen.

- i) *Lange termijn belangen en duurzaamheid*
Het bezoldigingsbeleid is duidelijk en begrijpelijk en draagt bij aan de ondernemingsstrategie, de lange termijn belangen en de duurzaamheid van de vennootschap. Ook dient te worden toegelicht hoe dat gebeurt.¹³⁹
- ii) *Vaste en variabele bezoldiging*
Het bezoldigingsbeleid omvat verder een beschrijving van de verschillende onderdelen van de vaste en variabele bezoldiging, met inbegrip van bonussen en andere voordelen in welke vorm dan ook die aan bestuurders kunnen worden toegekend, met vermelding van het relatieve aandeel daarvan.
- iii) *Interne beloningsverhoudingen*
Ook moet in het bezoldigingsbeleid worden toegelicht hoe rekening is gehouden met de loon- en arbeidsvoorwaarden van de werknemers van de vennootschap bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid.
- iv) *Prestatiecriteria bij variabele bezoldiging*
Indien de vennootschap variabele bezoldiging toekent, bevat het bezoldigingsbeleid duidelijke, begrijpelijke en gevarieerde criteria voor de toekenning van de variabele beloning. Het bevat de financiële en niet-financiële prestatiecriteria, waaronder in voorkomend geval criteria inzake maatschappelijk verantwoord ondernemen, en een toelichting over de wijze waarop deze criteria bijdragen aan de genoemde doelstellingen, alsmede de te gebruiken methoden om te bepalen in hoeverre aan de prestatiecriteria is voldaan.

137 Denk bijvoorbeeld aan een welkomstbonus of een vergoeding voor een vanwege zijn komst verloren gegane lange termijn beloning bij de oude werkgever.

138 Over het bezoldigingsbeleid dient ook gestemd te worden door de AVA, zie hierover randnummer 321. De lidstaten moeten er ook voor zorgen dat na de stemming over het bezoldigingsbeleid op de algemene vergadering het beleid alsmede de datum en de resultaten van de stemming onverwijld openbaar worden gemaakt op de website van de vennootschap en daar, tenminste zolang het van toepassing is, gratis voor het publiek beschikbaar blijft. Art. 9a lid 7 Richtlijn (EU) 2017/828.

139 Art. 9a lid 6 Richtlijn (EU) 2017/828.

- v) *Uitstellen en terugvorderen van variabele bezoldiging*
Het bevat informatie over een eventuele periode tussen het toekennen en het uitkeren van de variabele bezoldiging en over de mogelijkheid voor de vennootschap om variabele bezoldiging terug te vorderen.
- vi) *Aandelengerelateerde bezoldiging*
Wanneer de vennootschap een op aandelen gebaseerde bezoldiging toekent, worden in het beleid beschreven de periode waarna de aandelengerelateerde bezoldiging wordt toegekend (vesting period) en, indien van toepassing, de periode dat de onvoorwaardelijk geworden aandelen moeten worden aangehouden (retention period). Verder dient te worden toegelicht hoe de op aandelen gebaseerde bezoldiging bijdraagt aan de eerder genoemde doelstelling(en).
- vii) *Overeenkomst en beëindiging*
Het bezoldigingsbeleid omschrijft de looptijd van de contracten of regelingen met bestuurders en de toepasselijke opzegtermijnen, de voornaamste kenmerken van aanvullende pensioenregelingen en vervroegde uittredingsregelingen, de voorwaarden voor beëindiging alsmede de betalingen met betrekking tot beëindiging.
- viii) *Besluitvormingsproces*
Het bezoldigingsbeleid omschrijft het besluitvormingsproces dat voor de vaststelling, herziening en uitvoering ervan wordt gevolgd, met inbegrip van maatregelen om belangenconflicten te voorkomen of te beheersen en, indien van toepassing, de rol van de remuneratiecommissie of andere bevoegde commissies.
- ix) *Herziening van het bezoldigingsbeleid*
Wanneer het beleid wordt herzien, dan moet worden beschreven en toegelicht welke belangrijke veranderingen zich hebben voorgedaan en hoe rekening is gehouden met de stemmingen en de standpunten van de aandeelhouders over het bezoldigingsbeleid en de remuneratierapporten sinds de meest recente stemming over het bezoldigingsbeleid op de algemene vergadering van de aandeelhouders.¹⁴⁰

De verschillende vereisten die de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn stelt aan de inhoud van het bezoldigingsbeleid brengen een belangrijke wijziging mee voor de Nederlandse wetgever. Nederland kent vooralsnog alleen de wettelijke regeling zoals opgenomen in art. 2:135 lid 1 BW dat in het bezoldigingsbeleid ten minste de in artikel 2:383c t/m e BW beschreven onderwerpen aan de orde komen.¹⁴¹ Hierdoor voldoet Nederland slechts deels aan de vereisten zoals hiervoor opgenomen onder (ii), (iv) en (vi) en in het geheel niet aan de overige vereisten. Aanpas-

¹⁴⁰ Art. 9a lid 6 Richtlijn (EU) 2017/828.

¹⁴¹ Art. 2:135 lid 1 BW. Zie over deze onderwerpen randnummer 265.

sing van art. 2:135 lid 1 BW ligt daarom voor de hand, waarbij dient te worden opgemerkt dat dit artikel betrekking heeft op alle naamloze vennootschappen terwijl de reikwijdte van de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn beperkt is tot vennootschappen waarvan de aandelen tot de handel op een in een lidstaat gelegen of werkzame gereguleerde markt zijn toegelaten.¹⁴²

Bpb 3.1.2 van de Code 2016 bepaalt slechts dat de daar genoemde aspecten in overweging moeten worden genomen, waarbij eveneens geldt dat van de Code mag worden afgeweken. De Code 2016 kan dus buiten beschouwing worden gelaten wat de implementatie van deze vereisten betreft. In art. 2:391 lid 2 BW, tenslotte, is nog opgenomen dat de naamloze vennootschap waarop artikel 2:383b BW van toepassing is, mededeling doet van het beleid van de vennootschap aangaande de bezoldiging van haar bestuurders en commissarissen en de wijze waarop dit beleid in het verslagjaar in de praktijk is gebracht. Dit artikel ziet slechts op het openbaar maken van het bezoldigingsbeleid en niet op de inhoud ervan. Voor de implementatie van de aandeelhoudersrechtenrichtlijn biedt dit artikel in zijn huidige vorm dus ook geen soelaas.

324. Say-on-pay: het remuneratierapport

In de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn is tevens opgenomen dat aandeelhouders het recht moeten hebben om op de jaarlijkse algemene vergadering te stemmen over het remuneratierapport van het afgelopen boekjaar, “teneinde te waarborgen dat het bezoldigingsbeleid wordt uitgevoerd overeenkomstig dat beleid.”¹⁴³ In het artikel is opgenomen dat de vennootschap in het volgende remuneratierapport dient uit te leggen hoe rekening is gehouden met de stemming van de AVA.¹⁴⁴ Uit de overwegingen bij de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn volgt dat uitleg alleen nodig is na een stemming die negatief is.¹⁴⁵ Deze tweede say-on-pay is anderszins niet-bindend.

Verder is voor kleine en middelgrote ondernemingen een mogelijke uitzondering opgenomen.¹⁴⁶ Lidstaten kunnen voor deze ondernemingen als alternatief voor

142 Zie artikel 1 richtlijn (EU) 2017/828 (en voorheen artikel 1 2007/36/EG). Een besloten vennootschap waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een in een lidstaat gelegen of werkzame gereguleerde markt zou hier dus ook aan gebonden moeten zijn.

143 Art. 9b lid 4 en overweging 31 Richtlijn (EU) 2017/828. Het gaat om een stemrecht waarmee de AVA kan aangeven in hoeverre zij het eens is met de wijze waarop toepassing is gegeven aan het bezoldigingsbeleid. Het remuneratierapport wordt dus niet ‘vastgesteld’.

144 Art. 9b lid 4 Richtlijn (EU) 2017/828.

145 Richtlijn (EU) 2017/828, overweging 31.

146 Zie voor de definitie van klein en middelgroot artikel 3, leden 2 en 3, van Richtlijn 2013/34/EU.

die stemming bepalen dat het remuneratierapport voor het meest recente boekjaar als afzonderlijk agendapunt ter bespreking wordt voorgelegd op de algemene vergadering. Een discussiepunt dus. De vennootschap legt in het volgende bezoldigingsverslag uit hoe rekening is gehouden met de bespreking op de algemene vergadering.¹⁴⁷

26.5 Een rechtsvergelijkende analyse

325. De bevoegdheid tot benoeming en vaststelling van de bezoldiging

In het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten ligt de bevoegdheid tot het benoemen van een director van oudsher bij de AVA. In de praktijk bepalen de directors echter zelf wie toetreedt tot de board. In het Verenigd Koninkrijk doordat de bevoegdheid tot het benoemen van een director statutair aan de board of directors is gedelegeerd. In de Verenigde Staten ligt de macht de facto bij de board of directors omdat hij het benoemingsproces beheerst. Meer van belang is, dat de bevoegdheid tot het aanstellen van een officer in beide landen ligt bij de board of directors, evenals het vaststellen en aangaan van zijn bezoldiging. Voor een potentiële officer is in de praktijk dus het aangaan van een overeenkomst met de board of directors, of indien gedelegeerd met de remuneratiecommissie, voldoende om zeker te zijn van een aanstelling en aanspraak te kunnen maken op de overeengekomen bezoldiging. In de Verenigde Staten zou (in theorie) een benoeming tot executive director door de AVA kunnen worden gedwarsboemd. De aanstelling van de desbetreffende persoon tot officer met bijbehorende bezoldiging wordt daardoor echter niet geraakt.

Duitsland kent van oudsher het uitgangspunt dat niet de AVA, maar de raad van commissarissen wettelijk bevoegd is tot het benoemen en het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders. Daarnaast regelt de wet expliciet dat ook het aangaan van het aanstellingscontract onder de competentie van de raad van commissarissen valt. Een potentiële bestuurder ontleent aan een akkoord met de (gehele) raad van commissarissen dus zekerheid over zijn aanstelling en aanspraak op zijn overeengekomen bezoldiging. Worden in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten vorengenoemde bevoegdheden de AVA ontzegd vanwege praktische overwegingen, in Duitsland komt de AVA geen enkele bevoegdheid toe in voornoemd proces.¹⁴⁸

¹⁴⁷ Art. 9b lid 4 Richtlijn (EU) 2017/828.

¹⁴⁸ Overigens ook vanwege praktische overwegingen, waardoor deze wettelijke verdeling van oudsher zo is gegroeid.

De gang van zaken in de drie onderzochte landen heeft als voordeel voor de (potentiële) bestuurder, dat hij slechts met één orgaan van doen heeft wat betreft zijn benoeming én de vaststelling van zijn bezoldiging. Zoals zal blijken uit het volgende hoofdstuk is het systeem in Nederland weerbarstiger.

326. Een rechtsvergelijkende analyse van de say-on-pay

In de regel komt de bevoegdheid om een bezoldiging met de (uitvoerende) bestuurder overeen te komen in de drie onderzochte landen vanuit praktisch oogpunt statutair of wettelijk toe aan de niet-uitvoerende bestuurders of de raad van commissarissen. De opwaartse trend van de bezoldiging van bestuurders en diverse excessen hebben de afgelopen jaren geleid tot de behoefte de invloed van de AVA op het vaststellingsproces van de bezoldiging van bestuurders te versterken. Drie smaken zijn daarbij te onderscheiden. Aan de AVA kan verplicht een bindende of niet-bindende stem over de bezoldiging worden verleend. Daarnaast kan gekozen worden voor het creëren van de mogelijkheid de bezoldiging van bestuurders op initiatief van de vennootschap zelf voor te leggen aan de AVA.

Interessant is om te zien dat een keuze voor een van de drie smaken onder meer afhangt van de traditionele bevoegdheidsverdeling voor het vaststellen van de bezoldiging. De benadering in Duitsland, waarbij de vaststellingsbevoegdheid wettelijk bij de raad van commissarissen ligt, verklaart waarom de Duitse wetgever terughoudender is met het overdragen van enige bevoegdheid aan de aandeelhouders. Verder dan het opnemen van de *mogelijkheid* tot het ter stemming brengen van het bezoldigingssysteem gaat de Duitse wetgever niet.

De bevoegdheid tot het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders wordt in het Verenigd Koninkrijk en in de Verenigde Staten in de regel statutair gedelegeerd aan de board of directors. Er is echter een verschil in de wijze waarop beide landen deze bevoegdheid benaderen. In het Verenigd Koninkrijk is gekozen voor het toekennen van een bindende say-on-pay over het bezoldigingsbeleid aan de AVA. Hierdoor is een deel van deze vaststellingsbevoegdheid de directors ontnomen en (weer) bij de aandeelhouders komen te liggen. De SEC is meer trouw gebleven aan de ‘directors primacy’ door aandeelhouders slechts een niet-bindende stem te geven over de openbaar gemaakte bezoldiging en golden parachutes. Een verklaring hiervoor kan zijn dat de AVA in de Verenigde Staten een bevoegdheid toekomt bij het benoemen van directors, die in het Verenigd Koninkrijk niet exclusief bij de AVA ligt. Een meer voor de hand liggende verklaring is dat de SEC met haar nieuwe say-on-payregeling aansluiting heeft gezocht bij de regeling die het Verenigd Koninkrijk in 2002 invoerde. Het Verenigd Koninkrijk heeft juist afstand gedaan van deze regeling en gekozen aan te sluiten bij het systeem zoals wij dat

al jaren in Nederland kennen.¹⁴⁹ Een stap die voor de SEC bij de invoering niet voorzien en wellicht een brug te ver was.

De invoering van deze regelingen laat het spanningsveld zien tussen enerzijds de wens de raad van commissarissen of niet-uitvoerende bestuurders te controleren en anderzijds de wens niet in te grijpen in bestaande bevoegdheidsverdelingen. Dit verklaart ook de weifelende houding die de Europese Commissie in de discussie over say-on-pay inneemt. Zo wordt in de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn aan lidstaten een keuze gelaten tussen een bindende of adviserende say-on-pay over het bezoldigingsbeleid. Desalniettemin heeft deze keuze voor een land als Duitsland tot gevolg dat aandeelhouders beduidend meer te zeggen krijgen over de bezoldiging van bestuurders.¹⁵⁰

327. Het bezoldigingsbeleid en de uitvoering van het bezoldigingsbeleid

Opvallend is verder dat in het Verenigd Koninkrijk en in de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn een duidelijk onderscheid wordt gemaakt tussen enerzijds het bezoldigingsbeleid en anderzijds de daadwerkelijk toegekende en uitgekeerde bezoldiging. In allebei de gevallen is voor de aandeelhouders het recht ingeruimd over zowel het bezoldigingsbeleid (bindend) als de toepassing ervan (niet-bindend) te stemmen. In Duitsland ziet de say-on-pay juist alleen op het ‘Vergütungs-system’.¹⁵¹ In de Verenigde Staten wordt een onderscheid gemaakt tussen enerzijds het bezoldigingspakket en anderzijds golden parachutes.

Het onderscheid dat gemaakt wordt in het Verenigd Koninkrijk en in de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn is te verklaren doordat deze say-on-payregelingen deels bindend zijn. Wanneer een say-on-payregeling immers ten doel heeft aan de AVA een bindende invloed te geven, dan ligt het voor de hand dat gekozen wordt voor het geven van inspraak over alleen het bezoldigingsbeleid. Zou de bindende say-on-pay ook achteraf plaatsvinden en betrekking hebben op de toekenning van de individuele bezoldiging, dan zou een onwerkbaar situatie ontstaan met rechts-onzekerheid voor de bestuurder als gevolg.¹⁵²

149 Ik kom over dit systeem uitgebreid te spreken in randnummer 370 e.v.

150 In het voorstel uit 2014 was overigens alleen een verplichte bindende say-on-pay opgenomen waardoor het leek dat de Europese Commissie met een botte bijl de knoop zou doorhakken in het voordeel van de aandeelhouders. Vermoedelijk is vanuit politieke overwegingen ervoor gekozen eerst te komen met het meest verregaande voorstel van een verplichte, bindende say-on-pay om vervolgens tijdens de onderhandelingen op een midden uit te komen.

151 Het Vergütungssystem lijkt overeen te komen met hetgeen wij aanmerken als het bezoldigingsbeleid.

152 Daar komt bij de vraag in hoeverre de verbintenisrechtelijke aanspraken van de bestuurder zich verhouden tot deze bevoegdheidsvraagstukken.

Het ligt in een dergelijk geval meer voor de hand te kiezen voor een regeling waarbij de vaststellingsbevoegdheid van de individuele bezoldiging bij de AVA ligt en niet kan worden gedelegeerd. Zoals uiteengezet, wordt er in het Verenigd Koninkrijk nagedacht over een verplichting om de toekenning van alle of bepaalde bezoldigingselementen te onderwerpen aan een bindende goedkeuring van de AVA.¹⁵³

Vorenstaande laat onverlet dat de uitvoering van het bezoldigingsbeleid belangrijke informatie verschaft over het bezoldigingsbeleid. Een niet-bindende say-on-pay over de toepassing van het beleid kan dus wenselijk worden geacht, zoals ook het geval in het Verenigd Koninkrijk en in de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn. In het Verenigd Koninkrijk wordt uit een negatieve stem over de toepassing van het bezoldigingsbeleid afgeleid dat de AVA zich vermoedelijk ook niet (meer) kan vinden in het bezoldigingsbeleid. Aan deze negatieve stem is daar zelfs de consequentie aan verbonden dat de AVA in de gelegenheid moet worden gesteld op de volgende algemene vergadering over het beleid te stemmen. Daarmee wordt de macht van de AVA verder vergroot. Ook een voorheen goedgekeurd beleid kan immers alsnog worden weggestemd, wanneer de toepassing van dit beleid niet wordt gewaardeerd door de aandeelhouders.

Wanneer het doel van een say-on-payregeling betrekking heeft op het verkrijgen van informatie over de acceptatie van de bezoldiging onder aandeelhouders (een niet-bindende say-on-pay), dan is het maken van een onderscheid wellicht minder nodig, maar alsnog niet zonder enig nut. Het bezoldigingsbeleid ziet op de ex ante hoogte én de structuur van de bezoldiging met een blik op de toekomst terwijl de verantwoording over de wijze waarop het bezoldigingsbeleid is uitgevoerd betrekking heeft op de ex post bezoldiging en juist achterom kijkt. Een say-on-pay over het bezoldigingsbeleid stelt de vennootschap dus in staat onvrede van aandeelhouders over de ex ante hoogte of de structuur te voorkomen, terwijl een say-on-pay over de uitvoering van het bezoldigingsbeleid slechts bestaande onvrede zal doen openbaren.¹⁵⁴

Evenals bij de bindende say-on-pay over het bezoldigingsbeleid laat vorenstaande onverlet, dat de wijze waarop uitvoering wordt gegeven aan het bezoldigingsbeleid belangrijke informatie verschaft over het bezoldigingsbeleid. De toepassing van een op het oog correct bezoldigingsbeleid kan immers eveneens tot onvrede leiden. Om ervoor te zorgen dat het bezoldigingsbeleid conform de wens van aandeelhouders is en conform deze wens uitvoering wordt gegeven aan dit beleid, zou een aparte say-on-pay over de toepassing van het bezoldigingsbeleid ook in dit geval voor de hand liggen.

153 Zie hierover randnummer 308.

154 Daar komt bij dat het bezoldigingsbeleid in de regel meer algemeen geformuleerde bepalingen bevat, terwijl de toepassing van het beleid juist betrekking heeft op de ex post bezoldiging op individueel niveau.

De toegevoegde waarde laat zich voornamelijk zien wanneer een nieuw bezoldigingsbeleid wordt voorgesteld. De informatieve waarde van een say-on-pay over dit nieuwe beleid raakt dan immers vertroebeld omdat er tevens gestemd wordt over de wijze waarop het oude bezoldigingsbeleid is toegepast. Het beperken van een say-on-pay tot het bezoldigingsbeleid alleen, dus zonder een aparte say-on-pay over de toepassing van het beleid, is mijns inziens dan ook geen best practice.

328. Golden parachutes

Opvallend is dat in de Verenigde Staten en in het Verenigd Koninkrijk afzonderlijke regelingen zijn opgenomen die betrekking hebben op vrijwillig toegekende beloningen vanwege een vertrek of een overname. In het Verenigd Koninkrijk bestond voor de bindende say-on-pay over het bezoldigingsbeleid al een aparte bepaling over vergoedingen in verband met een ‘loss of office’. Een beloning wegens het vertrek van een bestuurder mag niet ‘voluntary’ worden toegekend of uitgekeerd zonder voorafgaande goedkeuring door de AVA. De Britse wetgever doelt daarmee op vertrekvergoedingen of een verlate erkenningspremie zonder contractuele grondslag. Immers, de verplichte goedkeuring geldt niet alleen voor beloningen die worden toegekend of uitgekeerd door de vennootschap zelf, maar ook voor beloningen die worden toegekend of uitgekeerd door iemand anders vanwege een overname van de onderneming of dochteronderneming of een overname van de aandelen in de vennootschap of een dochtervennootschap.¹⁵⁵ Kan de beloning worden aangemerkt als een schikking van een vordering, die voortvloeit uit het beëindigen van de aanstelling, dan is goedkeuring niet nodig.

In de Verenigde Staten is pas met de invoering van de say-on-pay-regeling gekozen voor een expliciete (niet-bindende) say-on-pay over eventuele golden parachutes. Ook de SEC richt zich daarmee in het bijzonder op bezoldigingsafspraken met bestuurders die gebaseerd zijn op of in relatie staan tot een overname, fusie of gelijksoortige transactie. De regeling blijft niet beperkt tot de beloning die de vennootschap met zijn bestuurders overeenkomt. De betrokken vennootschappen zijn verplicht iedere overeenkomst of toezegging openbaar te maken die de doelvennootschap heeft met haar eigen bestuurders of met die van de verkrijgende vennootschap, evenals iedere overeenkomst of toezegging tussen de verkrijgende vennootschap en haar eigen bestuurders of tussen de verkrijgende vennootschap en de bestuurders van de doelvennootschap. Deze regeling is, naast haar niet-bindend karakter, dus iets beperkter dan de Britse regeling.

¹⁵⁵ Sec. 217, 218 en 219 CA 2006.

In Duitsland schittert enige regeling over golden hello's of golden parachutes, ondanks de Mannesmann-affaire, door afwezigheid.¹⁵⁶

329. Say-on-pay over beloningen in aandelen en opties

Tenslotte is er nog een vierde categorie te onderscheiden: een say-on-pay over beloningen in aandelen en opties. Het Verenigd Koninkrijk kent een dergelijke regeling op basis van de Listing Rules van de FCA. Voor bepaalde LTI-plannen, waarbij aandelen worden toegekend aan bestuurders, is goedkeuring door de AVA verplicht gesteld.¹⁵⁷ Deze regeling geldt echter niet in het geval dat de enige participant in het LTI-plan een director is (of een individu wiens benoeming tot director wordt voorbereid) en het plan specifiek is ontworpen om de (beoogde) director aan te trekken of te behouden.¹⁵⁸ Hierdoor wordt de reikwijdte van deze say-on-pay ernstig beperkt.

Naast een directe say-on-pay kunnen er ook regels zijn die indirect ervoor zorgen dat de AVA een stem heeft over het toekennen van aandelen en opties aan bestuurders. Zo was het in Duitsland voor 1998 voor beursgenoteerde vennootschappen niet toegestaan aandelen uit te geven of in te kopen om daarmee te voldoen aan de optierechten die door bestuurders worden uitgeoefend. Aandelengerelateerde variabele beloning was in Duitsland daarom voornamelijk gekoppeld aan 'convertible bonds' en 'warrant bonds'. Voor deze 'bonds' was een $\frac{3}{4}$ meerderheid nodig van de aandeelhouders van de vennootschap op grond van § 221 AktG. Aandeelhouders waren terughoudend bij het geven van toestemming voor een te hoog percentage van deze vorm van belonen vanwege de mogelijke verwatering van hun aandelenkapitaal in de vennootschap. De beperkingen voor het uitvaardigen of inkopen van aandelen zijn opgeheven met de invoering van de KonTrag van 27 april 1998. Op grond van deze wet werd het inkopen van aandelen gedereguleerd. In het bijzonder maakt het nieuwe § 71 Abs 1 nr. 8 AktG het mogelijk voor de raad van commissarissen om door de aandeelhouders bevoegd te worden aandelen in te kopen zonder een voorbestemde reden, mits de inkoop van aandelen plaatsvindt binnen een periode van 18 maanden nadat de aandeelhouders de toestemming hebben gegeven en het percentage ingekochte aandelen niet boven de 10% van het uitstaande kapitaal uitkomt. Deze aanpassing in 1998 resulteert in een drastische toename van aandelenbeloningsplannen voor bestuurders.¹⁵⁹

156 In de Mannesmann-affaire stond het toekennen van erkenningspremies zonder contractuele grondslag centraal. In randnummer 449 komt deze affaire uitgebreid aan bod.

157 LR 9.4.1.R.

158 LR. 9.4.2.(2).R. In het bestuursverslag dienen details over een dergelijke regeling wel openbaar gemaakt te worden. Zie LR 9.4.3.R.

159 Haar 2011, p. 488 en 491.

330. Rechtvaardigingsgronden voor het versterken van de positie van de aandeelhouders

Ondanks de verschillende oplossingen is in alle onderzochte landen in meer of mindere mate een verschuiving waar te nemen naar het vergroten van de controle door de AVA. Opvallend is daarbij dat het toekennen van meer invloed aan de AVA veelal wordt gestaafd op één van twee uitgangspunten. Aan de ene kant leidt de visie dat de onderneming gedreven wordt ten behoeve van haar aandeelhouders ertoe dat de positie van de aandeelhouders moet worden versterkt. Hierdoor kunnen aandeelhouders er immers zorg voor dragen dat de bezoldiging in lijn is met de belangen van de aandeelhouders.

Wanneer uit wordt gegaan van een ‘directors primacy’ ligt het toekennen van invloed aan de aandeelhouders bij het vaststellen van de bezoldiging niet in de rede. Aandeelhouders krijgen daarmee immers macht over de doelstellingen en strategie van de onderneming.¹⁶⁰ De managerial powertheorie, althans een licht wantrouwen in de wil en/of kunde van commissarissen om op armlegte afstand met bestuurders te onderhandelen, dient in dat geval als rechtvaardigingsgrond voor het versterken van de positie van aandeelhouders bij het vaststellen van de bezoldiging. Daarnaast wordt veelal aangevoerd dat het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders geen toezichtstaak maar een bestuursstaak is die door de raad van commissarissen wordt uitgeoefend. De raad van commissarissen vervult zijn rol als werkgever. Het houden van toezicht door een ander orgaan is in dit specifieke geval dan ook noodzakelijk om te zorgen voor de juiste ‘checks and balances’ binnen de vennootschap. Het resultaat hiervan is dat zowel in landen met een meer ‘directors primacy’, als in landen die zich uitspreken voor een ‘shareholders primacy’, de invloed van de aandeelhouders is versterkt. Wel is een duidelijk verschil waar te nemen over de mate van inspraak van de AVA. Duitsland is immers terughoudender dan het Verenigd Koninkrijk waar expliciet gewezen werd op de ‘shareholder empowerment’ die ten grondslag ligt aan het Britse corporate governance model.¹⁶¹

“Shareholder empowerment lies at the heart of the UK’s corporate governance framework and these reforms are consistent with that approach.”¹⁶²

160 Zie onder andere Bainbridge 2009, p. 42-47; Bainbridge 2008.

161 In de Verenigde Staten woedt een felle strijd tussen de aanhangers van een directors primacy (onder andere Stephen Bainbridge en Lynn Stout) en van een shareholders primacy (onder andere Lucian Bebchuk).

162 BIS 2012a, p. 15.

De bevoegdheidsverdeling in Nederland

331. Historie

Naast het vergroten van de transparantie heeft de Nederlandse wetgever in 2004 gekozen voor aanpassing van art. 2:135 BW om de bezoldiging van bestuurders te reguleren. Met deze aanpassing wordt het huidige onderscheid in art. 2:135 BW geïntroduceerd tussen de vaststelling van het *bezoldigingsbeleid* en de vaststelling van de *individuele bezoldiging* van bestuurders.¹ Vanaf de introductie van art. 48c WvK in 1928 tot haar aanpassing in 2004 bepaalde het (bij opname in het NBW vernummerde) art. 2:135 BW dat, voor zover bij de akte van oprichting niet anders is bepaald, de bezoldiging van bestuurders door de algemene vergadering wordt vastgesteld.² Diverse amendementen bij het wetsvoorstel tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de structuurregeling, zorgen voor een wijziging van deze bepaling. De wetgever beoogt met deze wijziging een scheefgroei in de vennootschappelijke verhoudingen te herstellen.³

-
- 1 Zie als voorbeeld art. 2:135 lid 1 (bezoldigingsbeleid) respectievelijk lid 4 (individuele bezoldiging) BW. Overigens bestond voor invoering van het nieuwe art. 2:135 lid 1 BW al de verplichting op grond van art. 2:391 lid 2 BW het bezoldigingsbeleid openbaar te maken, waaruit kan worden opgemaakt dat er ook voor invoering van art. 2:135 BW een verplichting bestond om een bezoldigingsbeleid te hebben.
 - 2 De bepaling was in 1929 te vinden in art. 48c WvK. Bij de invoering van het nieuwe BW kwam deze bepaling ongewijzigd terecht in art. 2:135 BW. Voorheen was expliciet opgenomen dat onder de bezoldiging ook een tantième kan vallen. Deze laatste zin is geschrapt, vanwege de ontwikkeling van de verschillende nieuwe beloningsvormen. Desalniettemin valt tantième nog steeds onder bezoldiging.
 - 3 Van Solinge spreekt van ‘smokkelwaar’, aangezien het wetsvoorstel primair gericht is op het aanpassen van de structuurregeling terwijl de aanpassingen van o.a. art. 2:135 BW niet alleen zien op de structuurvennootschap maar van toepassing zijn op alle naamloze vennootschappen; Van Solinge 2003, p. 486. Zie tevens de opmerkingen van Vendrik tijdens het wetgevingsoverleg; Kamerstukken 28 179, nr. 52, Verslag van een wetgevingsoverleg, 3 september 2003, Vendrik, p. 19. De amendementen volgden op diverse ontwikkelingen met betrekking tot wet- en regelgeving over de bezoldiging van bestuurders, zoals het initiatiefvoorstel van wet van de Kamerleden Harrewijn en Rosenmöller (*Kamerstukken II*, 2001/02, 28 163, nr. 1–13), het rapport van de High Level Group van de Europese Commissie onder voorzitterschap van Jaap Winter en de daarop gebaseerde Mededeling van de Europese Commissie over herziening van het ondernemingsrecht en corporate governance van 21 mei 2003 (COM (2003) 284 final), de evaluatie van

Een reden voor de aanpassing is dat in de praktijk bij beursgenoteerde vennootschappen de bevoegdheid om de bezoldiging van bestuurders vast te stellen zonder uitzondering wordt gedelegeerd aan de raad van commissarissen. Hoewel de praktische voordelen van het delegeren van deze bevoegdheid evident zijn, wordt de huidige gang van zaken als onwenselijk beschouwd. De wetgever is de mening toegedaan dat de aandeelhouders in ieder geval een deel van de besluitvorming aan zich moeten houden om te voorkomen dat het evenwicht in de machtsverhoudingen binnen de vennootschap op dit punt wordt verstoord.⁴ Door verschillende excessen is er twijfel gerezen of de commissarissen bij het uitvoeren van de aan hen gedelegeerde taak – om de individuele bezoldiging van bestuurders vast te stellen – het belang van de vennootschap en de onderneming nog wel voorop stellen. Het wantrouwen jegens bestuurders en commissarissen, zoals uiteengezet in de managerial powerbenadering, sijpelt dus door in wetgevingsvoorstellen en voedt de onderliggende gedachte van de wetgever dat herstel van de onderlinge verhoudingen binnen de vennootschap noodzakelijk is.⁵

‘Commissarissen en bestuurders zijn veelal bekenden van elkaar. Dat ‘old boy’s network’ vermindert het vertrouwen in de onafhankelijkheid van commissarissen. Omdat bestuurders en commissarissen een grote informatievoersprong hebben, kunnen aandeelhouders zich ook geen goed oordeel vormen over de redelijkheid van de bezoldiging.’⁶

Ook is het kabinet de mening toegedaan dat, door de verschillende excessen en de immer stijgende bezoldigingsniveaus, commissarissen en bestuurders ieder gevoel voor verhoudingen kwijt zijn. Het past niet dat bestuurders – in schril contrast met

de 40 aanbevelingen over goed ondernemingsbestuur van de Commissie Peters en het verschijnen van de conceptcode voor corporate governance van de Commissie-Tabaksblat, zie *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 31 (Tweede Nota van Wijziging), 28 augustus 2003, p. 6.

4 *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 51 Brief van de Minister, p. 2.

5 De managerial powertheorie die tegelijkertijd opkwam in de literatuur wordt niet expliciet als reden genoemd. Wel wordt ingegaan op het ‘onderonsje’ tussen bestuurders en commissarissen waardoor bestuurders hun eigen bezoldiging vast kunnen stellen. De gedachte is derhalve grotendeels hetzelfde, namelijk dat commissarissen niet op het scherpst van de snede onderhandelden met de bestuurders en geneigd zijn de bestuurders tegemoet te komen. Zo merkt Minister van Justitie Donner onder meer op, dat het ongewenst is dat vennootschapsorganen hun eigen bezoldiging vaststellen dan wel een grote invloed daarop kunnen uitoefenen, zie *Kamerstukken I*, 2003-2004, 28179, B, p. 2.

6 *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 31 (Tweede Nota van Wijziging), 28 augustus 2003, p. 6. Zie tevens de opmerking van Minister Donner: “het [wetsvoorstel, ECHJL] gaat over het fundamentele feit dat de salarissen door het bestuur eventueel samen met de commissarissen worden vastgesteld. Daarover is ook de onrust ontstaan. Dat wordt nu doorbroken.” *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 52 (Verslag van een wetgevingsoverleg), 3 september 2003, Donner, p. 29.

de in die tijd van werknemers gevraagde pas op de plaats – bovenmatige inkomensontwikkelingen kennen.⁷

Vanwege het praktisch nut van de mogelijkheid om de vaststelling van de individuele bezoldiging van bestuurders te kunnen delegeren aan de raad van commissarissen, blijft de oorspronkelijke bepaling van kracht dat de bezoldiging van individuele bestuurders wordt vastgesteld door de algemene vergadering tenzij in de statuten een ander orgaan is aangewezen.⁸ Opgenomen wordt wel dat de vennootschap een beleid moet hebben op het terrein van de bezoldiging van het bestuur dat alleen mag worden vastgesteld door de algemene vergadering. De individuele bezoldiging dient met inachtneming van dit beleid te worden vastgesteld. Mocht in de statuten de bevoegdheid tot het vaststellen van de individuele bezoldiging aan een ander orgaan zijn toebedeeld, dan dient dat orgaan ten aanzien van beloningsregelingen voor het bestuur in de vorm van aandelen of opties een voorstel ter goedkeuring voor te leggen aan de algemene vergadering.⁹ De Nederlandse wetgever kiest derhalve voor het invoeren van twee vormen van say-on-pay. Voordat ik in zal gaan op deze regelingen verdient de vaststelling van de individuele bezoldiging van bestuurders enige uitleg vanwege de onduidelijkheid die hierover bestaat in de praktijk.

27.1 Vaststelling van de individuele bezoldiging: wie stelt de bezoldiging vast

332. Benoeming, bezoldiging en overeenkomst: wie is bevoegd?

Van oudsher bestaat de regel dat het orgaan dat de bevoegdheid heeft om individuele bestuursleden te benoemen en te ontslaan, in beginsel ook de bevoegdheid heeft om de bestuurdersbezoldiging vast te stellen. Over het algemeen is het de algemene vergadering van aandeelhouders die een bestuurder benoemt ex 2:132 lid 1 BW en die op grond van art. 2:135 lid 4 BW bevoegd is de individuele bezoldiging van bestuurders vast te stellen. De bevoegdheid tot het benoemen van een bestuur-

7 *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 31 (Tweede Nota van Wijziging), 28 augustus 2003, p. 6. De botsing tussen de verschillende perspectieven op bezoldiging en de verantwoordelijkheidsgedachte zoals vervat in het tweede deel komen hier dus tot uiting.

8 *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 31 (Tweede Nota van Wijziging), 28 augustus 2003, p. 6.

9 Naast het versterken van de macht van de aandeelhouders, wordt tevens expliciet bepaald dat de ondernemingsraad het beloningsbeleid gelijktijdig met de aanbieding van het beleid aan de algemene vergadering dient te ontvangen. Op de rol van de ondernemingsraad bij het vaststellingsproces van de bezoldiging van bestuurders kom ik terug in onder meer randnummer 362.

der kan niet worden gedelegeerd.¹⁰ De bevoegdheid van de algemene vergadering tot het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders kan wel, doch alleen bij de statuten, gedelegeerd worden aan een ander *orgaan* van de vennootschap.¹¹ Wordt van deze mogelijkheid gebruikgemaakt, dan ligt de bevoegdheid tot benoeming en tot vaststelling van de bezoldiging dus bij twee verschillende organen. Bij beursgenoteerde vennootschappen is het in de praktijk gewoon, dat de raad van commissarissen op grond van de statuten bevoegd is de bezoldiging van de individuele bestuurders vast te stellen.¹² Het komt dan ook veelvuldig voor dat de benoemingsbevoegdheid en bezoldigingsbevoegdheid uiteenlopen.

Zo in beginsel ook bij een naamloze vennootschap die onderworpen is aan de structuurregeling. Art. 2:135 BW is in dergelijke gevallen gewoon van toepassing.¹³ Hoewel de bevoegdheid tot het benoemen van de bestuurder bij structuurvennootschappen bij de raad van commissarissen ligt, blijft de algemene vergadering bevoegd tot het vaststellen van de individuele bezoldiging, tenzij deze laatste bevoegdheid – zoals in de praktijk overigens gebruikelijk – wordt gedelegeerd aan de raad van commissarissen.

Met vorenstaande wijkt het Nederlandse systeem af van de bevoegdheidsverdeling die geldt in Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten waar de bevoegdheid tot het benoemen en het vaststellen van de bezoldiging van de (uitvoerende) bestuurder in beginsel bij één orgaan ligt.¹⁴ Dit Nederlandse systeem brengt mogelijke problemen met zich waar in de praktijk tegenaan wordt gelopen.¹⁵

Deze mogelijke problemen worden versterkt omdat in de praktijk onduidelijkheid bestaat over de verhouding tussen de bevoegdheid om de bezoldiging vast te stellen ex art. 2:135 lid 4 BW en de bevoegdheid om de arbeidsovereenkomst

10 De bevoegdheid kan wel op grond van de wet bij een ander orgaan komen te liggen. Er wordt een uitzondering op de hoofdregel van art. 2:132 lid 1 BW gemaakt bij een naamloze vennootschap die onderworpen is aan de structuurregeling. In dat geval is het de raad van commissarissen die de bestuurders benoemt, zie art. 2:162 BW.

11 In art. 2:245 BW – de vergelijkbare regeling voor de BV – is de beperking dat de bevoegdheid slechts gedelegeerd kan worden aan een ander orgaan niet opgenomen.

12 Indien de raad van commissarissen deze bevoegdheid gedelegeerd heeft gekregen, zal er primair een voorstel ontworpen worden door de remuneratiecommissie (veelal na onderhandelingen met de bestuurder), dat daarna door de plenaire raad van commissarissen wordt goedgekeurd.

13 Evenals overigens art. 2:245 BW bij een besloten vennootschap die onderworpen is aan de structuurregeling. Zie Huizink 2004, art. 135, aant. 2; Bulten 2014, p. 97; *Kamerstukken II*, 32 512, nr. 3, p. 2.

14 De Aufsichtsrat respectievelijk de board of directors, zie hoofdstuk 26.

15 Een voorbeeld hiervan kwam naar voren in de Ahold-beschikking, waarin een dusdanig royale vergoeding overeen was gekomen met de potentiële bestuurder indien hij niet zou worden benoemd, dat de AVA niet het gevoel had vrij te staan de bestuurder niet te benoemen. Zie over deze Ahold-beschikking randnummers 341 en 452.

of overeenkomst van opdracht namens de vennootschap met de bestuurder af te sluiten.¹⁶ In een dergelijke overeenkomst kunnen naast afspraken over de bezoldiging, zoals het salaris, het pensioen en een eventuele beëindigingsvergoeding, tevens bepalingen zijn opgenomen over de aanstelling, de opzegtermijn en bijvoorbeeld een concurrentiebeding.¹⁷ Het vennootschapsrecht regelt weliswaar expliciet wie bevoegd is de bestuurder te benoemen en de bestuurdersbezoldiging vast te stellen, maar over de vraag hoe de benoeming en de vastgestelde bezoldiging zich verhouden tot de arbeidsovereenkomst of overeenkomst van opdracht met de bestuurder laat de wet zich niet uit.¹⁸

In de literatuur wordt erop gewezen dat het uiteenlopen van de bevoegdheid tot benoeming en bezoldiging het antwoord op deze vraag niet gemakkelijker maakt. Daar komt bij dat in de praktijk vaak eerst een (arbeids)overeenkomst wordt overeengekomen voordat er sprake is van een formeel benoemingsbesluit (en in sommige gevallen zelfs een bezoldigingsbesluit).¹⁹

In de Code 2016 lijkt er zelfs van uit te worden gegaan dat het ‘good governance’ is dat eerst een overeenkomst wordt gesloten met de beoogd bestuurder en daarna het bevoegde orgaan pas besluit over de benoeming.²⁰

Gesproken wordt dan ook van een mogelijke samenloop van het arbeidsrecht en het vennootschapsrecht wanneer er enerzijds een overeenkomst is gesloten waarin ook bezoldigingsafspraken worden overeengekomen, terwijl daarnaast de bezoldiging wordt vastgesteld bij besluit ex art. 2:135 BW.²¹ Zo wijst Bennaars op mogelijke discrepanties tussen de beloningsvoorwaarden in de overeenkomst en het

16 Bij beursgenoteerde ondernemingen wordt de overeenkomst sinds de invoering van art. 2:132 lid 3 BW niet meer aangemerkt als een arbeidsovereenkomst. In de regel zal er dus sprake zijn van een overeenkomst van opdracht. Art. 2:135 lid 4 BW geldt echter voor alle naamloze vennootschappen waardoor bij niet-beursgenoteerde ondernemingen de verhouding tussen de vastgestelde bezoldiging en de arbeidsovereenkomst voor rechtsonzekerheid kan zorgen. Ik zal derhalve tevens ingaan op de vertegenwoordigingsbevoegdheid ten aanzien van de arbeidsovereenkomst.

17 Een aantal van deze onderwerpen vallen immers niet onder het begrip bezoldiging waardoor de vraag opkomt wie bevoegd is de vennootschap ten aanzien van deze onderwerpen te binden. Zie Bennaars 2015, p. 137/138.

18 Zie o.a. Bennaars 2015, hoofdstuk 4 en 5; Meijer-Wagenaar 2006.

19 Bennaars 2015, hoofdstuk 4 en 5.

20 Zie Bennaars 2015, p. 186 en 187 onder verwijzing naar bpb II.2.4 Code 2008 (dit moet zijn II.2.14 Code 2008) waarin is opgenomen dat de belangrijkste elementen uit het contract met de individuele bestuurder na het sluiten van het contract gepubliceerd moeten worden, welke openbaarmaking uiterlijk dient te geschieden bij de oproeping voor de algemene vergadering waar de benoeming van de bestuurder wordt voorgesteld. In de Code 2016 is dit bpb 3.4.2.

21 Zie Meijer-Wagenaar 2006, p. 685; Bennaars 2015, p. 190 e.v.

bezoldigingsbesluit, die volgens haar kunnen ontstaan wanneer de vertegenwoordigingsbevoegdheid om de overeenkomst te sluiten en de bevoegdheid het bezoldigingsbesluit te nemen, uiteenlopen.²² Ook Meijer-Wagenaar gaat ervan uit dat de vertegenwoordigingsbevoegdheid bij het aangaan van bezoldigingsafspraken in een arbeidsovereenkomst bij een ander orgaan kan liggen dan het orgaan dat ex art. 2:135 lid 4 BW bevoegd is de bezoldiging vast te stellen.²³

De vraag is derhalve of het orgaan dat bevoegd is de arbeidsovereenkomst of overeenkomst van opdracht te sluiten namens de vennootschap een ander kan zijn dan het orgaan dat bevoegd is de bezoldiging van bestuurders vast te stellen. Voordat aan beantwoording hiervan kan worden toegekomen is een kleine uiteenzetting noodzakelijk over hoe het benoemingsbesluit en een eventuele arbeidsovereenkomst of overeenkomst van opdracht zich tot elkaar verhouden.²⁴

333. Het benoemingsbesluit: een functionele en een contractuele band

Bij een gewone werknemer wordt zijn aanstelling en loon bepaald aan de hand van de met de vennootschap gesloten arbeidsovereenkomst. Bij een bestuurder geldt echter een ander vennootschapsrechtelijk regime. De functie van bestuurder wordt immers pas verworven na formele benoeming bij besluit door het daartoe bevoegde orgaan.²⁵

Het benoemingsbesluit wordt in de literatuur aangemerkt als een besluit met direct externe werking. Enerzijds heeft het benoemingsbesluit dus interne werking (de benoeming van de bestuurder als actor binnen de interne deelrechtsorde) en anderzijds behelst het een vertegenwoordigingshandeling – een aanbod – om in een contractuele verhouding tot de vennootschap te komen staan. Voor het ontstaan van de rechtsband tussen bestuurder en vennootschap is een benoemingsbesluit niet voldoende, aanvaarding door de bestuurder is hiervoor noodzakelijk.²⁶ Na aanvaarding van de benoeming ontstaat een tweeledige verhouding: enerzijds maakt

22 Bennaars 2015, p. 190.

23 Meijer-Wagenaar 2006; Meijer-Wagenaar 2014.

24 De mogelijke discrepanties komen volgens Bennaars tevens voor in de relatie tussen het benoemingsbesluit en een eventuele (arbeids)overeenkomst. Bennaars 2015, zie hoofdstuk 4 en tevens p. 190.

25 Noch een arbeidsovereenkomst met daarin opgenomen de functie van bestuurder, noch het verrichten van bestuurstaken brengt mee dat iemand wordt aangemerkt als bestuurder in de zin van boek 2 BW. Zie onder andere HR 15 december 2000, *NJ* 2001/109, m.nt. Ma (Van Ekelenburg/Squamish) en HR 6 januari 2012, *NJ* 2012/336, m.nt. PvS (Imeko Holding/B&D Beheer).

26 Asser/Kroeze 2015, nr. 195; Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 245 en 247; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 425 en 431. Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 45. Zie art. 6:217 lid 1 BW.

de bestuurder deel uit *van* de vennootschap als deelrechtsorde (de functionele betrekking), anderzijds staat de bestuurder *tot* de vennootschap in een contractuele verhouding.²⁷ In de literatuur overheerst de overtuiging dat de contractuele verhouding, die ontstaat tussen bestuurder en rechtspersoon na aanvaarding van het benoemingsbesluit, voorop staat. De functionele relatie tot de vennootschap is inherent aan deze contractuele verhouding.²⁸

Huizink is een principieel andere mening toegedaan. Hij gaat er vanuit dat de benoeming en het aangaan van de (arbeids)overeenkomst dienen te worden aangemerkt als twee afzonderlijke rechtsfeiten die niet aan elkaar zijn gekoppeld. Door aanvaarding van de benoeming komt volgens Huizink dan ook slechts een functionele rechtsbetrekking tot stand en geen contractuele. De contractuele rechtsbetrekking moet nog apart worden gesloten, waarbij de normale vertegenwoordigingsregels gelden.²⁹ Deze opvatting wordt door de andere auteurs bestreden en zou ook ik, zoals zal blijken, niet willen volgen.³⁰ Onze oosterburen lijken overigens eenzelfde mening als Huizink te zijn toegedaan. Het systeem in Duitsland verschilt echter van het Nederlandse omdat in Duitsland de bevoegdheid tot ‘Bestellung’ en ‘Anstellung’ dwingendrechtelijk bij de Aufsichtsrat is neergelegd en kan derhalve niet één op één getransponeerd worden naar Nederland.³¹

Bij de aanvaarding van de benoeming door de bestuurder ontstaat aldus een overeenkomst tussen bestuurder en vennootschap, welke overeenkomst een arbeidsover-

27 Een overeenkomst komt conform art. 6:217 lid 1 BW immers tot stand door een aanbod en de aanvaarding daarvan. Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 45. Deze tweeledige verhouding duiden Van Schilfgaarde c.s. als de vennootschapsrechtelijke betrekking. Zie overigens ook de parlementaire geschiedenis uit 1910 bij art. 48b WvK: “De rechtsverhouding tussen de naamloze vennootschap en hare bestuurders is een duidelijk sprekend voorbeeld van eene dubbelslachtige rechtsbetrekking. Terwijl toch eenerzijds de bestuurder de vennootschap vertegenwoordigt, rechtshandelingen verricht namens haar, is hij haar tevens als beheerder harer zaken een arbeider in haren dienst”, *Stb.* 1928, 217, nr. 3, p. 36.

28 Zie Asser/Kroeze 2015, nr. 196; Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 45; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 425. Het bestaan van deze contractuele verhouding wordt bevestigd door de artt. 2:131/241 BW en artt. 2:138/248 lid 8 BW waarin expliciet gesproken wordt over de overeenkomst tussen de vennootschap en de bestuurder.

29 Huizink 1989, p. 8 e.v. Zie ook Huizink 2001, p. 3 en 4 en Huizink 2003, p. 5 en 6.

30 Asser/Kroeze 2015, nr. 195 en 196; Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 45; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 425; Zie al eerder Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 244 en Asser/Van der Grinten/Maeijer 1997, nr. 43. Bennaars lijkt de gedachte van Huizink (in elk geval deels) te volgen door te stellen dat volgens haar het benoemingsbesluit geen aanbod behelst tot het aangaan van een overeenkomst en het volgens haar beter aansluit bij de praktijk en het systeem van de wet om de benoeming en het aangaan van de arbeids- of opdrachtovereenkomst te zien als twee aparte rechtsfeiten, elk geregeerd door het eigen rechtstelsel. Bennaars 2015, p. 157.

31 Zie hierover randnummer 315.

eenkomst *kán* zijn, maar dat hoeft niet.³² In de literatuur wordt derhalve ook wel gesproken van de bestuursovereenkomst wanneer wordt gedoeld op de contractuele verhouding tussen bestuurder en vennootschap.³³

Is niets afgesproken of is afgesproken dat de bestuurder onbezoldigd zijn functie zal vervullen dan komt er geen arbeidsovereenkomst tot stand maar is er desalniettemin sprake van een contractuele band.³⁴ Bij aanvaarding van het aanbod tot benoeming bij direct extern werkend besluit komt dus te allen tijde *een* overeenkomst tot stand tussen de bestuurder en de vennootschap. Wordt bij benoeming (impliciet) verwezen naar een eerder getekende (arbeids)overeenkomst (bijvoorbeeld zoals gebruikelijk een (arbeids)overeenkomst waarin formele benoeming als opschortende voorwaarde is opgenomen), dan geeft deze (arbeids)overeenkomst invulling aan de contractuele band tussen bestuurder en vennootschap.³⁵ Is van een dergelijke (impliciete) verwijzing geen sprake, dan moet de (nieuwe) overeenkomst, die ontstaat door aanvaarding van de benoeming, mijns inziens geacht worden in de plaats te zijn gekomen van een eerder gesloten overeenkomst.³⁶ Is er geen sprake van een (arbeids)overeenkomst maar neemt of heeft het daartoe bevoegde orgaan een (direct extern werkend) bezoldigingsbesluit genomen, dan moet de door het besluit vastgestelde bezoldiging worden geacht invulling te geven aan de contractu-

32 Van Solinge & Nieuwe Weme stellen dat indien de contractuele rechtsverhouding tussen bestuurder en vennootschap niet kan worden gekwalificeerd als een arbeidsovereenkomst, deze als opdracht moet worden beschouwd. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 425. Asser/Kroeze 2015, nr. 196; Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 245.

33 Zie onder andere Asser/Kroeze 2015, nr. 196. Van Solinge & Nieuwe Weme hebben het over een bestuurderscontract, zie Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 425.

34 Deze overeenkomst wordt niet aangemerkt als een arbeidsovereenkomst aangezien het element 'loon' of 'bezoldiging' ontbreekt, zie Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 45. Dat er geen sprake is van een *arbeidsovereenkomst* wil echter niet zeggen dat er geen sprake is van een overeenkomst. Partijen kunnen immers een overeenkomst sluiten waarin de één onbezoldigd verplichtingen op zich neemt. Ook in dat geval is er sprake van een contractuele band. Zie anders: Verburg 2008, p. 7, die stelt dat het benoemingsbesluit tot gevolg heeft dat de bestuurder een functionele band heeft en een contractuele, *mits* bezoldigd.

35 De fundering onder het argument van Bennaars, dat tegen deze eerste variant pleit dat partijen doorgaans al overeenstemming hebben bereikt over de voorwaarden waaronder de bestuurder aan zal treden, zie ik dan ook niet. Zie Bennaars 2015, p. 142, 143 en 331. Zie overigens ook randnummer 332 e.v. waarin ik verder inga op de verhouding tussen de eerder ondertekende arbeidsovereenkomst en het benoemingsbesluit.

36 Op basis van de omstandigheden van het geval en hetgeen partijen over en weer mochten verwachten zal moeten worden bepaald of een eerder gesloten arbeidsovereenkomst is aan te merken als de uitwerking van de contractuele verhouding.

ele band tussen bestuurder en vennootschap.³⁷ Uiteraard bestaat de mogelijkheid na benoeming nadere invulling te geven aan de contractuele band door een nieuwe (arbeids)overeenkomst aan te gaan of de door aanvaarding van de benoeming ontstane overeenkomst te wijzigen.

334. Het ontstaan van een (nieuwe) overeenkomst door aanvaarding van de benoeming

Door Bennaars zijn enkele kanttekeningen geplaatst bij de visie dat met het benoemingsbesluit zowel de contractuele als de functionele rechtsbetrekking tot stand komt.³⁸ Een deel van haar kritiek berust mijns inziens op een verkeerde opvatting van de door Van Schilfgaarde c.s. verkondigde visie. Zo stellen Van Schilfgaarde c.s. dat, wanneer een persoon die in concernverband een arbeidsovereenkomst heeft met de moedervennootschap, als bestuurder wordt benoemd van een dochtervennootschap, de wederpartij bij de (tweeledige) vennootschapsrechtelijke betrekking een ander is dan de wederpartij bij de daarvan losgemaakte arbeidsovereenkomst.³⁹ Volgens Bennaars is in dit geval niet duidelijk hoe de contractuele band met de andere wederpartij dan tot stand zou moeten komen.⁴⁰ Zij lijkt daarbij over het hoofd te zien dat er volgens de redenering van Van Schilfgaarde c.s. twee contractuele banden zijn: één tussen de moeder en deze persoon in de vorm van een arbeidsovereenkomst (die gewoon aan te merken is als een overeenkomst tussen vennootschap en werknemer, aangezien de bestuurder van de dochter geen bestuurder van de moeder is) en een tweede contractuele band die onderdeel uitmaakt van de (tweeledige) *vennootschapsrechtelijke betrekking* tussen de dochtervennootschap en de persoon in zijn hoedanigheid als bestuurder van de dochter, welke tot stand komt door aanvaarding van de benoeming.⁴¹

37 Voor het ontstaan van de contractuele band is aanvaarding van de benoeming vereist. Voor het inkleuren van de contractuele band met de vastgestelde bezoldiging is aanvaarding van deze bezoldiging vereist. Aanvaarding zal in de regel samenvallen en veelal impliciet gebeuren. Wil de beoogd bestuurder niet benoemd worden of is hij het oneens met de vastgestelde bezoldiging dan zal hij hier expliciet gewag van moeten maken.

38 Bennaars 2015, p. 142.

39 Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 45.

40 Bennaars 2015, p. 141. Zie ook p. 142 waarin zij (wellicht met uitzondering van de benoeming door de OK mijns inziens onjuiste) voorbeelden geeft van een benoeming zonder contractuele poot. Volgens haar is in dergelijke gevallen sprake van slechts een vennootschappelijke relatie, waarmee zij (in ieder geval deels) de lijn van Huizink lijkt aan te hangen die ook stelt dat bij benoeming alleen de functionele band ontstaat en geen contractuele. Huizink 1989, p. 8 e.v.

41 Van Schilfgaarde c.s., die dit voorbeeld te berde brengen, spreken immers over de vennootschappelijke betrekking, bestaande uit een contractuele en een functionele band met de ene wederpartij (de dochter) en de arbeidsovereenkomst met de andere wederpartij

Kroeze bouwt hierop voort wanneer hij stelt dat het niet onmogelijk is dat er, naast de bestuurdersovereenkomst die de functionele relatie meebrengt, een arbeidsovereenkomst tussen de rechtspersoon en zijn bestuurder bestaat. Als voorbeeld noemt hij de – onbezoldigde – bestuurder van een non-profit organisatie waarmee wordt overeengekomen dat hij tevens manager van de organisatie zal zijn. Er zijn volgens Kroeze dan twee te onderscheiden contractuele verhoudingen.⁴²

Het vorenstaande brengt mee dat er ook in het voorbeeld van een werknemer met een arbeidsovereenkomst met de vennootschap die tot bestuurder van deze vennootschap wordt benoemd, door aanvaarding van die benoeming – naast de functionele – een nieuwe contractuele relatie ontstaat. Deze nieuwe contractuele relatie komt in de plaats van de oude, tenzij het de wil van partijen is dat de oude (arbeids)overeenkomst ook blijft gelden voor de nieuwe situatie.⁴³ De conclusie acht ik dan ook onjuist dat, omdat er al een contractuele relatie bestaat, de benoeming dus geen nieuwe contractuele relatie creëert.⁴⁴ Vorenstaande zet tevens de in de literatuur verkondigde conclusie in een ander licht, dat niet valt in te zien dat het benoemingsbesluit gezien moet worden als een aanbod tot het aangaan van een (arbeids)overeenkomst.⁴⁵

(de moeder). Het begrip ‘vennootschappelijke betrekking’ zorgt wellicht voor verwarring. Van Schilfgaarde c.s. doelen daarmee op de tweeledige band (contractueel en functioneel). Vaak wordt de functionele band echter aangeduid als de vennootschapsrechtelijke band waardoor misverstanden kunnen ontstaan. Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 45. Ook Dortmund ziet in dit geval twee samenhangende contractuele verhoudingen: een overeenkomst – arbeidsovereenkomst – met de moeder en een rechtsbetrekking met de dochter. Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 245.

- 42 Asser/Kroeze 2015, nr. 196. Er is in dit voorbeeld overigens wel sprake van een uitzonderlijke situatie. In de regel zal de arbeidsovereenkomst ‘als manager’ invulling geven aan de vennootschappelijke rechtsbetrekking als bestuurder, maar, zoals Kroeze aangeeft, hoeft dat onder omstandigheden niet het geval te zijn.
- 43 In dat geval zijn er twee mogelijkheden: (i) of de afspraken zoals vervat in de oude (arbeids)overeenkomst kleuren de nieuwe contractuele band die is ontstaan door aanvaarding van de benoeming als bestuurder, (ii) of de oude (arbeids)overeenkomst blijft – onder uitzonderlijke omstandigheden – in stand naast de nieuwe overeenkomst die is ontstaan door aanvaarding van de benoeming en louter een overeenkomst tot aanstelling inhoudt (in gelijke zin als het voorbeeld van Kroeze). Deze laatste optie is hoogst uitzonderlijk, waarvoor het expliciteren van de wil om deze oudere (arbeids)overeenkomst in stand te houden naar mijn mening een vereiste is.
- 44 Anders: zie Bennaars 2015, p. 142. Ook haar conclusie dat de contractuele poot van de rechtsbetrekking in dat geval automatisch wordt ingevuld door de al bestaande relatie en de benoemingshandeling dus geen nieuwe of andere overeenkomst doet ontstaan, acht ik onjuist.
- 45 Bennaars ziet niet in hoe het benoemingsbesluit een aanbod kan behelzen aangezien zij ervan uitgaat dat niet in alle gevallen een overeenkomst tot stand komt, zie Bennaars 2015, p. 142/143 en p. 156. Mijns inziens volgt uit vorenstaande evident dat het benoe-

335. De functioneel bestuurder?

In de praktijk zullen bij beursgenoteerde vennootschappen bijna zonder uitzondering nieuwe voorwaarden overeen worden gekomen, die in zullen gaan na benoeming. Bij een gewone naamloze vennootschap kan het echter voorkomen dat – zoals Ten Have stelt – “[...] functie, takenpakket en arbeidsvoorwaarden van de bestuurder nauwelijks worden gewijzigd, omdat het statutair bestuurderschap bij de uitoefening van de werkzaamheden geen werkelijke rol speelt [...]”.⁴⁶ A-G Timmerman gaat in zijn conclusie bij het Seebregts-arrest in op de vraag of, in een situatie zoals door Ten Have geschetst, ontslagneming van een statutair bestuurder van een naamloze of besloten vennootschap te allen tijde het einde van zijn arbeidsovereenkomst met deze vennootschap tot gevolg heeft.⁴⁷ Hij stelt dat de hoofdregel is, dat een ontslagneming door de bestuurder niet eenzijdig beperkt kan blijven tot verlies van de hoedanigheid van bestuurder met instandhouding van de dienstbetrekking.⁴⁸ Zou van deze hoofdregel worden afgeweken, dan zou er een onderscheid gemaakt moeten worden tussen werkzaamheden die als bestuurder worden verricht en die als werknemer worden verricht. Een dergelijk onderscheid valt volgens Timmerman doorgaans niet goed te maken en zal tot juridische complicaties en procedures leiden. Hij wijst erop dat bestuursfuncties, naar gelang van de soort van vennootschap, een nogal uiteenlopende inhoud hebben.⁴⁹ Op dit punt hebben de betrokken partijen aldus vrijheid hun relatie naar eigen inzicht vorm te geven. Daarnaast zou splitsing er tevens voor kunnen zorgen dat – zoals Verburg opmerkt – de bestuurder een deel van zijn taken buiten het bestuurderschap brengt, van een aparte beloning voorziet en daarmee de indruk wekt dat hij een veel lager inkomen heeft dan in werkelijkheid het geval is.⁵⁰ Timmerman merkt op dat vorenstaande niet betekent dat er nooit tussen de vennootschappelijke en arbeidsrechtelijke positie gesplitst mag worden. In uitzonderlijke gevallen kan er volgens

mingsbesluit, als direct extern werkend besluit, aldus een vertegenwoordigingshandeling – een aanbod – tot het sluiten van een overeenkomst behelst.

46 Ten Have 2005, p. 152-153. Witteveen besteedt in zijn noot onder Ciris al aandacht aan deze problematiek, HR 15 april 2005, *JOR* 2005/6 m.nt. Witteveen (Ciris).

47 Zie HR 3 februari 2006, *JAR* 2006/66, m.nt. Beltzer (Seebregts). A-G Timmerman ziet in de onderhavige zaak onvoldoende aanknopingspunten voor een splitsing tussen de contractuele en functionele band en concludeert tot verwerping. De Hoge Raad doet de zaak af op grond van art. 81 RO.

48 De hoofdregel is door de Hoge Raad geformuleerd in het Ciris-arrest, HR 15 april 2005, *JOR* 2005/6 m.nt. Witteveen (Ciris). Zie PHR 3 februari 2006, *JAR* 2006/66 (Seebregts), onder 2.7.

49 Het is volgens Timmerman goed denkbaar dat bij de ene vennootschap iemand uitsluitend werkzaamheden als werknemer verricht, terwijl een ander bij een andere vennootschap min of meer dezelfde werkzaamheden als bestuurder verricht.

50 Verburg 2005, p. 28.

hem wel degelijk reden voor splitsing zijn, waarbij hij expliciet wijst op de situatie zoals geschetst door Ten Have. Het enkele feit dat de bestuurder, voordat hij bestuurder werd, al een arbeidsovereenkomst met de vennootschap had, is echter niet voldoende voor een splitsing.

Timmerman heeft het in zijn conclusie bij het Seebregts-arrest over een splitsing tussen de functionele en contractuele band. Het gaat in dat geval om de uitzonderingssituatie waarbij de functionele band teniet gaat met behoud van de contractuele band. Andersom is niet mogelijk. Op twee manieren kan tot een dergelijke splitsing worden gekomen. De meest voor de hand liggende weg is dat de specifieke omstandigheden van het geval leiden tot een afwijken op grond van de redelijkheid en billijkheid van de hoofdregel dat beide banden teniet gaan als de functionele band wordt doorgesneden. Betoogd zou daarnaast kunnen worden dat in het geval waarin functie, takenpakket en arbeidsvoorwaarden van de bestuurder nauwelijks worden gewijzigd, omdat het statutair bestuurderschap bij de uitoefening van de werkzaamheden geen werkelijke rol speelt, er in wezen sprake is van twee contractuele banden die naast elkaar bestaan. In dat geval is er geen sprake van opsplitsing van de vennootschappelijke betrekking (functioneel en contractueel) maar van een uitzonderingssituatie gelijk aan het voorbeeld dat wordt gegeven door Kroeze.⁵¹ Het hof Arnhem-Leeuwarden lijkt eenzelfde redenering te volgen in zijn uitspraak van 22 december 2015.⁵² Daarin speelde de vraag of een managementovereenkomst met een aandeelhouder/bestuurder slechts kon worden opgezegd indien tegelijkertijd het statutair bestuurderschap zou eindigen. Het hof overweegt dat uit een analoge toepassing van de 15 april-arresten niet volgt dat, zolang het statutair bestuurderschap van de betrokkene niet door ontslag of vrijwillig – door de bestuurder – is beëindigd, een met de bestuurder gesloten managementovereenkomst niet door een afzonderlijke opzegging kan eindigen. Als reden geeft het hof dat van een lotsverbondenheid tussen *beide* overeenkomsten in het onderhavige geval geen grond is, aangezien met de andere twee aandeelhouders/bestuurders geen managementovereenkomst is gesloten. Dit laatste zou erop wijzen dat de aandeelhouders een koppeling tussen het bestuurderschap en het hebben van een managementovereenkomst niet in algemene zin gewenst of noodzakelijk hebben geacht.

Aanvaarding van het aanbod dat volgt uit het benoemingsbesluit door de bestuurder doet aldus in de regel een nieuwe contractuele band tot stand komen. Dat laat onverlet dat er mogelijk problemen kunnen ontstaan wanneer het orgaan dat benoemt of de bezoldiging vaststelt, niet hetzelfde orgaan is dat ook bevoegd is de arbeids- of opdrachtovereenkomst te sluiten. De vraag rijst in dat geval wie eigenlijk bevoegd is de (arbeids)overeenkomst namens de vennootschap aan te gaan? En hoe verhoudt de (arbeids)overeenkomst zich tot het vaststellen van de bezoldiging? Voor beantwoording van deze vragen is allereerst een duiding van art. 2:135 lid 4 BW nodig.

⁵¹ Asser/Kroeze 2015, nr. 196.

⁵² Hof Arnhem-Leeuwarden 22 december 2015, ECLI:NL:GHARL:2015:9834, r.o. 4.4 e.v.

336. Art. 2:135 lid 4 BW: Een vertegenwoordigingsbepaling?

De voorloper van het huidige art. 2:135 lid 4 bepaalde dat, voor zover bij de akte van oprichting niet anders is bepaald, de bezoldiging van bestuurders door de algemene vergadering wordt vastgesteld. Deze formulering heeft voorheen voor enige verdeeldheid in de literatuur gezorgd over de vraag hoe tegen art. 2:135 (oud) BW moet worden aangekeken, in het bijzonder over de vraag of art. 2:135 (oud) BW gezien moet worden als een vertegenwoordigingsbepaling waarmee wordt afgeweken van de reguliere bepalingen omtrent vertegenwoordiging of dat vaststelling slechts een interne aangelegenheid is.⁵³

Volgens Maeijer moet de vraag of art. 2:135 (oud) BW aangemerkt dient te worden als een vertegenwoordigingsbepaling ontkennend worden beantwoord. Het artikel bedoelt volgens hem geenszins te zeggen dat, behoudens afwijkende statutaire voorziening, alléén de algemene vergadering de vennootschap aan een bepaalde bezoldiging kan binden. Degene die de vennootschap bij het sluiten van de overeenkomst vertegenwoordigt, dient volgens hem het bedrag in acht te nemen dat door het daartoe bevoegde vennootschappelijke orgaan is vastgesteld.⁵⁴

Huizink verkondigt deze gedachte aanvankelijk ook in zijn dissertatie waarin hij stelt dat de algemene vergadering op zijn best een instructiebevoegdheid heeft.⁵⁵ Later komt hij hierop terug.⁵⁶ Met deze ommezwaai schaaft hij zich in het kamp van Van der Grinten, die stelt dat art. 2:135 (oud) BW wel moet worden aangemerkt als een vertegenwoordigingsbepaling. In de visie van Van der Grinten kan de vennootschap dus slechts aan een bepaalde bezoldiging worden gebonden door het op grond van art. 2:135 (oud) BW bevoegde orgaan.⁵⁷

In het kader van deze discussie is het ERTCC-arrest interessant, waarin de Hoge Raad zich boog over art. 112 Wetboek van Koophandel van de Nederlandse Antillen (hierna: WvKNA). Dit artikel is, evenals art. 2:135 BW en art. 2:245 BW, een opvolger van art. 48c (oud) WvK. Art. 112 WvKNA hield in dat, voor zover bij de akte van oprichting niet anders is bepaald, de algemene vergadering de bezoldiging van bestuurders vaststelt. In casu had de AVA besloten tot een bepaalde bezoldiging voor een nieuwe bestuurder.

53 Voor auteurs die het artikel niet zien als een vertegenwoordigingsbepaling, zie Asser/Maeijer 2000, nr. 310; Pitlo/Löwensteyn 1994, nr. 4.185; Huizink 1989, p. 96. Opgemerkt dient te worden dat Huizink afstand neemt van zijn standpunt in zijn dissertatie uit 1989, in Huizink 2004, art. 135, aantekening 2. Zie over deze verdeeldheid tevens de noot van Bulten bij Hof Arnhem-leeuwarden 15 januari 2013, *JOR* 2013/331 (NTI/Vernhout); Bulten 2014, p. 104/105 en Meijer-Wagenaar 2006, p. 683.

54 Asser/Maeijer 2000, nr. 310.

55 Huizink 1989, p. 96.

56 Huizink 2004, art. 135, aantekening 2.

57 Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 251.

De al zittende bestuurder van de vennootschap was vervolgens een managementovereenkomst aangegaan met de nieuwe bestuurder, waarin zij een bezoldiging overeengekomen waren die hoger was dan de bezoldiging zoals vastgesteld door de AVA.

A-G Timmerman overwoog in zijn conclusie dat hij in de wetgeschiedenis geen vrijheid voor wie dan ook kon lezen, dat, als de aandeelhoudersvergadering krachtens de haar toekomende bevoegdheid een bezoldiging van een bestuurder vaststelt, een ander orgaan een daarvan afwijkende bezoldiging mag vaststellen. “Dit geldt mijns inziens voor naar Nederlands recht opgerichte b.v.’s, ondanks dat we hier de regel kennen dat het bestuur bij vertegenwoordiging soms iets anders met een derde kan afspreken dan hij intern bezien mocht. Hier is immers de wettelijke regel van art. 2:245 BW in het geding. Deze beperkt de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur.”⁵⁸ Niet geheel duidelijk wordt of deze beperking betrekking heeft op de gehele vertegenwoordigingsbevoegdheid of slechts op de omvang ervan (de casus biedt daar overigens ook de ruimte voor). Voor dat laatste lijkt de passage van Timmerman te pleiten waarin hij stelt: “De bestuurder is in zijn handelen gebonden door de beperking hem door de AVA gesteld; de beperking vormt weliswaar een interne regeling van bevoegdheden maar deze interne regel heeft in het Antilliaanse vennootschapsrecht externe werking.”⁵⁹ Even later schrijft hij: “ook al zou men in artikel 112 WvKNA zelf geen vertegenwoordigingsbepaling willen lezen, dan kan dat niettemin betekenen dat deze wetsbepaling de vertegenwoordigingsbevoegdheid beperkt. (...) Maeijer zegt [in Asser-Maeijer, 2-III, nr. 310, ECHL] enerzijds dat hij in art. 2:245 BW geen vertegenwoordigingsbepaling leest. Anderzijds zegt hij mijns inziens terecht dat degene die de vennootschap bij het sluiten van een overeenkomst met een bestuurder vertegenwoordigt, het bedrag in acht zal hebben te nemen dat in gevolge artikel 2:245 BW door het daartoe bevoegde vennootschappelijke orgaan is vastgesteld.”⁶⁰ Timmerman concludeert vervolgens dat de vordering van de bestuurder beperkt is tot hetgeen is vastgesteld door de AVA.

De Hoge Raad overweegt slechts dat “art. 103 WvK-NA [bepaalt, ECHL] dat, behoudens beperkingen bij de akte van oprichting, het bestuur belast is met het besturen van de zaken der vennootschap en art. 112 dat, voor zover bij de akte van oprichting niet anders is bepaald, de algemene vergadering de bezoldiging van bestuurders vaststelt. Naar het destijds geldende Nederlands-Antilliaans recht behelst art. 112 een beperking van de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur, waaraan externe werking toekomt, zoals ook gold voor de overeenkomstige bepaling in het Nederlandse WvK voordat dit wetboek, in 1971, werd aangepast aan de Europese regelgeving.”⁶¹

58 PHR 23 september 2005, ECLI:NL:PHR:2005:AT5554, onder 2.2 (ERTCC).

59 PHR 23 september 2005, ECLI:NL:PHR:2005:AT5554, onder 2.6 (ERTCC). Deze passage lijkt de opvatting van Maeijer te ondersteunen.

60 PHR 23 september 2005, ECLI:NL:PHR:2005:AT5554, onder 2.10 (ERTCC).

61 HR 23 september 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT5554, r.o. 3.3.2 (ERTCC).

Tegenwoordig is er consensus dat art. 2:135 lid 4 BW beschouwd moet worden als een vertegenwoordigingsbepaling.⁶² Sinds de aanpassingen van art. 2:135 BW in 2004 is aan enige verdeeldheid een einde gekomen. Het is in het bijzonder de laatste zin van het huidige lid 5 dat bijgedragen heeft aan het einde van de discussie.⁶³ Daarin is immers expliciet opgenomen dat het ontbreken van goedkeuring door de algemene vergadering betreffende bezoldigingsregelingen voor het bestuur in aandelen en opties de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het door de statuten aangewezen orgaan niet aantast. Zou art. 2:135 lid 4 BW niet moeten worden gezien als een vertegenwoordigingsbepaling, dan zou de laatste zin van art. 2:135 lid 5 BW ieder nut ontberen.⁶⁴

Of daadwerkelijk goed is nagedacht over het toevoegen van deze slotzin aan lid 5 van art. 2:135 BW is overigens de vraag.⁶⁵ De toevoeging dat “het ontbreken van de goedkeuring de vertegenwoordigingsbevoegdheid niet aantast” komt op een aantal plaatsen in boek 2 BW voor, maar heeft dan altijd betrekking op de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur of bestuurders.⁶⁶ Het ligt mijns inziens voor de hand dat de wetgever

62 De visie dat art. 2:135 BW een vertegenwoordigingsbepaling is, wordt onder andere verkondigd in Verburg 2015, p. 71; Bulten 2014; Van Slooten & Zaal 2008; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 428, p. 523; Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 45; Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 251; Huijgen/Lennarts 2013, Boek 2, art. 135; Meijer-Wagenaar 2006, p. 687; Huizink 2004, art. 135, aantekening 2; Van der Heijden/van der Grinten 1992, nr. 251. Zie ook A-G Timmerman in zijn conclusie bij HR 15 april 2005, *LJN*: AS2030 (Unidek), waar hij onder 2.10 ten aanzien van het met art. 2:135 BW vergelijkbare art. 2:245 BW schrijft: “Op bepaalde punten ligt de vertegenwoordiging van een b.v. bij de aandeelhoudersvergadering. Ik noem bijvoorbeeld de benoeming van een accountant (art. 2:393, lid 1 en 2 BW) en het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders (art. 2:245 BW).” Overigens blijkt uit de parlementaire geschiedenis bij Boek 2 BW dat het besluit tot vaststelling van de tantième van een commissaris gezien moet worden als een direct extern werkend besluit. “Daartegenover staan besluiten met (direct) externe werking, die een rechtshandeling of een wilsverklaring ten aanzien van een derde behelzen; bij voorbeeld het ontslag van een commissaris of de vaststelling van diens tantième.” Hieruit volgt logischerwijze dat ook het besluit tot vaststelling van de bezoldiging van bestuurders, evenals de benoeming van bestuurders, aangemerkt dient te worden als een direct extern werkend besluit en dus dat art. 2:135 lid 4 BW aangemerkt dient te worden als een vertegenwoordigingsbepaling. Zie Van Zeven 1962, p. 150. Zie hierover tevens Bulten 2014, p. 105. De Monchy en Timmerman noemden overigens al in 1991 het bezoldigingsbesluit als voorbeeld van een direct extern werkend besluit. De Monchy & Timmerman 1991, p. 70.

63 Van Slooten & Zaal 2008, p. 3.

64 Zie ook Meijer-Wagenaar 2014, p. 119.

65 Zie in gelijke zin Meijer-Wagenaar 2006; Zie de noot van Bulten bij Hof Arnhem-leeuwarden 15 januari 2013, *JOR* 2013/331 (NTI/Vernhout); Bulten 2014, p. 106.

66 Zie art. 2:63j lid 2 BW; art. 2:107a lid 2 BW; art. 2:164 lid 2 BW; art. 2:164a lid 4 BW; art. 2:274 lid 2 BW en art. 2:274a lid 4 BW.

de gebruikelijke zinsnede heeft overgenomen en overeenkomstig art. 2:135 lid 4 BW heeft aangepast door ‘het bestuur of bestuurders’ te vervangen door ‘het orgaan’.⁶⁷

Op grond van vorenstaande wordt aangenomen dat het op basis van art. 2:135 lid 4 BW aangewezen orgaan bevoegd is de vennootschap te vertegenwoordigen bij het vaststellen van de bezoldiging.

337. Vertegenwoordigingsbevoegdheid tot het sluiten van de overeenkomst

Er bestaat over het algemeen dus eensgezindheid over het aanmerken van art. 2:132 lid 1 BW en 2:135 lid 4 BW als vertegenwoordigingsbepalingen. Desalniettemin heerst er nog steeds onduidelijkheid over hoe deze vertegenwoordigingsbevoegdheden zich verhouden tot de bevoegdheid tot het aangaan van de (arbeids)overeenkomst. Uit de literatuur blijkt dat verschillende auteurs de mening zijn toegedaan dat het bestuur (en dus ook iedere bestuurder) op grond van de gewone vertegenwoordigingsregels van art. 2:130 BW in beginsel bevoegd is de (arbeids)overeenkomst met een (beoogd) medebestuurder aan te gaan.⁶⁸ Deze gedachte bevreemdt mij. Het bestuur vertegenwoordigt immers de vennootschap, voor zover uit de wet niet anders voortvloeit. In de literatuur is algemeen aanvaard dat de wettelijke regels omtrent het benoemen, ontslaan en bezoldigen van bestuurders dienen te worden aangemerkt als vertegenwoordigingsbepalingen.⁶⁹ Deze bepalingen vallen mijns inziens dan ook onder de zinsnede ‘voor zover uit de wet niet anders voortvloeit’ waarmee wordt afgeweken van de normale vertegenwoordigingsregels, ex art. 2:130 BW.⁷⁰

Het doortrekken van een expliciet gegeven vertegenwoordigingsbevoegdheid naar de contractuele band tussen vennootschap en bestuurders volgt niet alleen uit de

67 Op grond daarvan lijkt Lennarts van mening dat ook in de slotzin van lid 5 in plaats van ‘orgaan’ moet worden gelezen ‘bestuur’, zie Huijgen/Lennarts 2013, art. 2:135. Naar mijn mening overigens ten onrechte, waarover ik nog kom te spreken.

68 Bennaars 2015, p. 138, 139 en 140; Meijer-Wagenaar 2014, p. 118, 119 en 124; Bennaars & Vesterling 2010, p. 15/16; Meijer-Wagenaar 2006, p. 683 en 685; Huizink 1989, p. 8 e.v. en p. 64.

69 Ook door Huizink, Meijer-Wagenaar en Bennaars.

70 Zie onder andere art. 2:130 lid 1 BW. Daarbij dient te worden opgemerkt dat een beperking van de bevoegdheid van het bestuur die ‘uit de wet voortvloeit’ niet expliciet uit de wet hoeft te blijken, maar ook kan volgen uit het systeem van de wet. Zie Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 235.1. Dortmond maakt onderscheid tussen rechtshandelingen waartoe het bestuur absoluut onbevoegd is en rechtshandelingen die het bestuur volgens de wet of de statuten slechts kan verrichten met toestemming of goedkeuring van een ander orgaan. Als bijzondere categorie noemt hij verder nog rechtshandelingen die het doel van de vennootschap overschrijden.

wet, maar eveneens uit de 15 april-arresten.⁷¹ A-G Timmerman nam in zijn conclusie bij Unidek aan dat uit het systeem van de wet voortvloeit dat de algemene vergadering niet alleen bevoegd is te besluiten over het vennootschapsrechtelijk ontslag van een bestuurder, maar tevens bevoegd is de (arbeids)overeenkomst te beëindigen. Deze gedachte is bevestigd door de Hoge Raad. Het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders wordt, evenals het benoemen van de accountant, door Timmerman op gelijke voet gezet met ontslag.

“De gedachte in het cassatiemiddel dat alleen het bestuur tot arbeidsrechtelijk ontslag bevoegd is, is onjuist. *Op bepaalde punten ligt de vertegenwoordiging van een b.v. bij de aandeelhoudersvergadering.* Ik noem bijvoorbeeld de benoeming van een accountant (art. 2:393, lid 1 en 2 BW) en het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders (art. 2:245 BW). Dit geldt ook voor het ontslag van de bestuurder, zoals dat in art. 2:244, lid 1 BW geregeld is [cursivering ECHJL].”⁷²

Worden de overwegingen van de Hoge Raad over ontslag analoog toegepast op de benoeming en het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders – een mogelijkheid die Timmerman in zijn conclusie lijkt te suggereren en die, mijns inziens, eveneens volgt uit de wet – dan ligt de vertegenwoordigingsbevoegdheid om de (arbeids- of opdracht)overeenkomst te sluiten en de bezoldiging daarin op te nemen bij de AVA.⁷³ Geheel vreemd is dit overigens niet. De bevoegdheid tot vertegenwoordiging betekent immers dat degene bevoegd is de vennootschap te binden. Het zou juist opmerkelijk zijn wanneer het wettelijk systeem zou toelaten dat het ene orgaan kan vertegenwoordigen bij besluit, terwijl het andere orgaan vertegenwoordigingsbevoegd is een overeenkomst aan te gaan over hetzelfde onderwerp.⁷⁴

Hieruit vloeit voort dat er sprake is van een wettelijke beperking van de (gehele) vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur ex art. 2:130 lid 1 BW en dus niet van een wettelijke beperking van de omvang of autonomie van de vertegenwoordigingsbevoegdheid op grond van art. 2:130 lid 3 BW, zoals Meijer-Wagenaar suggereert. Zij heeft daarmee de voorheen door Maeijer gebezigde opvatting voor ogen. Meijer-Wagenaar stelt dat bij het aangaan van de (arbeids)overeenkomst de normale regels van vertegen-

71 HR 15 april 2005, *JOR* 2005/145 (Unidek) en HR 15 april 2005, *JAR* 2005/153 (Ciris/Bartelink).

72 Zie onder 2.10 van de conclusie van A-G Timmerman bij HR 15 april 2005, *JOR* 2005/144 en 145 m.nt. Witteveen (Unidek). Gewezen kan overigens worden op het woordje ‘alleen’ waardoor gedacht kan worden dat de aandeelhoudersvergadering naast het bestuur vertegenwoordigingsbevoegd is. Zoals ik verderop zal betogen is daarvan geen sprake en ligt deze vertegenwoordigingsbevoegdheid in beginsel exclusief bij de AVA.

73 Zie HR 15 april 2005, *JAR* 2005/117 (Unidek); HR 15 april 2005, *JAR* 2005/153 (Ciris/Bartelink). Zie over de bezoldiging in gelijke zin Verburg 2015, p. 71.

74 Zie hierover meer uitgebreid randnummer 338.

woordiging zoals opgenomen in art. 2:130 BW gelden.⁷⁵ Zij lijkt uit te gaan van een eenzijdige vaststelling van de bezoldiging door middel van een besluit door de algemene vergadering of het daartoe statutair aangewezen orgaan met daarnaast een arbeidsovereenkomst tussen de bestuurder en de vennootschap waarin tevens de bezoldiging wordt opgenomen. Volgens haar wordt de vennootschap bij het sluiten van deze overeenkomst in het algemeen vertegenwoordigd door het bestuur of de bevoegde bestuurder.⁷⁶ De bevoegdheid die het bestuur en iedere bestuurder toekomt, is op grond van art. 2:130 lid 3 BW in beginsel onbeperkt en onvoorwaardelijk, voor zover uit de wet niet anders voortvloeit. Volgens Meijer-Wagenaar moet art. 2:135 lid 4 BW gezien worden als een wettelijke beperking c.q. voorwaarde in de zin van art. 2:130 lid 3 BW.⁷⁷ Het bestuur is volgens haar dus vertegenwoordigingsbevoegd op grond van de gewone vertegenwoordigingsregels, maar deze vertegenwoordigingsbevoegdheid wordt beperkt door het vaststellingsbesluit dat wordt genomen door het orgaan dat ex art. 2:135 lid 4 BW bevoegd is.⁷⁸ De ‘direct externe werking’ van het bezoldigingsbesluit ziet volgens deze gedachte dus niet op het verrichten van een vertegenwoordigingshandeling waarmee de vennootschap aan een bezoldiging wordt gebonden, maar op het beperken van de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur.⁷⁹

In de (beperkt aanwezige) rechtspraak is in een enkel geval navolging gegeven aan deze gedachte.⁸⁰ Zo overwoog de rechtbank Rotterdam in de SBM Offshore-uitspraak dat,

75 Meijer-Wagenaar 2006, p. 683.

76 Meijer-Wagenaar 2006, p. 683 en 685. Het bestuur is volgens haar bevoegd, behoudens afwijking in verband met tegenstrijdige belangen. “Het bestuur of de bevoegde bestuurder (dan wel de raad van commissarissen dan wel een door de AVA aangewezen vertegenwoordiger in verband met tegenstrijdige belangen) vertegenwoordigt de vennootschap bij het aangaan van de overeenkomst”. Meijer-Wagenaar gaat hier uiteraard nog uit van de oude, in 2006 geldende, tegenstrijdig belangregeling.

77 Bulten verwijst ook naar lid 3 (van 2:240 BW) maar stelt juist dat het bestuur niet bevoegd is. Zie haar noot bij Hof Arnhem Leeuwarden 15 januari 2013, *JOR* 2013/331 (NTI/Vernhout), waarin zij stelt: “De aandeelhoudersvergadering of het statutair aangewezen orgaan is met uitsluiting van het bestuur bevoegd (zie art. 2:240 lid 3 BW) de vennootschap te vertegenwoordigen bij het toekennen van een bezoldiging aan een individuele bestuurder. Dit geldt eveneens voor het aangaan van de arbeidsovereenkomst.” Wellicht is hier sprake van een verschrijving en moet lid 1 worden gelezen in plaats van lid 3.

78 Meijer-Wagenaar 2006, p. 683 en 685; Meijer-Wagenaar 2014, p. 118, 119 en 124.

79 Ook is de variant denkbaar dat de vennootschap wordt gebonden aan de bezoldiging zoals vervat in het bezoldigingsbesluit vanwege de direct externe werking en het bezoldigingsbesluit daarnaast als uitwerking heeft dat de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur wordt beperkt ex 2:130 lid 3 BW. Beide varianten lijken mij omslachtig en onjuist.

80 Zoals eerder aangegeven laat de Hoge Raad in het ERTCC-arrest – dat zag op het destijds geldende recht in de Nederlandse Antillen – in het midden of er sprake is van een beperking van de gehele vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur of slechts van de omvang van deze bevoegdheid, HR 23 september 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT5554, r.o. 3.3.2 (ERTCC).

nu het vaststellingsbesluit rechtsgeldig genomen was door de raad van commissarissen, het bestuur bevoegd was op grond van de normale vertegenwoordigingsregels van art. 2:130 BW de overeenkomst met de individuele bestuurder te ondertekenen.⁸¹ Mijns inziens ten onrechte, zoals ik hierna uiteen zal zetten.

Het hof Amsterdam gaat in het Tiscali-arrest uit 2008 er “slechts veronderstellenderwijs” van uit dat één van de bestuurders van Tiscali, Huisman, bevoegd was een vertrekregeling aan te gaan met een andere bestuurder van Tiscali, Spuijbroek, tevens zijn echtgenote. Het hof baseert de vertegenwoordigingsbevoegdheid “mede in verband met het verweer van Tiscali” op grond van art. 2:240 lid 3 BW.⁸² Een betwisting van de stelling dat Huisman bevoegd was om als bestuurder van Tiscali op grond van art. 2:240 lid 3 BW de vertrekregeling met zijn medebestuurder aan te gaan, zou Tiscali mijns inziens hebben geholpen in haar verweer.⁸³

Naar mijn mening geldt ten aanzien van art. 2:135 lid 4 BW, evenals bij benoeming en ontslag, derhalve dat dit artikel een extern werkende wettelijke beperking regelt op de normale vertegenwoordigingsregels ex art. 2:130 lid 1 BW. Het orgaan dat bevoegd is de bezoldiging vast te stellen op grond van 2:135 lid 4 BW kan aldus als enige de vennootschap binden aan een bepaalde bezoldiging.⁸⁴ Hieruit vloeit voort dat het desbetreffende orgaan naar mijn mening ook – bij uitsluiting van

81 Zie Rechtbank Rotterdam 27 juli 2011, *JOR* 2011/359 m.nt. Verburg (SBM Offshore). In NTI/Vernhout oordeelde het hof daarentegen dat de bezoldigingsafspraken in de arbeidsovereenkomst nietig zijn, indien deze afspraken niet zijn aangegaan door het orgaan dat bevoegd is de bezoldiging op grond van art. 2:135/245 BW vast te stellen. Het hof laat in NTI/Vernhout overigens in het midden of er sprake was van een vaststellingsbesluit. Zie Hof Arnhem-Leeuwarden 15 januari 2013, *JOR* 2013/331 m.nt. Bulten (NTI/Vernhout), r.o. 4.10.

82 Hof Amsterdam 12 augustus 2008, *JOR* 2008/264 m.nt. Leijten (Tiscali), r.o. 4.2. “Bij de beantwoording van deze vraag gaat het hof (mede in verband met het verweer van Tiscali en slechts veronderstellenderwijs) ervan uit dat Tiscali partij is geweest bij de overeenkomst waarop [Spuijbroek, ECHJL] zich beroept en dat [Huisman, ECHJL] krachtens artikel 2:240 lid 3 BW bevoegd was namens Tiscali de bezoldiging van bestuurders vast te stellen.”

83 Opgemerkt dient te worden dat Huisman ook één van de drie bestuurders was van Tiscali International B.V., de enig aandeelhouder van Tiscali. In die hoedanigheid zou hij dus wel de bezoldiging kunnen vaststellen. Uiteindelijk zou die route Huisman en zijn vrouw weinig hebben geholpen, aangezien het hof oordeelde dat Spuijbroek geen beroep toekwam op nakoming omdat dit op grond van de redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn.

84 Zie Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 45; Zie Van der Heijden/Van der Grinten 1946, p. 398.

enig ander orgaan – bevoegd is bezoldigingsafspraken schriftelijk overeen te komen namens de vennootschap met de bestuurder.⁸⁵

338. De dubbele vertegenwoordigingsbevoegdheid bij de (arbeids)overeenkomst

Wat de vraag betreft of ook twee organen bevoegd kunnen zijn ten aanzien van hetzelfde onderwerp zou ik voorop willen stellen dat binnen het vennootschapsrecht juist bij bevoegdhedenverdelingen tussen organen in beginsel sprake is van exclusiviteit.⁸⁶ Een orgaan kan weliswaar niet *autonoom* vertegenwoordigingsbevoegdheid zijn, maar dat laat onverlet dat deze vertegenwoordigingsbevoegdheid in dergelijke gevallen wel *exclusief* bij een orgaan ligt.⁸⁷ Het systeem van de wet laat naar mijn mening niet toe dat een bepaalde wettelijke vertegenwoordigingsbevoegdheid tegelijkertijd ligt bij twee verschillende organen. Immers, opgenomen is dat het

85 Zie in gelijke zin Verburg 2015, p. 71; Bulten 2014, p. 107; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 329 en 428; Van Slooten & Zaal 2008, p. 298/299; Anders: Asser/Maeijer 2000, nr. 310; Bennaars & Vestering 2010, p. 15/16; Meijer-Wagenaar 2006, p. 687; Meijer-Wagenaar 2014; Impliciet ook Huijgen/Lennarts 2013. Van der Grinten concludeerde overigens al halverwege de vorige eeuw: “In dit geval treedt voor de n.v. de algemeene vergadering op, daar deze de n.v. bij het aangaan van de overeenkomst met den bestuurder vertegenwoordigt.” Zie Van der Heijden/Van der Grinten 1946, p. 398. Hieruit vloeide voort dat ook in de gevallen dat de benoeming van bestuurders door de raad van commissarissen geschiedde, de wettelijke regel van toepassing bleef dat de bezoldiging werd vastgesteld door de algemene vergadering. Van der Heijden/Van der Grinten 1971, p. 108. Zie ook Timmerman over art. 2:245 BW waarbij het gaat over de tantième van een ontslagen bestuurder. Hij schrijft: “Zo’n overeenkomst behoeft de goedkeuring van de aandeelhouders.” Timmerman 1993. Dit laat overigens onverlet dat het kan voorkomen dat in de overeenkomst tevens bepalingen kunnen zijn opgenomen die niet vallen onder de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het orgaan dat de bezoldiging mag vaststellen (lees: andere afspraken die geen betrekking hebben op de bezoldiging). Bij beursgenoteerde ondernemingen zal de vertegenwoordigingsbevoegdheid ten aanzien van deze andere afspraken vaak ook bij de raad van commissarissen liggen. Indien dit niet het geval is, dan is het tevens mogelijk dat één van beide organen namens de ander tekent bij volmacht.

86 Binnen een orgaan hoeft uiteraard geen exclusiviteit te gelden. Denk aan de raad van bestuur waarbinnen ook iedere bestuurder afzonderlijk onvoorwaardelijk en onbeperkt vertegenwoordigingsbevoegd is. Ten aanzien van bepaalde (interne) bevoegdheden kan het wel voorkomen dat die bij meer organen berusten. Denk daarbij aan de bevoegdheid tot het oproepen van een algemene vergadering. De wet geeft voor deze veelal interne aangelegenheden in de regel expliciete vereisten waardoor de rechtszekerheid wordt gewaarborgd.

87 De vertegenwoordigingsbevoegdheid van een orgaan kan bijvoorbeeld afhangen van een voorafgaande goedkeuring van een ander orgaan. Dit zorgt ervoor dat de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het ene orgaan niet autonoom is, maar hieruit volgt niet dat de vertegenwoordigingsbevoegdheid bij beide organen ligt.

bestuur vertegenwoordigingsbevoegd is, voor zover uit de wet niet anders voortvloeit. Vloeit uit de wet voort dat de vertegenwoordigingsbevoegdheid bij een ander orgaan ligt, dan komt deze vertegenwoordigingsbevoegdheid exclusief toe aan dat orgaan en niet aan het bestuur. Bij het benoemen van een bestuurder – en in het verlengde daarvan het aangaan van de (arbeids)overeenkomst – ligt de vertegenwoordigingsbevoegdheid dus in beginsel alleen bij de algemene vergadering en niet ook bij het bestuur.

Ondanks het uitgangspunt dat een bepaald orgaan in beginsel exclusief bevoegd is ten aanzien van één onderwerp kan het wel voorkomen dat twee organen bevoegd zijn een bepaalde overeenkomst te ondertekenen wanneer in deze overeenkomst meer dan één onderwerp aan bod komt. Bij het aangaan van de arbeids- of opdrachtovereenkomst is het orgaan dat bevoegd is te benoemen dus in beginsel bevoegd deze te ondertekenen voor wat betreft de aanstelling, opzegtermijn en andere onderwerpen, niet zijnde bezoldigingsbepalingen. Het orgaan dat bevoegd is de bezoldiging vast te stellen is mijns inziens exclusief bevoegd de vennootschap te binden aan beloningsafspraken. Wanneer de bevoegdheid tot het aangaan van een (arbeids)overeenkomst dus bij een ander orgaan ligt dan het orgaan dat bevoegd is tot het vaststellen van de bezoldiging, zal dat laatste orgaan dus, om de vennootschap rechtsgeldig aan deze bezoldigingsbepalingen te binden, mede de (arbeids)overeenkomst moeten ondertekenen. De besluitvorming en het maken van contractuele afspraken dienen in dat geval goed op elkaar afgestemd te worden.⁸⁸ Uiteraard staat altijd de mogelijkheid open om, indien de bevoegdheid om de overeenkomst aan te gaan en de bevoegdheid de bezoldiging vast te stellen bij verschillende organen ligt, het ene orgaan bij volmacht voor de andere te laten tekenen. In de praktijk wordt in de statuten veelal de zinsnede opgenomen dat *de bezoldiging en de overige (arbeids)voorwaarden* worden vastgesteld door de raad van commissarissen. Bij beursgenoteerde vennootschappen zal in de regel de raad van commissarissen op grond van de statuten zowel bevoegd zijn de bezoldiging als de overige voorwaarden (en daarmee dus de gehele overeenkomst van opdracht) met de bestuurder aan te gaan.⁸⁹

Vorenstaande is mijns inziens terecht als uitgangspunt genomen in een uitspraak van de rechtbank Zutphen en het hof Arnhem-Leeuwarden in het NTI/Vernhout-arrest.⁹⁰

88 Verburg 2015, p. 27.

89 In de statuten zal veelal een bepaling te vinden zijn in de zin van: “De bezoldiging en de overige (arbeids)voorwaarden worden door de raad van commissarissen vastgesteld.”

90 Rechtbank Zutphen 10 december 2008 (RO/2009/22, (NTI/Vernhout). Hof Arnhem-Leeuwarden, 15 januari 2013, ECLI:NL:GHARL:2013:BZ1981, JOR 2013/331 m.nt. Bulten (NTI/Vernhout). Zie tevens HR 15 september 1995, NJ 1996/139 m.nt. Ma (Kuijpers/Kuijpers) waarin werd geoordeeld dat een bezoldigingsbesluit, genomen door

Bestuurder Vernhout vordert in deze zaak betaling op grond van de arbeidsovereenkomst die door het bestuur gesloten is. Het hof stelt dat in de statuten van NTI het salaris en de overige arbeidsvoorwaarden worden vastgesteld door de algemene vergadering. Daarnaast staat volgens het hof ook artikel 2:245 BW aan de desbetreffende vorderingen van bestuurder Vernhout in de weg, nu het daarbij gaat om elementen van de arbeidsovereenkomst die als bezoldiging in de zin van deze bepaling moeten worden aangemerkt. Vaststaat dat met de arbeidsovereenkomst van Vernhout niet is voldaan aan het vereiste dat de bezoldigingsbepalingen zijn aangegaan door de algemene vergadering. Het hof laat daarmee het oordeel van de rechtbank in stand dat de vennootschap niet aan de bezoldigingsafspraken, opgenomen in de arbeidsovereenkomst, gebonden is.

In de literatuur is – mijns inziens ten onrechte – kritiek geuit op bovenstaande uitspraak. Zo stelt Bennaars dat de rechtbank Zutphen en het hof Arnhem-Leeuwarden ten onrechte hebben geoordeeld dat “de nietigheid van het bezoldigingsbesluit gelijk staat aan de nietigheid van het besluit de arbeidsovereenkomst aan te gaan”.⁹¹ Zij wijst erop dat in de statuten is opgenomen dat ook in het geval van een tegenstrijdig belang de bestuurders conform de regels van de statuten bevoegd zijn de vennootschap te vertegenwoordigen. Die statutaire regeling houdt in dat twee bestuurders gezamenlijk of de bestuurder met de titel ‘algemeen bestuurder’ alleen, bevoegd zijn de vennootschap te binden. Of deze beperking van de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur is ingeschreven in het handelsregister blijkt niet uit de uitspraak. Aangezien de arbeidsovereenkomst is ondertekend door één medebestuurder, niet zijnde een ‘algemeen bestuurder’, is de vennootschap volgens haar dus niet rechtsgeldig vertegenwoordigd bij het sluiten van de arbeidsovereenkomst. Dit kan de wederpartij volgens haar tegenwerpen (mits de vertegenwoordigingsbeperking in het handelsregister is opgenomen). Volgens haar is dat een andere, wel juiste, grondslag om te concluderen dat de arbeidsovereenkomst niet rechtsgeldig is gesloten, in plaats van te concluderen tot nietigheid omdat er geen aandeelhoudersbesluit is over het salaris en de overige arbeidsvoorwaarden.⁹²

Mijns inziens hebben de rechtbank en het hof het wel bij het rechte eind. Het bestuur is immers vertegenwoordigingsonbevoegd ex art. 2:130 lid 1 BW omdat de bevoegdheid om de vennootschap aan een bezoldiging te binden (zowel statutair als op basis van de wet) bij de algemene vergadering ligt. Het wel of niet wegschrijven van de tegenstrijdig-belangregeling is dan ook niet van belang. Daarbij dient te worden opgemerkt dat uit

het onbevoegde orgaan, nietig is.

91 Bennaars 2015, p. 174, noot 59. Zie overigens ook Bennaars & Vestering 2010, p. 20. Rechtbank Zutphen 10 december 2008, RO/2009/22, (NTI/Vernhout). Hof Arnhem-Leeuwarden 15 januari 2013, *JOR* 2013/331 m.nt. Bulten (NTI/Vernhout). Zie tevens HR 15 september 1995, *NJ* 1996/139 m.nt. Ma (Kuijpers/Kuijpers) waarin werd geoordeeld dat een bezoldigingsbesluit genomen door het onbevoegde orgaan nietig is.

92 Bennaars 2015, p. 174, noot 59. Uit deze opmerkingen blijkt dat Bennaars dus niet de mening aanhangt dat het orgaan dat bevoegd is de bezoldiging vast te stellen tevens bevoegd is de bezoldiging in een arbeidsovereenkomst aan te gaan, maar dat deze bevoegdheid bij het bestuur ligt. Zie overigens voor eenzelfde soort redenering het eerder aangehaalde arrest van het Hof Amsterdam 12 augustus 2008, *JOR* 2008/264 m.nt. Leijten (Tiscali). Zie randnummer 337.

de overwegingen van het hof niet volgt dat “de nietigheid van het bezoldigingsbesluit gelijk staat aan de nietigheid van het besluit de arbeidsovereenkomst aan te gaan”. Het hof stelt slechts dat de op de (schriftelijke) arbeidsovereenkomst gebaseerde vorderingen niet toewijsbaar zijn omdat de beloningsbepalingen zijn aangegaan door het onbevoegde orgaan. De vennootschap kan dus een beroep doen op de nietigheid van deze bepalingen. Dat de gehele arbeidsovereenkomst nietig is, wordt door het hof niet gesteld.⁹³ Wel laat het hof het vonnis van de rechtbank in stand, waarin de rechtbank tot de conclusie was gekomen dat de gehele arbeidsovereenkomst nietig was. Zelf lijkt het hof de reikwijdte te beperken tot de contractuele bezoldigingsbepalingen in de arbeidsovereenkomst.

339. De *de facto* wettelijke opschortende voorwaarde

Vorenstaande weersprekt de gedachte dat het bestuur op grond van de normale vertegenwoordigingsregels bevoegd zou zijn om de (arbeids)overeenkomst te sluiten. Deze constatering heeft belangrijke gevolgen voor de vraag hoe een vooraf gesloten (arbeids)overeenkomst zich verhoudt tot het benoemingsbesluit. Zoals betoogd brengt de benoemingsbevoegdheid mee dat tevens de bevoegdheid om de (arbeids)overeenkomst aan te gaan bij de algemene vergadering (en bij structuurvennootschappen bij de raad van commissarissen) ligt. In de praktijk kan deze laatste bevoegdheid worden gedelegeerd aan bijvoorbeeld de raad van commissarissen.⁹⁴ Van belang is daarbij dat de gedelegeerde bevoegdheid om een arbeidsovereenkomst te mogen sluiten slechts geldt jegens een formeel bestuurder.⁹⁵ Van een bestuurder is echter pas formeel sprake na aanvaarding van de benoeming.⁹⁶ Het orgaan dat bevoegd is de arbeidsovereenkomst aan te gaan kan dus wel in onderhandeling treden met een beoogd bestuurder en tevens een (arbeids)overeenkomst ondertekenen, maar zonder formeel benoemingsbesluit is de vennootschap niet rechtsgeldig vertegenwoordigd bij het aangaan van deze (arbeids)overeenkomst. Wordt de beoogd bestuurder alsnog formeel benoemd, dan zorgt het aanvaarden van het benoemingsbesluit ervoor dat de in beginsel nietige vertegenwoordigingshandeling wordt bekrachtigd en de (arbeids- of opdracht)overeenkomst de door de benoeming ontstane contractuele band inkleurt. Om misverstanden te voorkomen

93 Zie r.o. 4.10. R.o. 4.13 bevestigt deze lezing. Daarin is opgenomen: “voor zover de grief tot uitgangspunt neemt dat de onderhavige vorderingen voortvloeien uit de arbeidsovereenkomst, faalt zij, nu *de desbetreffende contractuele afspraken nietig zijn* op de onder 4.10 vermelde gronden [cursivering, ECHJL].

94 Het delegeren van de benoemingsbevoegdheid is bij een naamloze vennootschap niet toegestaan. Dat laat onverlet dat het delegeren van de vertegenwoordigingsbevoegdheid om de arbeids- of opdrachtovereenkomst aan te gaan kan geschieden via de statuten of bij (stilzwijgende) volmacht.

95 Zie in dit geval onder meer HR 6 januari 2012, *NJ* 2012/336, m.nt. PvS (Imeko Holding/B&D Beheer).

96 Zie hierover uitgebreid Bennaars 2015, p. 110.

zal in de praktijk veelal eerst een (arbeids)overeenkomst worden gesloten onder de opschortende voorwaarde van benoeming. Ontbreekt een dergelijke opschortende voorwaarde in de overeenkomst, dan zorgen mijns inziens de vertegenwoordigingsregels alsnog voor een *de facto* wettelijke opschortende voorwaarde voor het rechtsgeldig van kracht worden van de (arbeids- of opdracht)overeenkomst met de bestuurder.

340. Vaststelling van de bezoldiging pas rechtsgeldig na formele benoeming

In het verlengde hiervan is ook voor het vaststellen van de individuele bezoldiging van een bestuurder van belang dat de bestuurder als zodanig is benoemd. Is de bestuurder immers nog niet formeel benoemd, dan ontbreekt op grond van art. 2:135 lid 4 BW de vertegenwoordigingsbevoegdheid, aangezien deze bevoegdheid slechts betrekking heeft op de bezoldiging van *bestuurders*. In het Imeko-arrest oordeelde de Hoge Raad dat iemand – in casu een commissaris die tijdelijk bestuurstaken op zich nam – zonder formeel benoemingsbesluit geen bestuurder is en aldus ook niet in aanmerking kan komen voor een bestuurdersbezoldiging.⁹⁷ Het door de raad van commissarissen genomen bezoldigingsbesluit was derhalve nietig.⁹⁸ De vaststelling van de bezoldiging van bestuurders en commissarissen dient: “ongeacht de aard van de door hen verrichte werkzaamheden, in het belang van duidelijke verhoudingen binnen de vennootschap op het punt van de bevoegdhedenverdeling, en om belangenconflicten te voorkomen bij de toekenning van de bezoldiging van bestuurders en commissarissen, te geschieden door de in de wet en de statuten aangewezen organen.”⁹⁹ De vertegenwoordigingsbevoegdheid

97 De raad van commissarissen was weliswaar bevoegd om de bezoldiging van bestuurders vast te stellen, maar de (gedelegeerd) commissaris was niet officieel door de algemene vergadering benoemd als bestuurder en kon dus ook niet als bestuurder worden aangemerkt. Hierdoor was de algemene vergadering bevoegd om de bezoldiging van de commissaris vast te stellen. In 2008 kwam de rechtbank Arnhem al tot dezelfde conclusie, zie Rechtbank Arnhem 9 januari 2008, ECLI:NL:RBARN:2008:BC2569 (NIM), r.o. 4.7.

98 Zie HR 6 januari 2012, *JOR* 2012/75 m.nt. Verburg; HR 6 januari 2012, *NJ* 2012/336 m.nt. PvS (Imeko Holding/B&D Beheer).

99 Zie HR 6 januari 2012, *NJ* 2012/336 m.nt. PvS (Imeko Holding/B&D Beheer). Zie overigens ook Rechtbank Amsterdam 15 oktober 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:7118 (Imeko II) waarin vervolgens besloten werd dat het door de vennootschap tegen de commissaris opgeworpen beroep op onverschuldigde betaling van de beloning in casu naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is (ex art. 2:8 lid BW en 6:248 lid 2 BW). Aan de andere kant kan de commissaris geen aanspraak maken op het nog niet verstrekte deel van de beloning, noch op grond van de gestelde ongerechtvaardigde verrijking van de vennootschap ex art. 6:212 BW, noch op grond van de redelijkheid en billijkheid). In hoger beroep oordeelde het hof Amsterdam dat de beloning zonder vennootschappelijke grondslag was en dat, anders dan de rechtbank had beslist,

van het orgaan op grond van art. 2:135 lid 4 BW ontstaat dus pas na formele benoeming van de bestuurder.

Het is naar mijn mening dan ook niet mogelijk dat het op grond van art. 2:135 lid 4 BW bevoegde orgaan een geldige arbeids- of opdrachtovereenkomst met daarin bezoldigingsafspraken sluit met een nog niet benoemde bestuurder zonder opschortende voorwaarde van benoeming op grond van art. 2:135 BW. Immers, de desbetreffende persoon is dan nog geen bestuurder waardoor de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het orgaan ontbreekt.

In de praktijk zal het voorkomen dat eerst met een beoogd bestuurder wordt onderhandeld over zijn bezoldiging. Vervolgens wordt de bezoldiging, na vaststelling door de raad van commissarissen, in een overeenkomst opgenomen terwijl daarna pas de bestuurder formeel wordt benoemd. Tot het moment van aanvaarding van een formele benoeming ontbreekt derhalve de vertegenwoordigingsbevoegdheid om de bestuurdersbezoldiging vast te stellen ex 2:135 lid 4 BW. Na aanvaarding vindt mijns inziens bekrachtiging plaats van het bezoldigingsbesluit en de overeenkomst, waardoor de overeengekomen afspraken van kracht worden.

In mijn ogen is er in beginsel dan ook geen sprake van een samenloop tussen Boek 7 en Boek 2 BW, maar spelen mogelijke problemen zich af in een voorstadium, gesitueerd binnen de vertegenwoordigingsvraagstukken van Boek 2 BW.¹⁰⁰

341. Vergoeding bij niet benoeming

De macht van het tot benoeming bevoegde orgaan is op basis van het vorenstaande vele malen minder ingeperkt dan wordt vermoed door degenen die stellen dat het desbetreffende orgaan geconfronteerd kan worden met een reeds gesloten, bindende arbeidsovereenkomst met de bestuurder. Eén vraag blijft hierdoor echter onbeantwoord. Hoe kan de beoogd bestuurder, die de onderhandelingen met de raad van commissarissen aangaat, zich beschermen tegen eventuele (reputatie)schade wanneer een aanstelling en bezoldiging worden overeengekomen, maar de beoogd bestuurder niet wordt benoemd? In de regel zal, zoals bij de aanstelling van Anders Mohberg bij Ahold het geval was, met de bestuurder worden overeengekomen dat hij bij niet benoeming een vergoeding tegemoet kan zien.¹⁰¹ Vaak zullen deze bepalingen worden opgenomen in een ‘term sheet’ of overeenkomst die namens de vennootschap wordt ondertekend door de raad van commissarissen. De strikte bevoegd-

terugvordering naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid niet onaanvaardbaar was. Hof Amsterdam 23 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1951 (Imeko III), r.o. 3.11.

100 En mogelijk Boek 3 BW.

101 Hof Amsterdam (OK) 6 januari 2005, JOR 2005/6 m.nt. Josephus Jitta (Ahold). Zie over Ahold onder andere Bennaars & Vestering 2010, p. 16.

hedenscheiding zorgt hier echter voor een bijzondere splitsing: aan de ene kant hebben wij de overeenkomst die van kracht gaat wanneer de bestuurder formeel wordt benoemd, aan de andere kant is daar de bepaling die ziet op een vergoeding die juist rechtsgeldig moet zijn als de beoogd bestuurder niet wordt benoemd. De vertegenwoordigingsbevoegdheid die in de regel op de raad van commissarissen zal rusten, strekt zich slechts uit tot het aangaan van een (arbeids- of opdracht)overeenkomst met de formeel benoemde bestuurder. Ontbreekt deze formele benoeming dan ontbeert het de raad van commissarissen in beginsel aan vertegenwoordigingsbevoegdheid om rechtsgeldig een vergoedingsbepaling overeen te komen, juist omdat de beoogd bestuurder niet benoemd is.

Opgemerkt dient te worden dat bij Ahold de situatie speelde dat, mijns inziens ten onrechte, werd uitgegaan van een geldende arbeidsovereenkomst waarin een ontslagvergoeding was opgenomen van twee jaarsalarissen en een gegarandeerde bonus. Het uitgangspunt van partijen was dat niet-benoeming zou leiden tot beëindiging van de al gesloten arbeidsovereenkomst en uitkering van de overeengekomen ontslagvergoeding. De vraag of de arbeidsovereenkomst met Mohberg rechtsgeldig was gesloten (of de vennootschap rechtsgeldig was vertegenwoordigd) was dus geen onderwerp van het partijdebat bij de procedure voor de Ondernemingskamer. Door de VEB c.s. was aangevoerd dat er sprake was van handelingen die gegronde redenen opleveren om te twijfelen aan een juist beleid en gang van zaken bij Ahold, onder meer omdat de arbeidsovereenkomst met Mohberg gesloten *had moeten worden* op voorwaarde dat de algemene vergadering zou instemmen met diens benoeming tot voorzitter van de raad van bestuur (zodat, zo begrijpt de Ondernemingskamer dit verwijt, in geval van niet-benoeming de in de overeenkomst vervatte ontslagvergoeding niet zou gelden). De Ondernemingskamer gaat er in haar beschikking ook vanuit dat er sprake is van een rechtsgeldige arbeidsovereenkomst. Zoals ik uiteengezet heb, brengt de strikte bevoegdheidsverdeling binnen het Nederlandse vennootschapsrecht mijns inziens met zich mee dat benoeming een vereiste is voor de geldigheid van een door de raad van commissarissen met de bestuurder gesloten arbeidsovereenkomst.¹⁰²

Ligt de vertegenwoordigingsbevoegdheid dan bij het bestuur? Mijns inziens zijn er twee mogelijkheden. Allereerst kan worden aangenomen dat de vertegenwoordigingsbevoegdheid tot het sluiten van een overeenkomst over vergoeding bij niet-benoeming met een beoogd bestuurder bij de raad van commissarissen ligt, aangezien het overeenkomen van een dergelijke bepaling noodzakelijk is voor – en daardoor inherent verbonden is met – het zoeken van een nieuwe bestuurder. Wordt vorenstaande niet aangenomen, dan ligt de vertegenwoordigingsbevoegdheid bij

102 Hof Amsterdam (OK) 6 januari 2005, *JOR* 2005/6 m.nt. Josephus Jitta (Ahold), r.o. 3.63 e.v. Overigens zou een juiste benadering van de geldigheid van de arbeidsovereenkomst in deze enquêteprocedure niet tot een ander oordeel van de Ondernemingskamer hebben geleid over de vraag of deze handelingen doen twijfelen aan een juist beleid en gang van zaken bij Ahold.

het bestuur, met de opmerking dat het bestuur in deze in beginsel een tegenstrijdig belang heeft, waardoor de besluitvorming bij de raad van commissarissen komt te liggen. Betoogd kan in dat geval worden dat, behoudens uitzonderlijke omstandigheden, moet worden aangenomen dat de raad van commissarissen bij volmacht van het bestuur tekent, waardoor de raad van commissarissen een dergelijke bepaling rechtsgeldig aan kan gaan. Ideaal is deze tweede variant niet, waardoor mijn voorkeur uitgaat naar de eerste route.¹⁰³ Onzekerheid over deze rechtsgeldigheid van de overeengekomen vergoeding bij niet benoeming kan uiteraard voorkomen worden, wanneer een regeling die hierop ziet wordt opgenomen in de statuten.

Desalniettemin blijft er onduidelijkheid bestaan. Deze onduidelijkheid pleit ervoor om in de wet op te nemen dat, indien het benoemingsbevoegde orgaan het aangaan van de (arbeids)overeenkomst delegeert aan een ander orgaan, dit laatste orgaan tevens bevoegd is een vergoeding overeen te komen wanneer benoeming van de bestuurder uiteindelijk geen doorgang zal vinden en de beoogd bestuurder daardoor schade lijdt. In dat geval kan direct worden opgenomen dat misbruik van deze regeling, bijvoorbeeld doordat een dermate ruime vergoeding bij niet-benoeming overeen wordt gekomen waardoor de algemene vergadering bij de benoeming in de greep wordt gehouden, kan zorgen voor aantasting van de overeenkomst.

Een dergelijke regeling doet denken aan het oude art. 48b WvK waarin was opgenomen dat iedere bestuurder door de algemene vergadering te allen tijde kan worden geschorst of ontslagen.¹⁰⁴ Het tweede deel van dit artikel bepaalde, dat een ontslagvergoeding die de rechter bovenmatig voorkomt door hem naar beneden mocht worden bijgesteld, juist om te voorkomen dat een bovenmatige ontslagvergoeding ertoe zou leiden dat de

103 Betoogd zou kunnen worden dat de vennootschap zich op grond van art. 2:8 BW niet zou mogen beroepen op de nietigheid van de vertegenwoordigingshandeling (een omgekeerde ‘Bibolini’, zie HR 17 december 1982, *NJ* 1983/480 (Bibolini)). Deze mogelijkheid lijkt mij geen gemakkelijke weg. Bij Bibolini is er sprake van een overeenkomst, maar mag nakoming ervan niet worden gevorderd op grond van de redelijkheid en billijkheid. In het onderhavige geval ontbreekt de overeenkomst waardoor een niet-bestaande verplichting wordt nagekomen. Onmogelijk lijkt de route via 2:8 BW niet te zijn voor zover er al is betaald. In dat geval kunnen de redelijkheid en billijkheid een beroep op onverschuldigde betaling in de weg staan, zoals blijkt uit Rechtbank Amsterdam 15 oktober 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:7118 (Imeko II), r.o. 4.4. Dat ook deze route niet gemakkelijk zal leiden tot toewijzing volgt uit het hoger beroep in deze zaak waarin het hof Amsterdam oordeelde dat terugvordering naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid niet onaanvaardbaar was: Hof Amsterdam 23 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1951 (Imeko III), r.o. 3.11.

104 Art. 48b WvK: “Iedere bestuurder kan door de algemeene vergadering van aandeelhouders te allen tijde worden geschorst of ontslagen. Indien naar aanleiding van het ontslag schadeloosstelling door de vennootschap verschuldigd is en deze den rechter bovenmatig voorkomt, kan hij de schadeloosstelling op eene kleinere som bepalen”.

algemene vergadering zich niet vrij zou voelen zich van de bestuurder te ontdoen.¹⁰⁵ Het recht van de aandeelhouders om een bestuurder naar hun keuze te hebben, mocht niet worden aangetast.¹⁰⁶ Andersom gold dit toentertijd overigens ook. Indien commissarissen, wanneer zij bevoegd waren om de bezoldiging vast te stellen, een hun onwelgevalige benoeming van een bestuurder wilden saboteren door een onaanvaardbaar lage bezoldiging vast te stellen, handelden zij in strijd met de goede trouw en was hun besluit derhalve nietig.¹⁰⁷

Aandeelhouders hebben de mogelijkheid het besluit dat leidde tot de overeengekomen bepaling over de niet-benoemingsvergoeding te vernietigen op grond van de redelijkheid en billijkheid.¹⁰⁸ Snel zal een dergelijke vordering geen succes hebben, aangezien de raad van commissarissen een ruime beoordelingsvrijheid toekomt. Ook zou gedacht kunnen worden aan het op dit punt eenzijdig wijzigen van de overeenkomst omdat deze overeenkomst, althans de desbetreffende bepaling, op grond van art. 6:248 lid 2 BW naar de gegeven omstandigheden onaanvaardbaar zou zijn. Theoretisch blijft derhalve het recht van de aandeelhouders om een bestuurder naar hun keuze te hebben, onaangetast. In de praktijk is het afhankelijk van de omstandigheden van het geval of een rechter de vordering zal toewijzen. Hiervan zal niet snel sprake zijn.

342. De vertegenwoordigingsonbevoegdheid van het bestuur

Op basis van vorenstaande moet art. 2:135 lid 4 BW worden gezien als een wettelijke afwijking van de reguliere vertegenwoordigingsregels. Ik zou echter nog een stap verder willen gaan door te stellen dat het bestuur niet alleen geen beroep toekomt op de algemene vertegenwoordigingsregels van art. 2:130 lid 1 BW bij het vaststellen van zijn eigen bezoldiging, maar dat het systeem van de wet tevens verhindert dat de vaststellingsbevoegdheid statutair wordt opgedragen aan het bestuur.¹⁰⁹ Het bestuur is – om met de woorden van Dortmund te spreken – abso-

105 Kist-Visser 1929, p. 231 en 232. Dat matigingsrecht bestond niet in het tegenovergestelde geval, indien de bestuurder wegens een door hem gepleegde onrechtmatige verbreking der dienstbetrekking tot schadevergoeding aan de naamloze vennootschap verplicht is. Zie onder andere ook Polak 1935, p. 404 en 405.

106 Kist-Visser 1914, p. 512.

107 Dorhout Mees 1964, p. 295. Tegenwoordig zou dergelijk handelen vermoedelijk gesanctioneerd worden op basis van de redelijkheid en billijkheid hetgeen dus niet zal leiden tot een nietig besluit.

108 Zie 2:15 lid 1 sub b BW.

109 Lees: het bestuur van een vennootschap met een dualistisch bestuursmodel. Ik zal later nog ingaan op de situatie bij een monistisch bestuursmodel.

luut vertegenwoordigingsonbevoegd als het aankomt op het vaststellen van de individuele bezoldiging van een bestuurder.¹¹⁰

Voorop dient te worden gesteld, dat de wet zwijgt over enig verbod om op grond van art. 2:135 lid 4 BW de bevoegdheid om de bezoldiging van een individuele bestuurder vast te stellen statutair toe te kennen aan het bestuur. De enige beperking die uit art. 2:135 lid 4 BW voortvloeit is immers – naast het feit dat delegatie *statutair* dient te geschieden – dat de vaststellings- (en daarmee tevens de vertegenwoordigings)bevoegdheid slechts aan een ander *orgaan* kan worden overgedragen. Uit het systeem van de wet vloeit mijns inziens voort dat het bestuur van een vennootschap met een dualistisch bestuursmodel pertinent vertegenwoordigingsonbevoegd is als het aankomt op het vaststellen van de individuele bezoldiging van bestuurders. De reden voor het aannemen van voornoemde stelling is gelegen in de regeling voor naamloze vennootschappen met een monistisch bestuursmodel zoals opgenomen in art. 2:129a BW. In dit artikel is bepaald dat de bevoegdheid tot het vaststellen van de bezoldiging van een uitvoerende bestuurder niet kan worden toebedeeld aan een uitvoerende bestuurder.¹¹¹ Daarnaast wordt het de uitvoerende bestuurder(s) tevens verboden deel te nemen aan de beraadslagingen en de besluitvorming over de vaststelling van de individuele bezoldiging van (uitvoerende) bestuurders.¹¹² Deze regeling, die zich primair richt op de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders bij een naamloze vennootschap met een monistisch bestuursmodel, kleurt mijns inziens de reikwijdte die de wetgever wenst te geven aan het statutair delegeren van de vaststellingsbevoegdheid van art. 2:135 lid 4 BW. Weliswaar zijn het monistisch en het dualistisch bestuursmodel twee van elkaar te onderscheiden bestuursmodellen, desalniettemin zijn deze modellen beide ingebed in hetzelfde, breder gekaderde kapitaalvennootschapsrecht, waardoor zij elkaar tot op zekere hoogte over en weer kunnen beïnvloeden.¹¹³ Wederzijdse beïnvloeding komt het meest aan de oppervlakte indien de onderliggende gedachte voor het opnemen van expliciete regelgeving die betrekking heeft op het ene bestuursmodel onverminderd van toepassing is op het andere bestuursmodel. Van

110 Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 235.1. Verburg stelt dat afwijking van de normale vertegenwoordigingsregels ex art. 2:130 BW hieruit volgt. Immers, een orgaan dat absoluut onbevoegd is tot het nemen van een bepaald besluit, kan uiteraard niet via de weg van de algemene wettelijke vertegenwoordigingsbevoegdheid het tegendeel bewerkstelligen van wat de regels over bevoegdheid aangegeven. Verburg 2015, p. 71. Zie ook Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 45; Assink 2013, Deel I, par. 43. Verburg 2012, p. 235. De vertegenwoordiging van de naamloze vennootschap ligt hier bij de AVA.

111 Zie art. 2:129a lid 1 BW.

112 Zie art. 2:129a lid 2 BW.

113 Assink spreekt van een onvermijdelijke wisselwerking, zie Assink 2014, nr. 9.

een dergelijk geval is bij uitstek sprake als het gaat om het vaststellen van de bezoldiging van (uitvoerende) bestuurders.

Uit de wetsgeschiedenis van art. 2:129a BW komt onder meer naar voren dat lid 1 een opsomming van taken bevat die zijn voorbehouden aan de niet uitvoerende bestuurders.¹¹⁴ Expliciet wordt daarbij gesteld dat ‘de vaststelling van de bezoldiging van uitvoerende bestuurders niet aan een uitvoerende bestuurder kan worden toebedeeld, aangezien het risico op belangenverstrengeling te groot is’.¹¹⁵ Het (mogelijke) belangenconflict van uitvoerende bestuurders bij het vaststellen van de bezoldiging van een individuele uitvoerende bestuurder maakt de uitvoerende bestuurders aldus absoluut onbevoegd om de bezoldiging van een uitvoerende bestuurder vast te stellen.¹¹⁶ Bij een dualistisch bestuursmodel lijkt mij de situatie niet anders.¹¹⁷ Dat blijkt overigens ook uit de wetgeschiedenis van art. 2:135 BW waarin expliciet is opgenomen dat het ongewenst is ‘dat vennootschapsorganen hun eigen bezoldiging vaststellen dan wel een grote invloed daarop kunnen uitoefenen’.¹¹⁸ Op basis hiervan kan worden geconcludeerd dat bij een dualistisch bestuursmodel via de band van art. 2:135 lid 4 BW de vaststellingsbevoegdheid van

114 *Kamerstukken II*, 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 6, 7 en 10.

115 *Kamerstukken II*, 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 15. Zie ook *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3 (MvT), p. 17: “Het tweede lid van artikel 2:129a BW ligt in het verlengde van de algemene regeling betreffende tegenstrijdig belang in art. 2:129 BW. Waar uit het eerste lid van artikel 2:129a BW naar voren komt dat bepaalde taken niet aan de uitvoerende bestuurders kunnen worden toegedeeld, volgt uit het tweede lid dat de uitvoerende bestuurders ook niet kunnen deelnemen aan de besluitvorming over de bezoldiging van de uitvoerende bestuurders alsmede de besluitvorming in het kader van het toezicht op bestuurders. De uitvoerende bestuurders worden in die gevallen geacht een tegenstrijdig belang te hebben.”

116 Zie nog *Kamerstukken II*, 2008/09, 31 763, nr. 3 (MvT), p. 15: “Zo kunnen de uitvoerende bestuurders niet worden belast met de taak om de bezoldiging van uitvoerende bestuurders vast te stellen. [...] Het gaat hier om [...] taken die, gelet op een mogelijk belangenconflict, niet uitsluitend mogen worden toegekend aan een of meer uitvoerende bestuurders. Bij de omschrijving is rekening gehouden met de taakomschrijving van de commissarissen, de wordingsgeschiedenis van art. 2:135 BW en de hierna te bespreken Aanbeveling van de Europese Commissie over niet uitvoerende bestuurders en commissarissen van 15 februari 2005. Alle andere bestuurstaken kunnen desgewenst worden toebedeeld aan de uitvoerende bestuurders.”

117 Zie in gelijke zin Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 251. In een vorige druk uit 1992 werd overigens nog vermeld dat de bezoldiging ook kon worden opgedragen aan het bestuur zelf. Verburg hangt eenzelfde redenering aan zoals hiervoor vermeld.

118 *Kamerstukken I*, 2003/04, 28179, B. p. 2-3.

de individuele bezoldiging van bestuurders in geen geval statutair kan worden gedelegeerd aan het bestuur.¹¹⁹

Opgemerkt dient te worden dat er enige verwarring kan ontstaan wanneer er sprake is van een monistisch bestuursmodel. In dat geval is het immers wel mogelijk om de bevoegdheid tot het vaststellen van de individuele bezoldiging van de uitvoerende bestuurders statutair toe te kennen aan het bestuur. De beperking in art. 2:135 lid 4 BW, dat de bezoldiging slechts statutair kan worden gedelegeerd aan een orgaan, zorgt ervoor dat in geval van een one-tier board deze bevoegdheid zelfs gedelegeerd *moet* worden aan het gehele bestuur indien de wens bestaat dat de individuele bezoldiging van de uitvoerende bestuurders wordt vastgesteld door de niet-uitvoerende bestuurders, zoals bij beursgenoteerde vennootschappen gewoonlijk het geval is. Uit de wetsgeschiedenis blijkt namelijk dat in een monistisch bestuursmodel het deel van het bestuur dat wordt gevormd door de niet-uitvoerende bestuurders niet in algemene zin als apart orgaan (of ‘suborgaan’) van het bestuur kan worden aangemerkt.¹²⁰ Hetzelfde geldt overigens voor het deel dat wordt gevormd door de uitvoerende bestuurders. In een monistisch bestuursmodel vormt het bestuur als zodanig één orgaan waarvan twee typen bestuurders deel uitmaken.¹²¹ Het ligt daarbij voor de hand dat in de statuten wordt opgenomen dat de (individuele) bezoldiging van de uitvoerende bestuurders bij een vennootschap met een monistisch bestuursmodel wordt vastgesteld door het bestuur, terwijl de (individuele) bezoldiging van de niet-uitvoerende bestuurders wordt vastgesteld door de AVA.¹²² In artikel 2:135 lid 4 BW is immers slechts bepaald dat de vast-

119 Zie ook Bulten 2014, p. 94/95; M.J.G.C. Raaijmakers in zijn annotatie bij HR 15 september 1995, AA 1996/45, p. 452-453; Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 251. Zie anders Van der Grinten 1992, nr. 251.

120 Zie onder andere *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3 (MvT), p. 21; *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 6, p. 28; *Kamerstukken I*, 2010/11, 31763, C, p. 23: “Het wettelijke systeem maakt van de gezamenlijke uitvoerende bestuurders en de gezamenlijke niet-uitvoerende bestuurders geen suborgaan van het bestuur. Zelfs indien een besluit op grond van art. 2:129a lid 3 BW zou kunnen worden genomen door de gezamenlijke uitvoerende bestuurders, geldt dat besluit niet als een besluit van hen, maar als een besluit van het gezamenlijk bestuur. Een besluit van de gezamenlijke uitvoerende bestuurders heeft geen zelfstandige status.” Meijer-Wagenaar merkt overigens op dat, hoewel de niet-uitvoerende bestuurders niet een apart orgaan vormen, voor de toepassing van art. 2:135 lid 4 BW wel een orgaan van niet-uitvoerende bestuurders kan worden gecreëerd dat bevoegd wordt verklaard de bezoldiging van de uitvoerende bestuurders vast te stellen. De mogelijkheid bestaat volgens haar omdat art. 2:135 BW niet is opgenomen in art. 2:78a BW. Meijer-Wagenaar 2014, p. 119 onder verwijzing naar Van Olffen 2009, p. 45.

121 Zie ook Assink 2014, voetnoot 9.

122 Voor de vraag of uitvoerende bestuurders ook de bezoldiging kunnen vaststellen van de niet-uitvoerenden bestuurders verwijs ik gemakshalve naar de discussie hierover tussen

stelling van de bezoldiging van bestuurders geschiedt door een orgaan. Het artikel behelst mijns inziens geen verbod om de bezoldiging van de twee typen bestuurders vast te laten stellen door twee verschillende organen.¹²³

Toekenning van de bevoegdheid tot vaststelling van de bezoldiging van de uitvoerende bestuurders aan het gehele bestuur heeft tot gevolg dat, op grond van art. 2:129a lid 1 en 2 BW, de vaststelling van de bezoldiging van de uitvoerende bestuurder weliswaar te gelden heeft als rechtshandeling van het gehele bestuur, maar de facto deze bezoldiging alleen kan worden vastgesteld door de niet-uitvoerende bestuurders. De uitvoerende bestuurders zijn immers absoluut onbevoegd als het neerkomt op de vaststelling van de bezoldiging van één van hen.

27.2 Vaststelling van de individuele bezoldiging: hoe wordt de bezoldiging vastgesteld

343. De wijze van vaststelling van de bezoldiging

Vorenstaande maakt duidelijk *wie* er bevoegd is de vennootschap te binden aan een bepaalde bezoldiging. De volgende vraag is *op welke wijze* vaststelling van de individuele bezoldiging door het bevoegde orgaan kan geschieden. Moet ervan uit worden gegaan dat vaststelling alleen (eenzijdig) kan geschieden bij besluit? Of kan de bezoldiging ook worden ‘vastgesteld’ door het overeenkomen van een (meerzijdige schriftelijke) overeenkomst?

De discussie over voornoemde vraag speelde reeds bij de voorganger van art. 2:135 lid 4 BW: art. 48c WvK. De gedachte overheerste dat de wetgever niet had voorzien in de mogelijkheid dat de bezoldiging deel uitmaakt van de met de bestuurder gesloten overeenkomst. Van der Grinten merkt in 1946 hierover op:

“De bezoldiging van den bestuurder kan, doch behoeft niet, deel uit te maken van de overeenkomst met den bestuurder. De wetgever heeft klaarblijkelijk alleen aan het laatste geval gedacht. Immers wordt de bezoldiging bij de overeenkomst geregeld, dan wordt zij door beide partijen bij de overeenkomst vastgesteld.”¹²⁴

Assink en Van Schilfgaarde. Zie HR 6 januari 2012, *NJ* 2012/336 m.nt. PvS (Imeko Holding/B&D Beheer); Assink 2014; Van Schilfgaarde 2015, p. 308-309.

123 Uit het systeem van de wet vloeit mijns inziens zelfs voort dat het vaststellen van de bezoldiging van niet-uitvoerende bestuurders slechts kan plaatsvinden door de AVA op grond van een analoge toepassing van art. 2:145 BW.

124 Zie Van der Heijden/Van der Grinten 1946, p. 398.

Ondanks dat deze leemte in de wet halverwege de vorige eeuw al werdesignaleerd door Van der Grinten, heeft de wetgever verzuimd bij de aanpassing van art. 2:135 BW duidelijkheid te scheppen over het vaststellen van de bezoldiging bij overeenkomst. Dat komt vermoedelijk doordat in de literatuur de nadruk ligt op het (eenzijdig) vaststellen van de bezoldiging door het daartoe bevoegde orgaan bij besluit.¹²⁵ Hierdoor blijft de vraag enigszins onderbelicht of het daartoe via de band van art. 2:135 lid 4 BW bevoegde orgaan ook een bezoldiging kan vaststellen door een overeenkomst, met daarin opgenomen de bezoldigingsafspraken, te ondertekenen namens de rechtspersoon. Van der Grinten stelt zich halverwege de vorige eeuw al op het standpunt dat een dergelijke vorm van vaststelling tot de mogelijkheden behoort.¹²⁶ Ook ik zie niet in waarom vaststelling bij overeenkomst uitgesloten zou zijn.¹²⁷ Er zijn derhalve twee manieren waarop de bezoldiging van bestuurders kan worden vastgesteld: bij besluit of bij overeenkomst.

344. Vaststelling bij (direct extern werkend) besluit

In de literatuur wordt stevast ervan uitgegaan dat vaststelling van de bezoldiging dient te geschieden bij besluit.¹²⁸ De rechtspraak laat eenzelfde beeld zien¹²⁹

125 Hierna zal ik uitgebreid ingaan op het vaststellen bij besluit. In de praktijk heerst weliswaar onduidelijkheid wat precies rechtens is, maar die onduidelijkheid leidt niet vaak tot rechtszaken.

126 Van der Grinten lijkt deze mogelijkheid te onderkennen. Zie de zin “Immers wordt de bezoldiging bij de overeenkomst geregeld, dan wordt zij door beide partijen bij de overeenkomst *vastgesteld*” [cursivering ECHJL]. Van der Heijden/Van der Grinten 1946, p. 398.

127 Ik kom hier nog op terug, zie randnummer 348 e.v.

128 Assink spreekt expliciet over ‘dat vaststellingsbesluit’ en de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het ‘besluitnemend orgaan’. Assink 2013, p. 770. Zie ook Assink 2014 waar Assink ook uitgaat van een vaststellingsbesluit. Meijer-Wagenaar lijkt stellig. Een andere wijze van vertegenwoordiging van de vennootschap dan bij besluit door het daartoe ex art. 2:135 lid 4 BW bevoegde orgaan acht zij niet mogelijk. Zij stelt: “bij het vaststellen van de bezoldiging wordt de vennootschap vertegenwoordigd bij besluit van het bevoegde orgaan” en even verderop: “Art. 2:135 BW is in mijn ogen een vertegenwoordigingsbepaling (art. 2:130 BW), en wel vertegenwoordiging bij besluit.” Meijer-Wagenaar 2006, p. 682 en 685. Ook Bulten schrijft: “[...] op grond van de tekst van de wet luidt mijn conclusie dat het vaststellen van een bezoldiging vertegenwoordiging krachtens besluit inhoudt. Het gaat om een besluit met direct externe werking. Zie Bulten 2014, p. 106. Bennaars en Vestering merken op: “De bezoldiging wordt, net als de benoeming en het ontslag, geregeld via besluit.” En “Het bevoegd orgaan stelt de bezoldiging vast door een besluit.” Bennaars & Vestering 2010, p. 15. In haar dissertatie gaat Bennaars overigens ook in op vaststelling bij overeenkomst, welke vorm van vaststelling zij mogelijk acht. Zie Bennaars 2015 p. 193. Lennarts spreekt in Tekst & Commentaar eveneens alleen van ‘het bezoldigingsbesluit’. Huijgen/Lennarts 2013, art. 2:135 BW, aant. 4. Van Slooten en Zaal lijken naast vaststelling van de bezoldiging

en ook in de parlementaire geschiedenis zijn aanwijzingen te vinden dat de wetgever vaststelling van de bezoldiging door middel van het nemen van een besluit voor ogen heeft.¹³⁰

Het woord ‘vaststelling’ lijkt eveneens te duiden op het nemen van een besluit. Dat vaststelling binnen de vennootschappelijke rechtsorde in beginsel geschiedt door het nemen van een besluit door het bevoegde orgaan is immers niet nieuw. Denk bijvoorbeeld aan het vaststellen van de jaarrekening door een besluit van de AVA (art. 2:201 lid 3 jo. lid 4 BW). Opgemerkt dient te worden dat het huidige lid 5 van art. 2:201 BW juist erop wijst dat de jaarrekening ook kan worden vastgesteld doordat alle aandeelhouders, tevens bestuurders, de jaarrekening ondertekenen. In een dergelijk geval kan mijns inziens worden aangenomen dat er ook sprake is van een besluit, zij het buiten vergadering.

Het vaststellingsbesluit of bezoldigingsbesluit wordt aangemerkt als een besluit met direct externe werking. Vertegenwoordiging op grond van art. 2:135 lid 4 BW vindt in dat geval dus plaats bij besluit, een vorm van vertegenwoordiging die tegenwoordig weinig omstreden is.¹³¹ Ten tijde van het nemen van het besluit is er dus sprake van een samenvaal van rechtsmomenten waarmee bedoeld wordt

bij besluit tevens vaststelling bij overeenkomst als een optie te beschouwen. Van Slooten & Zaal 2008, p. 3. Van Solinge & Nieuwe Weme stellen “Deze zin duidt erop dat de wetgever het besluit tot vaststelling van de bezoldiging (waaronder opties) ziet als een besluit met direct externe werking”. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 329. Ook Dortmund heeft het telkens over het bezoldigingsbesluit. Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 251.

129 Zie onder andere Rechtbank Rotterdam 27 juli 2011, *JOR* 2011/359 m.nt. Verburg (SBM Offshore). In SBM Offshore brengt de rechtbank een onderscheid aan tussen het vaststellingsbesluit en het uitvoering geven aan dit besluit middels het ondertekenen van een overeenkomst. In Hof Arnhem Leeuwarden 15 januari 2013, *JOR* 2013/331 m.nt. Bulten (NTI/Vernhout) zocht het hof tevergeefs naar een genomen vaststellingsbesluit. Het hof lijkt in NTI/Vernhout overigens vaststelling bij overeenkomst niet uit te sluiten. Omdat in casu de bezoldigingsbepalingen niet zijn aangegaan door het orgaan dat bevoegd is de bezoldiging vast te stellen ex art. 2:135 lid 4 BW komt het hof tot het oordeel dat de vorderingen van de bestuurder op grond van de bezoldigingsafspraken in de overeenkomst moeten worden afgewezen.

130 In de parlementaire geschiedenis van het huidige art. 2:135 lid 4 BW zijn aanwijzingen te vinden dat de wetgever ervan uitgaat dat de vaststelling van de bezoldiging geschiedt bij besluit. Zie onder andere de woorden van Minister Donner in de tweede nota van wijziging waarin hij stelt: “Voor een besluit tot vaststelling is een voorstel nodig.” *Kamerstukken II*, 2003, nr. 35, p. 6. Deze gedachte wordt versterkt door het recent ingevoerde art. 2:129a lid 2 BW, waarin expliciet wordt verwezen naar de besluitvorming bij het vaststellen van de bezoldiging van uitvoerende bestuurders.

131 Asser/Kroeze 2015, nr. 322. De vraag of vertegenwoordiging ook plaats kan vinden bij een indirect extern werkend besluit is mijns inziens meer omstreden. Zie Honée 1990, p. 33-43.

op het gelijktijdig plaatsvinden van de (interne) vaststelling en de externe rechtshandeling. De (interne) vaststelling geschiedt in dit geval eenzijdig, hetgeen geenszins uitsluit dat na overleg en met instemming van de bestuurder tot deze bezoldiging is gekomen. Daarnaast behelst het bezoldigingsbesluit een vertegenwoordigingshandeling die gericht is tot de bestuurder. De juridische aanspraak van de bestuurder op de vastgestelde bezoldiging komt door het nemen van het bezoldigingsbesluit alleen niet tot stand. Nodig is dat de bezoldiging (stilzwijgend of uitdrukkelijk) door de bestuurders wordt aanvaard.¹³² Het bezoldigingsbesluit kan mijns inziens dan ook, naast een intern gerichte vaststellingshandeling, tevens worden aangemerkt als een (dwingend) aanbod.

Het bezoldigingsbesluit komt alleen direct externe werking toe indien de rechtshandeling rechtsgevolg heeft. Voor de voltooiing van de rechtshandeling is dus in ieder geval nodig dat de inhoud van het besluit de bestuurder heeft bereikt.¹³³ Is de bestuurder bij het nemen van het bezoldigingsbesluit aanwezig, dan is de rechtshandeling voltooid.¹³⁴ Bij beursgenoteerde vennootschappen, waar de raad van commissarissen bevoegd is tot het nemen van het bezoldigingsbesluit, lijkt mij een dergelijke situatie overigens niet mogelijk.¹³⁵ Is de bestuurder niet aanwezig, dan moet de inhoud van het bezoldigingsbesluit nog – mondeling of schriftelijk – aan hem worden meegedeeld.

Zie voor een analoge toepassing van het ontslagbesluit de conclusie van A-G Timmerman onder 2.6 bij Ciris/Bartelink, waarin hij schrijft, dat een besluit van de aandeelhoudersvergadering (of raad van commissarissen bij een structuurvennootschap) direct het ontslag van de bestuurder als vennootschappelijke bestuurder tot gevolg heeft; het behoeft niet daarna nog door een orgaan van de vennootschap uitgevoerd te worden.¹³⁶ Hoogstens moet het ontslagbesluit aan de ontslagen bestuurder worden ‘medegedeeld’ indien hij bij die aandeelhoudersvergadering niet aanwezig was.¹³⁷

132 Hetzelfde geldt voor het benoemingsbesluit zoals hiervoor besproken.

133 Zie art. 3:37 lid 3 BW: “Een tot een bepaalde persoon gerichte verklaring moet, om haar werking te hebben, die persoon hebben bereikt”. Slechts in het uitzonderlijke geval zal er geen sprake zijn van (stilzwijgende of uitdrukkelijke) aanvaarding van de bezoldiging wanneer het bezoldigingsbesluit de bestuurder heeft bereikt. Denk bijvoorbeeld aan een bestuurder die uitdrukkelijk de bezoldiging afwijst en ontslag neemt of de functie weigert.

134 Asser/Kroeze 2015, nr. 293.

135 Het lijkt mij zelfs verboden. In art. 2:129a lid 2 BW is immers expliciet bepaald bij vennootschappen met een monistisch bestuurdersmodel dat uitvoerende bestuurders niet deel mogen nemen aan de beraadslaging en besluitvorming over het vaststellen van de bezoldiging van uitvoerende bestuurders. Voor de uitvoerende bestuurder is het dus in ieder geval niet toegestaan. Ik zie niet in waarom deze regel niet analoog zou moeten worden toegepast op bestuurders bij een dualistisch bestuursmodel.

136 Timmerman verwijst hier naar HR 20 maart 1941, *NJ* 1941, 542 m.nt. EMM.

137 HR 15 april 2005, *JAR* 2005/153 m.nt. Beltzer en Verhulp.

345. Het ‘mededelen’ van het bezoldigingsbesluit

De inhoud van het bezoldigingsbesluit dient dus op enige wijze aan de bestuurder te worden meegedeeld wil er sprake zijn van vertegenwoordiging bij besluit. Gebeurt dit mededelen door een bode, dan is er geen sprake van een nieuwe rechtshandeling.¹³⁸ Deze gang van zaken, waarbij slechts sprake is van één vertegenwoordigingshandeling, sluit het beste aan bij de oorspronkelijke gedachte van de wetgever bij het vormgeven van (de rechtsvoorganger van) art. 2:135 lid 4 BW, namelijk dat de individuele bezoldiging (eenzijdig) door het aangewezen orgaan wordt vastgesteld. Het is de schilder die schildert en niet zijn penseel.¹³⁹

Wordt er niet gehandeld in de hoedanigheid van bode, maar fungeert de persoon die de bezoldiging aangaat met de bestuurder als vertegenwoordiger, dan is er wél sprake van een vertegenwoordigingshandeling. Het is aldus van belang duidelijkheid te krijgen in welke hoedanigheid gehandeld is.

346. Bode of vertegenwoordiger?

Opgemerkt dient te worden dat iedereen kan fungeren als bode (denk bijvoorbeeld aan de postbode). De bode dient in het algemeen niet te worden aangemerkt als vertegenwoordiger. De scheidslijn tussen handelen als bode of als vertegenwoordiger is echter troebel.

In zijn conclusie bij HR 26 juni 2009, *NJ* 2010/664 (Makelaardij Sneek) gaat Wuisman in op het verschil tussen beide:

138 Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 54. Verwezen wordt door Van Schilfgaarde c.s. naar Asser/Van der Grinten, nr. 21, Asser/Van der Grinten/Maeijer, nr. 80. Ook wordt HR 19 oktober 2001, *JOR* 2002/1 m.nt. Blanco Fernandez (Utrechts Monumentenfonds) aangehaald waarin werd aangenomen dat het bestuur aan de overbrenger ‘opdracht en volmacht’ had gegeven om ‘namens het bestuur’ de mededeling van aanvaarding van een aanbod te doen. Van Schilfgaarde spreekt van een vreemde constructie. Hier kan anders over gedacht worden als in aanmerking genomen wordt dat de bestuurder vanwege het overbrengen van een wilsverklaring niet langer gezien kan worden als bode, maar te gelden heeft als vertegenwoordiger. Zie hierover Asser/Van der Grinten & Kortmann 2004. Ik kom hier verderop over te spreken.

139 Over de mogelijkheid tot vertegenwoordiging bij besluit bij de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders bestaat weinig twijfel. De vraag is of er tevens vertegenwoordiging kan plaatsvinden op andere wijze. Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan de mogelijkheid dat de raad van commissarissen als orgaan de vennootschap vertegenwoordigt door het afleggen van een gezamenlijke verklaring die door alle commissarissen is ondertekend. Mijns inziens kan een dergelijke verklaring worden aangemerkt als een besluit buiten vergadering.

“In het geval van een vertegenwoordiger verricht deze, zo zegt men, de rechtshandeling zelf maar dan uit naam van een ander (hierna: de principaal). Indien dit op basis van een toereikende bevoegdheid of schijn van bevoegdheid geschiedt, dan worden de rechtsgevolgen van de rechtshandeling van de vertegenwoordiger aan de principaal toegerekend. In het geval van een bode verricht degene, voor wie de bode optreedt (hierna: de opdrachtgever), de rechtshandeling zelf en doet de bode niet meer dan, zoals in artikel 3:33 BW voor een rechtshandeling vereist, het openbaren van de wil van diens opdrachtgever door het overbrengen van een verklaring.”¹⁴⁰

Kortmann lijkt zelfs een stap verder te gaan en stelt dat degene die namens een ander een wilsverklaring aflegt, handelt als vertegenwoordiger. Volgens hem is ook de verklaring vertegenwoordigend, indien de vertegenwoordiger geen vrijheid is gelaten en de verklaring door de opdrachtgever is geformuleerd.¹⁴¹ De Hoge Raad lijkt, in navolging van de conclusie van Wuisman, onder omstandigheden van voornoemd standpunt van Kortmann af te wijken. In HR 26 juni 2009, *NJ* 2010/664 (Makelaar Sneek) oordeelde de Hoge Raad dat een makelaar die aan de koper te kennen gaf dat de verkoper het bod had geaccepteerd, niet aangemerkt kon worden als vertegenwoordiger. Assink merkt daarover terecht op dat deze benadering primair steunt op de normaaltypische rol van een makelaar in het maatschappelijk verkeer. Gelet daarop laat deze benadering zich niet automatisch integraal transponeren naar de context van vertegenwoordiging van een rechtspersoon.¹⁴² In de praktijk zal het niet steeds eenvoudig zijn om vast te stellen of iemand als bode dan wel als vertegenwoordiger heeft gehandeld.

Volgens Kortmann zal de vaststelling of er sprake is van een bode of van een vertegenwoordiger moeten plaatsvinden aan de hand van de artikelen 3:33 en 3:35 BW.¹⁴³ In de regel zal beslissend zijn wat de wederpartij omtrent de hoedanigheid waarin de tussenpersoon is opgetreden, heeft aangenomen en heeft mogen aannemen, alsook wat deze tussenpersoon zijnerzijds omtrent de voorstelling van de wederpartij dienaangaande heeft aangenomen en mogen aannemen.¹⁴⁴

347. Een mededeling van het besluit door een bode

In het geval van de bestuurder van een beursgenoteerde vennootschap mag worden aangenomen dat deze op de hoogte is van het feit dat statutair de raad van commissarissen als orgaan bevoegd is de bezoldiging vast te stellen. Er valt mijns inziens

140 Zie PHR 26 juni 2009, ECLI:NL:PHR:2009:BH9284 bij HR 26 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH9284 (Makelaar Sneek).

141 Zie Asser/Van der Grinten & Kortmann 2004. Zie ook Asser/Kroeze 2015, nr. 293.

142 Assink 2013, p. 349.

143 Zie ook Asser/Kroeze 2015, nr. 327.

144 Zie Asser/Van der Grinten & Kortmann 2004.

dan ook veel voor te zeggen om, bij het mededelen van het genomen bezoldigingsbesluit aan de bestuurder, aan het begrip bode een ruime interpretatie toe te kennen. In dat geval wordt degene die een mededeling aan de bestuurder doet, welke mededeling beperkt blijft tot de inhoud van het genomen bezoldigingsbesluit, in beginsel aangemerkt als bode.¹⁴⁵ Dit hoeft niet anders te zijn als de gevolgen van het bezoldigingsbesluit voor de individuele bestuurder in deze mededeling zijn geëxpliciteerd.¹⁴⁶ De omstandigheden van het geval zullen echter te allen tijde doorslaggevend zijn voor de vraag of is gehandeld als bode of als vertegenwoordiger.

348. De bezoldiging wordt direct vastgesteld bij overeenkomst

Zoals Van der Grinten betoogt, kan de bezoldiging tevens worden vastgesteld bij overeenkomst. In dat geval wordt de bezoldiging door beide partijen vastgesteld.¹⁴⁷ Daarbij kan onderscheid worden gemaakt tussen een overeenkomst waarin louter afspraken over de bezoldiging zijn opgenomen (een ‘bezoldigingsovereenkomst’) en een arbeids- of opdrachtovereenkomst waarin meer dan alleen de bezoldiging wordt overeengekomen. In beide gevallen treedt bij het vaststellen van de bezoldiging namens de rechtspersoon het op grond van art. 2:135 lid 4 BW bevoegde orgaan op.

Van der Grinten schrijft hierover: “In dit geval [wanneer de bezoldiging wordt opgenomen in een overeenkomst, toevoeging ECHJL] treedt voor de n.v. de algemeene vergadering op, daar deze de n.v. bij het aangaan van de overeenkomst met den bestuurder vertegenwoordigt”.¹⁴⁸

145 Op grond van het Stichting Utrechts Monumentenfonds-arrest lijkt de Hoge Raad overigens een minder brede interpretatie van het begrip ‘bode’ te zijn toegedaan. Zoals ik uiteen zal zetten zie ik een aanmerkelijk verschil tussen het handelen met een derde die niet deel uitmaakt (of gaat maken) van de interne deelrechtsorde, zoals het geval is bij het Utrechts Monumentenfonds-arrest, en de situatie waarin hiervan wel sprake is, zoals bij een derde zijnde de bestuurder. Zie randnummer 349.

146 Een rechtvaardiging voor een ruime interpretatie van de bode bij het doen van een (eenzijdige) mededeling vind ik in het feit dat de bestuurder weliswaar als derde is aan te merken bij het vaststellen van zijn bezoldiging, maar dat hij daardoor niet dezelfde bescherming hoeft te genieten als een gewone derde die handelt met de rechtspersoon. Van de bestuurder mag in dit geval meer worden verwacht, onder meer dat hij op de hoogte is (of zich laat stellen) van het bezoldigingsbesluit.

147 Zie Van der Heijden/Van der Grinten 1946, p. 398.

148 Zie Van der Heijden/Van der Grinten 1946, p. 398. Niet geheel duidelijk is overigens of Van der Grinten hier doelt op het aangaan van (alleen) een bezoldigingsovereenkomst of ook een (arbeids- of) opdrachtovereenkomst. Het lijkt mij voor de hand liggen dat hij doelt op beide.

Mocht ieder lid van het tot vaststelling bevoegde orgaan de overeenkomst ondertekenen, dan voorzie ik geen problemen, een dergelijke vorm van vaststellen moet mijns inziens mogelijk zijn.¹⁴⁹ Er is dan weliswaar geen sprake van een expliciet bezoldigingsbesluit maar naar mijn mening kan in dat geval worden betoogd dat de ondertekening door alle leden van het bevoegde orgaan moet worden aangemerkt als een (impliciet) bezoldigingsbesluit, genomen buiten vergadering.¹⁵⁰ De (interne) vaststelling en de vertegenwoordigingshandeling vallen in dat geval dus samen op het moment van ondertekening van de overeenkomst.

In de praktijk zal het ondertekenen van de overeenkomst veelal worden overgelaten aan één persoon, bijvoorbeeld aan de voorzitter van de raad van commissarissen of de voorzitter van de remuneratiecommissie. Hier kan een probleem ontstaan. Mijns inziens is het namelijk niet mogelijk de vertegenwoordigingsbevoegdheid intern door het daartoe bevoegde orgaan toe te wijzen aan één commissaris die vervolgens de bezoldiging vaststelt door de overeenkomst namens de rechtspersoon te ondertekenen. Art. 2:135 lid 4 BW verzet zich daartegen. De vaststelling van de bezoldiging kan, blijkens het vierde lid van art. 2:135 BW, immers slechts *statutair* geschieden door een *orgaan*. Deze in art. 2:135 lid 4 BW opgenomen beperking heeft tot gevolg dat het intern delegeren van de bevoegdheid tot vaststelling in beginsel niet mogelijk is.¹⁵¹ Weliswaar kan het voorstel door een remuneratiecommissie worden opgesteld, maar de uiteindelijke vaststelling moet – indien de statuten zo bepalen – gebeuren door de plenaire raad van commissarissen.¹⁵²

149 Zie in gelijke zin Bennaars 2015, p. 193. Het gaat in dit geval om besluitvorming buiten vergadering waarvoor de statuten veelal een regeling bevatten. Zie in dit kader Hof Amsterdam 27 december 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BV0059 (Fundo), r.o. 3.5 e.v. waarin niet was voldaan aan de regeling voor besluitvorming buiten vergadering van de AVA waardoor de bezoldigingsafpraak nietig was. Theoretisch is denkbaar dat iedere commissaris de overeenkomst namens de rechtspersoon ondertekent. In de praktijk zal deze gang van zaken bij beursgenoteerde ondernemingen niet snel voorkomen. Bij naamloze vennootschappen met een beperkte raad van commissarissen of klein aantal aandeelhouders is deze variant minder problematisch.

150 Zie hierover Dumoulin 2000. Aan de voorwaarde, dat voor het nemen van besluiten buiten vergadering de algemene stemmen van alle stemgerechtigde leden zijn vereist, is in dat geval voldaan. In de regel zullen de statuten een regeling bevatten voor het nemen van besluiten buiten vergadering die gevolgd dient te worden.

151 Een dergelijke bepaling is nietig. De raad van commissarissen kan slechts als college besluiten nemen. Commissies binnen de raad van commissarissen kunnen in beginsel dan ook niet zelfstandig bevoegdheden uitoefenen. Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 68.

152 In dit geval gelden de normale regels voor besluitvorming van een orgaan. Zie onder andere HR 15 juli 1968, *NJ* 1969, 101 (Wijsmuller). Ook in Duitsland moet het bezoldigingsbesluit genomen worden door de gehele raad van commissarissen, zie randnummer 316.

Een manier om toch tot een soortgelijk resultaat te komen – de facto delegatie van de vaststellingsbevoegdheid aan een enkele commissaris – is door een volmacht te verlenen aan bijvoorbeeld de voorzitter van de remuneratiecommissie om namens de, op grond van de statuten bevoegde, raad van commissarissen de bezoldiging vast te stellen. De bevoegdheid (en verantwoordelijkheid) om de rechtspersoon te vertegenwoordigen blijft in een dergelijk geval bij de raad van commissarissen via de band van art. 2:135 lid 4 BW, maar het is de voorzitter van de remuneratiecommissie die de raad van commissarissen (en daarmee de rechtspersoon) vertegenwoordigt op grond van de verleende volmacht.

Ligt aan het verlenen van de volmacht een bezoldigingsbesluit ten grondslag dan voorzie ik geen problemen.¹⁵³ Ik heb wel mijn twijfels bij het vaststellen van de bezoldiging via volmacht zonder onderliggend bezoldigingsbesluit. Door vanuit praktisch oogpunt de vaststelling van de bezoldiging krachtens volmacht over te laten aan een enkele commissaris kan het voorkomen dat de plenaire raad van commissarissen niet meer zijn uiteindelijke goedkeuring geeft aan de bezoldiging die wordt overeengekomen met de bestuurder.¹⁵⁴ Een dergelijke gang van zaken lijkt mij bij beursgenoteerde vennootschappen dan ook geen best practice.¹⁵⁵ Ook lijkt mij deze wijze van vaststelling in strijd met de gedachte achter art. 2:135 lid 4 BW dat vaststelling alleen kan geschieden door het gehele orgaan. De Corporate Governance Code, waarin uitdrukkelijk ervan wordt uitgegaan dat de gehele raad van commissarissen de bezoldiging van individuele bestuurders vaststelt, bevestigt deze gedachte.¹⁵⁶ Het is dus maar zeer de vraag of deze wijze van vaststellen bij rechterlijke toetsing daadwerkelijk overeind zal blijven. Daarnaast brengt het allerlei aansprakelijkheidsrisico's met zich mee voor de leden van de raad van commissarissen.¹⁵⁷ In de praktijk dient een dergelijke gang van zaken dan ook voorkomen te worden.

349. Het bezoldigingsbesluit én de overeenkomst

Bij het vaststellen van de bezoldiging bij overeenkomst (zie het vorige randnummer) wordt uitgegaan van de situatie dat een expliciet bezoldigingsbesluit afwezig is,

153 Zie randnummer 349.

154 Denkbaar is dat er onderlinge afstemming tussen de leden van het bevoegde orgaan heeft plaatsgevonden over het vaststellen van de bezoldiging zonder dat het orgaan als zodanig een vaststellingsbesluit over de bezoldiging heeft genomen.

155 Dat ook bij beursgenoteerde ondernemingen af en toe enigszins 'amateuristisch' wordt omgesprongen met het vaststellingsproces laat overigens een rechtszaak zien zoals Rechtbank Rotterdam 27 juli 2011, *JOR* 2011/359 m.nt. Verburg (SBM Offshore).

156 Zie principe 3.2 Code 2016 (en daarvoor principe II.2 Code 2008).

157 De raad van commissarissen blijft immers verantwoordelijk voor het handelen van een enkele commissaris. Een beroep op disculpatie na onrechtmatig handelen komt de overige leden van de raad van commissarissen naar mijn mening in beginsel niet toe.

maar het op grond van art. 2:135 lid 4 BW bevoegde orgaan de bezoldiging vaststelt bij overeenkomst doordat alle leden van dat orgaan de overeenkomst ondertekenen. Een andere situatie doet zich mijns inziens voor als er sprake is van een bezoldigingsbesluit én een aparte overeenkomst. Wordt eerst een bezoldigingsbesluit genomen en worden deze bezoldigingsafspraken vervolgens nader uitgewerkt in een overeenkomst dan geldt het aangaan van de overeenkomst als een aparte vertegenwoordigingshandeling.¹⁵⁸ In dat geval kan er niet meer gesproken worden van het overbrengen van het bezoldigingsbesluit bij bode.¹⁵⁹ Bij het aangaan van een overeenkomst met de bestuurders na een genomen bezoldigingsbesluit zijn er derhalve twee van elkaar te onderscheiden rechtshandelingen die op verschillende momenten plaatsvinden. De bezoldiging wordt allereerst door het daartoe bevoegde orgaan (intern) namens de vennootschap vastgesteld. Wordt vervolgens de inhoud van het bezoldigingsbesluit nader uitgewerkt in een overeenkomst, dan is er aan de zijde van de vennootschap bij het ondertekenen van de overeenkomst sprake van een tweede rechtshandeling. Deze tweede rechtshandeling, die een vertegenwoordigingshandeling behelst, dient – behoudens uitzonderlijke omstandigheden – te worden gezien als het uitvoering geven aan het bezoldigingsbesluit en niet als een nieuw bezoldigingsbesluit.¹⁶⁰

158 Wordt deze overeenkomst ondertekend door alle leden van het bevoegde orgaan dan kan, afhankelijk van de omstandigheden van het geval, de overeenkomst worden aangemerkt als een nieuw vaststellingsbesluit indien de overeenkomst expliciet in de plaats moet komen van het genomen bezoldigingsbesluit. In de regel zal de overeenkomst echter moeten worden gezien als een uitwerking van het bezoldigingsbesluit. Er is weer sprake van een andere situatie wanneer in de overeenkomst verwezen wordt naar het vaststellingsbesluit en er geen nadere uitwerking plaatsvindt. In dat geval worden in de overeenkomst slechts de reeds gemaakte afspraken schriftelijk vastgelegd en is er geen sprake van een nieuwe vertegenwoordigingshandeling ten aanzien van deze bezoldigingsafspraken.

159 Een bode kan simpelweg niet meer als bode worden aangemerkt als hij de overeenkomst namens de vennootschap ondertekent. Degene die optreedt als bode verliest in een dergelijk geval die hoedanigheid en zal worden aangemerkt als vertegenwoordiger van het orgaan dat conform art. 2:135 lid 4 BW bevoegd is de bezoldiging vast te stellen. Zou degene die namens de vennootschap de overeenkomst ondertekent wel handelen als bode, dan is het ondertekenen van de ‘overeenkomst’ slechts aan te merken als een eenzijdige rechtshandeling van de bestuurder waarmee hij het aanbod zoals vervat in het bezoldigingsbesluit aanvaardt.

160 Zie in dit geval Rechtbank Rotterdam 27 juli 2011, *JOR* 2011/359 m.nt. Verburg (SBM Offshore), r.o. 5.9.2/5.9.3, waarin de rechtbank onder meer oordeelt dat het sturen van een brief aan de bestuurder met daarin opgenomen de bezoldigingsafspraken die voortvloeiden uit een eerder genomen bezoldigingsbesluit niet als nieuw bezoldigingsbesluit te gelden heeft, maar gezien moet worden als een uitvoering van het eerder genomen bezoldigingsbesluit. Naar mijn mening kan worden betoogd dat een dergelijke mededeling niet moet worden aangemerkt als een nieuwe vertegenwoordigingshandeling (zoals de rechtbank doet), maar dat hier sprake is van een mededeling van het bezoldi-

In de regel zal tijdens het vaststellen van de bezoldiging iemand worden aangewezen om namens de raad van commissarissen de bezoldigingsafspraken nader uit te werken in een overeenkomst en deze te ondertekenen. In dat geval is het bezoldigingsbesluit alsnog aan te merken als een besluit met direct externe werking. De externe werking heeft betrekking op het gelijktijdig vaststellen en verlenen van een volmacht en is geen direct aanbod aan de bestuurder.¹⁶¹ De aangewezen persoon ondertekent in dat geval krachtens (incidentele) volmacht, waarbij de volmacht wordt beperkt door de grenzen van het bezoldigingsbesluit.

Illustratief voor het vaststellen bij besluit en vervolgens het geven van een volmacht aan één persoon om uitvoering te geven aan het besluit is mijns inziens de uitspraak van de Hoge Raad inzake de stichting Utrechts Monumentenfonds.¹⁶² Blijkens dat arrest koopt mevrouw Timmermans twee huizen van de stichting waarbij zij tevens een aanbod tot koop doet op een gedeelte van de tuin die aan haar pas verworven eigendom grenst. Het bestuur van de stichting besluit vervolgens in een vergadering tot aanvaarding van dit aanbod. Thoomes, directeur en secretaris van de stichting, deelt het bestuursbesluit vervolgens mede aan mevrouw Timmermans. Op grond van de statuten was Thoomes niet zelfstandig vertegenwoordigingsbevoegd. De vraag die in dit arrest centraal staat is of mevrouw Timmermans rechten kan ontleen aan het genomen en aan haar meegedeelde bestuursbesluit. Het hof oordeelde dat er sprake was van een overeenkomst doordat het bestuur akkoord was gegaan met de overdracht en mevrouw Timmermans hiervan op de hoogte was gesteld. De stichting gaat in cassatie en stelt zich op het standpunt dat het genomen bestuursbesluit onvoldoende is om de overeenkomst tot stand te laten komen. Volgens de stichting moet het besluit nog uitgevoerd worden door middel van een externe rechtshandeling waartoe slechts het gehele bestuur bevoegd is. Er is door Thoomes aldus onbevoegd vertegenwoordigd.

De Hoge Raad oordeelt dat met het bestuursbesluit de wil van de stichting tot stand gekomen is, gericht op aanvaarding van het aanbod van mevrouw Timmermans. Het oordeel van het hof dat Thoomes mevrouw Timmermans vervolgens overeenkomstig dit besluit ervan in kennis heeft gesteld moet volgens de Hoge Raad aldus worden begrepen dat het bestuur bij meer bedoeld besluit aan Thoomes opdracht en volmacht heeft gegeven om namens het bestuur aan mevrouw Timmermans mee te delen dat het bestuur het aanbod heeft aanvaard en dat Thoomes deze opdracht heeft uitgevoerd. De Hoge Raad komt aldus tot de conclusie dat na de totstandkoming van het bestuursbesluit niet nog een externe rechtshandeling vereist is die alleen door het voltallige bestuur kan worden verricht.¹⁶³

gingsbesluit. De afzender van de brief, in dit geval een bestuurder van SBM Offshore, fungeert in dat geval als bode. Zie hierover randnummer 345 e.v.

161 En is er dus sprake van drie rechtshandelingen. De vaststelling, de volmachtverlening en de ondertekening van de overeenkomst.

162 HR 19 oktober 2001, *JOR* 2002/1 m.nt. Blanco Fernández (Utrechts Monumentenfonds).

163 Zie r.o. 3.4.4. De Hoge Raad is overigens wel van mening dat er na het besluit dus nog een extra vertegenwoordigingshandeling (krachtens volmacht) is verricht.

Indien ervan wordt uitgegaan dat de Hoge Raad in het onderhavige arrest het bestaan van direct externe werking van het bestuursbesluit heeft aangenomen, dan kan worden gesteld dat de Hoge Raad een vreemde constructie gebruikt om deze externe werking vast te stellen.¹⁶⁴ De Hoge Raad stelt immers in onderhavige casus dat het bestuur “bij meer bedoeld besluit” aan Thoomes “opdracht en volmacht” heeft gegeven op grond waarvan Thoomes namens het bestuur de mededeling van aanvaarding van het aanbod doet. Voor het overbrengen van het besluit als bode is immers geen volmacht vereist. Uit de woorden van de Hoge Raad valt echter op te maken dat in dit geval wordt aangenomen dat Thoomes niet heeft gehandeld als bode, maar krachtens volmacht namens het bestuur. Het bestuursbesluit behelst dus enerzijds een interne handeling (het vaststellen van de wil van de rechtspersoon) en anderzijds “bij meer bedoeld besluit” een opdracht aan Thoomes om het bestuur bij volmacht te vertegenwoordigen bij het aanvaarden van het aanbod.¹⁶⁵

De hiervoor geschetste situatie verschilt mijns inziens overigens aanmerkelijk van het vaststellen van de bezoldiging van een bestuurder. Een (toetredende) bestuurder neemt een bijzonder positie in, aangezien hij zowel derde als actor binnen de interne deelrechtsorde is (dan wel zal worden). Van hem mag derhalve worden verwacht dat hij zich op de hoogte laat stellen van het genomen bezoldigingsbesluit, waardoor mededeling van het bezoldigingsbesluit bij bode eerder voor de hand ligt. In het Utrechts Monumentenfonds-arrest ging het ‘slechts’ om een derde waardoor de constructie ‘opdracht én volmacht’ in plaats van het overbrengen bij bode logischer is.

350. Aanwijzen van de vertegenwoordiger bij volmacht

Zoals hiervoor uiteengezet komt het bestuur – bij een dualistische model – mijns inziens geen enkele wettelijke bevoegdheid toe bij het vaststellen van de bezoldiging en het aangaan van de (bezoldigings)overeenkomst met een individuele bestuurder. Zowel vaststelling van de bezoldiging als het aangaan van de overeenkomst van opdracht dient in beginsel te geschieden door de algemene vergadering. Bij beursgenoteerde vennootschappen zullen deze bevoegdheden statutair bij de raad van commissarissen zijn neergelegd. Aangezien het desbetreffende orgaan

¹⁶⁴ Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 54.

¹⁶⁵ Kroeze stelt dat ook in het geval tegelijkertijd met het besluit een volmacht om de rechtspersoon te vertegenwoordigen wordt verleend er sprake is van een direct extern werkend besluit. Zie Asser/Kroeze 2015, nr. 293. “Zo is een besluit in de zin van art. 2:14-16 BW een bestuursbesluit waarbij volmacht wordt verleend aan een derde om de rechtspersoon te vertegenwoordigen”. De externe werking ziet in dit geval op het verlenen van de volmacht. Overigens schrijft Kroeze verderop in nr. 293 over HR 19 oktober 2001, *JOR* 2002/1 (Utrechts Monumentenfonds) dat daar *geen* sprake was van externe werking van het besluit. Dit lijkt tegenstrijdig, omdat daar immers ook sprake was van een besluit waarbij tegelijkertijd een volmacht werd verleend ter uitvoering van dat besluit. Ik lees deze passage zo dat hij daarmee wil zeggen dat het besluit geen direct externe werking had jegens mevrouw Timmermans.

zelf niet gemakkelijk tekent zal voor het ondertekenen van de overeenkomst in de regel iemand moeten worden aangewezen die de raad van commissarissen zal vertegenwoordigen bij volmacht.¹⁶⁶ Bij voorkeur geschiedt aanwijzing van de vertegenwoordiger tegelijkertijd met het nemen van het bezoldigingsbesluit en wordt het aanwijzen van de vertegenwoordiger op schrift gesteld.¹⁶⁷

Met het verlenen van de volmacht krijgt de vertegenwoordiger de mogelijkheid om uitvoering te geven aan een genomen bezoldigingsbesluit en om namens de rechtspersoon de bezoldigingsafspraken met de bestuurder aan te gaan.¹⁶⁸ Een door de gevolmachtigde binnen de grenzen van zijn bevoegdheid in naam van de volmachtgever verrichte rechtshandeling, treft in haar gevolgen de volmachtgever.¹⁶⁹ Treedt de vertegenwoordiger buiten zijn volmacht dan is de rechtspersoon niet gebonden.¹⁷⁰

Nu de vertegenwoordiger in zijn volmacht beperkt is tot de grenzen van het genomen bezoldigingsbesluit, is er mijns inziens niets op tegen dat de voorzitter van de raad van bestuur de overeenkomst met een andere bestuurder aangaat.¹⁷¹

166 De aandeelhoudersvergadering tekent nu eenmaal niet gemakkelijk zelf een overeenkomst. Ook in het geval de raad van commissarissen tekeningsbevoegd is, zal in de praktijk de wens bestaan om de overeenkomst te laten ondertekenen door één commissaris. Zie ook Verburg 2015, p. 72.

167 Volmachtverlening is als regel overigens niet aan een bepaalde vorm gebonden. Zij kan schriftelijk of mondeling worden verleend, uitdrukkelijk of stilzwijgend. Zie Asser/Van der Grinten & Kortmann 2004, nr. 26.

168 Volmachtverlening is erop gericht de gevolmachtigde bevoegdheid te geven als vertegenwoordiger rechtshandelingen te verrichten. De kernbevoegdheid om bepaalde rechtshandelingen te verrichten impliceert tevens de bevoegdheid tot het verrichten van die handelingen die voor het tot stand brengen van de rechtshandeling nodig of wenselijk zijn. In het geval van het aangaan van de overeenkomst moet overigens niet direct gedacht worden aan de primaire onderhandelingen. Dit stadium is dan al gepasseerd. De volmacht zal in beginsel dus beperkt zijn tot het aangaan van de overeenkomst waarin de inhoud van het bezoldigingsbesluit is opgenomen. Wel kunnen bepaalde details worden uitgewerkt. Deze feitelijke handelingen zullen worden toegerekend aan de volmachtgever. Zie Asser/Van der Grinten & Kortmann 2004, 20.

169 Zie art. 3:66 lid 1 BW. Zie tevens Assink 2013, p. 353.

170 Met het toekennen van een volmacht wordt door de volmachtgever aan een ander de bevoegdheid verleend om namens hem vertegenwoordigend te handelen. De hoofdregel daarbij is dat de gevolmachtigde de volmachtgever slechts kan binden binnen de grenzen van de hem gegeven bevoegdheid. Zie Asser/Van der Grinten & Kortmann 2004, 37. Zodoende wordt alsnog min of meer bewerkstelligd dat de schilder degene is die schildert en niet zijn penseel.

171 Zie ook Verburg 2015, p. 71; Bulten 2014; Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 236. Indien geen bezoldigingsbesluit ten grondslag ligt aan de volmachtverlening dan zullen de grenzen, tenzij duidelijk in de volmacht gesteld, niet helder zijn.

De vertegenwoordigingsbevoegdheid ligt in een dergelijk geval bij de bestuurder wegens de aan hem verleende volmacht en vloeit niet voort uit art. 2:130 BW. Hij vertegenwoordigt dan ook niet ‘direct’ de vennootschap, maar het orgaan dat zijn bevoegdheid ontleent aan art. 2:135 lid 4 BW.¹⁷² Mijn voorkeur gaat overigens niet uit naar het aanwijzen van een (uitvoerend) bestuurder als vertegenwoordiger. Bij beursgenoteerde vennootschappen ligt het voor de hand dat de raad van de commissarissen de voorzitter van de raad van commissarissen (of een andere commissaris, zoals de voorzitter van de remuneratiecommissie) aanwijst en deze de overeenkomst met de bestuurder namens de vennootschap ondertekent.¹⁷³

351. De vertegenwoordigingsbevoegdheid van de uitvoerende bestuurder bij een one-tier board

Een opmerking zou ik nog willen maken over het binden van de vennootschap aan bezoldigingsafspraken in een overeenkomst met de uitvoerende bestuurder bij een naamloze vennootschap met een monistisch bestuursmodel. Glashelder is dat een uitvoerende bestuurder niet mag deelnemen aan de besluitvorming over zijn eigen bezoldiging. Maar hoe zit het met de vertegenwoordigingsbevoegdheid voor het aangaan van de overeenkomst wanneer de bevoegdheid tot vaststelling statutair gedelegeerd is aan de one-tier board? Rust deze vertegenwoordigingsbevoegdheid dan ook op de uitvoerende bestuurders?

Uit de parlementaire geschiedenis blijkt slechts, dat de taak tot *vaststelling* van de bezoldiging van uitvoerende bestuurders niet aan uitvoerende bestuurders kan worden toebedeeld.¹⁷⁴ Is er sprake van vaststelling bij besluit dan kan het bestuur dus slechts vertegenwoordigd worden door de niet-uitvoerende bestuurders. Het moment van vaststelling en het aangaan van de overeenkomst valt dan immers samen met het nemen van het besluit: een handeling waarvan de uitvoerende bestuurders expliciet zijn uitgesloten. Vindt vaststelling direct plaats door ondertekening van de overeenkomst, dan is er mijns inziens sprake van besluitvorming buiten vergadering. Ook in dat geval staan de uitvoerende bestuurders dus buiten spel. Slechts wanneer eerst het besluit tot vaststelling wordt genomen en vervolgens

Hierom is het onwenselijk tot vaststelling van de overeenkomst over te gaan zonder onderliggend vaststellingsbesluit.

172 Zie in deze zin ook Verburg in zijn annotatie bij Rechtbank Rotterdam 27 juli 2011, *JOR* 2011/359 (SBM Offshore).

173 Verburg 2015, p. 72.

174 In de parlementaire geschiedenis wordt expliciet benoemd dat het gaat om taken die niet kunnen worden toegedeeld aan de uitvoerende bestuurders. Zo kunnen de uitvoerende bestuurders niet worden belast met de taak om de bezoldiging van uitvoerende bestuurders vast te stellen. *Kamerstukken II*, 2008/09, 31 763, nr. 3 (MvT), p. 15.

dit besluit nader wordt uitgewerkt in een (bezoldigings)overeenkomst komt dus de vertegenwoordigingsbevoegdheid van een uitvoerende bestuurder in beeld. In dat geval geldt dat het opnemen van de beloningsafspraken in de (bezoldigings)overeenkomst – behoudens uitzonderingen – moet worden aangemerkt als het uitvoering geven aan het bezoldigingsbesluit. Ondertekenen alle bestuurders (zowel de uitvoerende als de niet-uitvoerende) deze overeenkomst dan is rechtsgeldig door het orgaan vertegenwoordigd.¹⁷⁵ In de praktijk zal echter één of enkele (niet-) uitvoerende bestuurders tekenen bij volmacht.

Neemt een uitvoerende bestuurder toch deel aan de beraadslaging en besluitvorming waarmee vaststelling van de bezoldiging plaatsvindt, dan is dit besluit vernietigbaar.¹⁷⁶ Daarnaast zal de uitvoerende bestuurder de vennootschap in beginsel niet kunnen houden aan de overeenkomst, aangezien het vorderen van nakoming op grond van de redelijkheid en billijkheid in de regel onaanvaardbaar zal worden geacht.¹⁷⁷ Tenslotte zij nog opgemerkt dat een individuele uitvoerende bestuurder niet zelfstandig bevoegd zal zijn het bestuur in deze (buiten volmacht) te vertegenwoordigen. De vertegenwoordigingsbevoegdheid ligt immers alleen bij het gehele bestuursorgaan ex art. 2:135 lid 4 BW en niet op grond van art. 2:130 BW.

352. SBM Offshore herzien

Een arrest waar in mijn ogen verschillende zaken verkeerd gingen en dat derhalve bespreking verdient, is het eerder aangehaalde SBM Offshore-arrest. In deze zaak vervulde Docherty de functie van CFO gedurende de eerste helft van 2004. Na zijn aftreden als CFO, besluit de algemene vergadering van SBM Offshore in mei 2005 tot wijziging van het bezoldigingsbeleid voor bestuurders van SBM Offshore. Een belangrijk onderdeel van het nieuwe bezoldigingsbeleid is een Long-Term Incentive Plan (hierna: LTIP) dat onder meer betrekking heeft op 2004. Kort na het vaststellen van het nieuwe bezoldigingsbeleid ontvangt Docherty twee brieven. De eerste is afkomstig van de nieuwe CFO. In deze brief wordt aan Docherty meegedeeld dat hij in aanmerking komt voor opties en prestatieaandelen voor zijn werkzaamheden in de eerste helft van 2004. De tweede brief is afkomstig van de CEO van SBM

175 In het onderhavige geval zal het aangaan van de overeenkomst in beginsel dus niet worden aangemerkt als beraadslaging of besluitvorming over het vaststellen van de bezoldiging van een uitvoerende bestuurder maar als het uitvoering geven aan het bezoldigingsbesluit (en dus slechts als een vertegenwoordigingshandeling van het orgaan). Anders nemen de uitvoerende bestuurders immers toch deel aan de besluitvorming omtrent het vaststellen van hun bezoldiging.

176 Art. 2:129a lid 2 BW jo. 2:15 lid 1 sub a BW.

177 HR 17 december 1982, *NJ* 1983/480 (Bibolini). Zie ook Hof Amsterdam 12 augustus 2008, *JOR* 2008/264 m.nt. Leijten (Tiscali), r.o. 4.9. Ik zou willen aannemen dat deze regel in beginsel ook geldt wanneer de ene uitvoerende bestuurder betrokken is bij de besluitvorming over de bezoldiging van een andere uitvoerende bestuurder.

Offshore (de heer Keller). In deze brief wordt het aantal prestatieaandelen geëxpliciteerd, evenals de vestingvoorwaarden.¹⁷⁸ Wanneer in 2008 de vestingperiode van de aandelen is verstreken, stelt SBM Offshore zich op het standpunt dat Docherty geen recht heeft op de hem toegezegde opties en aandelen. Allereerst stelt SBM Offshore dat de verwijzing naar het LTIP in de brief van CEO Keller berust op een evidente vergissing, omdat het LTIP slechts geldt voor personen die op het moment van inwerkingtreding (1 januari 2005) in dienst waren van SBM Offshore. De brief van Keller bevat daarom niet de wil inhoudende een geldig aanbod van SBM Offshore, als gevolg waarvan geen sprake is van een geldige rechtshandeling.¹⁷⁹ Ten tweede stelt SBM Offshore dat de brief van Keller moet worden aangemerkt als een bezoldigingsbesluit in de zin van art. 2:135 BW. Keller was echter niet bevoegd om als CEO van SBM Offshore het bezoldigingsbesluit te nemen. Die bevoegdheid lag immers bij de raad van commissarissen. Nu het besluit genomen is door het onbevoegde orgaan, is het nietig.¹⁸⁰

De rechtbank verworpt mijns inziens terecht het verweer van SBM Offshore, maar ik kan mij niet vinden in de weg die de rechtbank bewandelt. Twee redeneringen van de rechtbank springen daarbij in het oog. Allereerst oordeelt de rechtbank dat de brief van Keller niet kan worden aangemerkt als een bezoldigingsbesluit, omdat art. 2:135 BW in het onderhavige geval niet van toepassing is.¹⁸¹ Als reden voor het buiten toepassing verklaren van art. 2:135 BW voert de rechtbank aan dat Docherty ten tijde van het schrijven van de brief geen bestuurder meer was.¹⁸² De rechtbank leest mijns inziens hier een beperking in het toepassingsbereik van art. 2:135 BW die simpelweg niet bestaat. Het op grond van art. 2:135 lid 4 BW bevoegde orgaan is bevoegd om elke beloning vast te stellen die betrekking heeft

178 Docherty kreeg 3.750 opties, 307 bonusaandelen die direct opeisbaar waren en 788 prestatieaandelen die, evenals zijn opties, voorwaardelijk vesten per 31 december 2007. Als voorwaarde wordt gesteld een gemiddelde groei van de earnings per share (EPS) van 5% over een periode van drie jaar (2005-2007). Blijft de groei onder deze 5%, dan vervalt de toekenning van de opties en prestatieaandelen. Is er sprake van een grotere groei dan 5%, dan komen er per procentpunt 750 opties en 158 prestatieaandelen bij. In 2007 blijkt dat er een groei in EPS is gerealiseerd van 34%.

179 Zie r.o. 4.2.

180 Zie r.o. 4.3.

181 Zie r.o. 5.9.2.

182 Verburg schrijft terecht in zijn noot bij dit vonnis dat de toekenning onder het nieuwe LTIP absoluut opmerkelijk te noemen is. Waarom zou een voormalig bestuurder nog mee lopen in een nieuw LTIP? Deze vorm van variabel belonen kent als doelstelling stevast een bindingselement en na einde dienstverband valt er immers niets meer te binden. Het LTIP van SBM Offshore van 2005 wijkt op dit punt dan ook af van wat een (volstrekt) gebruikelijke voorwaarde is: het (voort)bestaan van het dienstverband tijdens de vestingperiode. Zie de annotatie van Verburg bij Rechtbank Rotterdam 27 juli 2011, *JOR* 2011/359 (SBM Offshore), nr. 2.

op een bepaalde bestuursperiode. Het feit dat een bezoldigingsbesluit is genomen na het einde van deze bestuursperiode doet daar weinig aan af.¹⁸³

De rechtbank heeft het buiten toepassing verklaren van art. 2:135 BW overigens niet nodig, omdat de rechtbank reeds op basis van de feiten – vrij doortastend – heeft vastgesteld dat er een bezoldigingsbesluit moet zijn genomen door de daartoe conform de statuten bevoegde raad van commissarissen.¹⁸⁴ Terecht komt de rechtbank dan ook tot het oordeel dat de brief aangemerkt dient te worden als een uitvoering van het eerder genomen bezoldigingsbesluit.

De rechtbank neemt in mijn ogen vervolgens een verkeerde afslag door te oordelen dat Keller in zijn hoedanigheid van CEO op grond van de normale vertegenwoordigingsregels ex art. 2:130 BW bevoegd is SBM Offshore jegens Docherty te vertegenwoordigen bij het uitvoering geven aan het eerder genomen bezoldigingsbesluit.¹⁸⁵ Daarbij wil ik allereerst opmerken dat de brief van Keller (wat mij betreft overigens beide brieven) naar mijn mening niet zozeer aangemerkt hoefden te worden als een vertegenwoordigingshandeling maar ook gezien kunnen worden als een (eenzijdige) mededeling van het bezoldigingsbesluit waarbij de CEO slechts fungeert als bode. De CEO deelt immers niets meer mede dan hetgeen besloten is door de raad van commissarissen.¹⁸⁶

Wordt uitgegaan van een aparte vertegenwoordigingshandeling ter uitvoering van het bezoldigingsbesluit, dan leidt dat niet tot een andere uitkomst dan wanneer wordt aangenomen dat Keller heeft gefungeerd als bode. Het bestuur is dan immers alsnog niet vertegenwoordigingsbevoegd op grond van art. 2:130 BW. Zoals hiervoor uiteengezet komt de vertegenwoordigingsbevoegdheid bij het uitvoering geven aan het bezoldigingsbesluit ook in die gevallen toe aan het orgaan dat bevoegd is het bezoldigingsbesluit te nemen. De rechtbank lijkt dit eerder in het arrest overigens zelf ook te onderkennen door als vaststaand te beschouwen dat de raad van commis-

183 Zie in gelijke zin Verburg in zijn annotatie bij Rechtbank Rotterdam 27 juli 2011, *JOR* 2011/359 (SBM Offshore), nr. 4. Overigens strookt de redenering van de rechtbank ook niet met de vaststelling dat het LTIP (dat immers ook is aangenomen nadat Docherty zijn functie als CFO had neergelegd) wel van toepassing is op de werkzaamheden van Docherty. Zie r.o. 5.11.

184 Helemaal duidelijk was overigens niet of er daadwerkelijk een bezoldigingsbesluit door de raad van commissarissen was genomen. De rechtbank neemt aan dat van een dergelijk besluit sprake was op grond van het feit dat KPMG in opdracht van de raad van commissarissen een rapport heeft gemaakt, dat expliciet en gedetailleerd refereert aan de vastgestelde bezoldiging. De juistheid van het rapport is door SBM Offshore in de procedure niet betwist.

185 Rechtbank Rotterdam 27 juli 2011, *JOR* 2011/359 m.nt. Verburg (SBM Offshore), r.o. 5.9-5.10.

186 Ook de rechtbank leidt uit de feiten af dat in de brieven de beloningsbedoelingen van de raad van commissarissen worden meegedeeld. Zie r.o. 5.9.3.

sarissen de uitvoering van de Optieregeling (de voorloper van het LTIP) had ‘gedelegeerd’ aan het bestuur.¹⁸⁷ Blijkbaar gaat de rechtbank er hier dus nog wel van uit dat de vertegenwoordigingsbevoegdheid bij het uitvoering geven aan een bezoldigingsbesluit primair bij de raad van commissarissen ligt. Immers, anders is ‘delegatie’ niet nodig.

Daarbij zij aangetekend dat het ‘delegeren’ van de vertegenwoordigingsbevoegdheid aan het bestuur mijns inziens niet mogelijk is.¹⁸⁸ Wel kan Keller op basis van een verkregen *volmacht* de raad van commissarissen (en daarmee de rechtspersoon) vertegenwoordigen.

De vordering van SBM Offshore had door de rechtbank dus moeten worden afgewezen op grond van de vaststelling dat het bezoldigingsbesluit rechtsgeldig is genomen door het bevoegde orgaan en Keller vervolgens ofwel als bode dit besluit heeft medegedeeld ofwel rechtsgeldig bij volmacht uitvoering heeft gegeven aan dit bezoldigingsbesluit.

27.3 Vaststelling door het onbevoegde orgaan

353. Sanctie: nietig

De vaststellingsbevoegdheid, met daarbij inbegrepen de bevoegdheid om de vennootschap aan een bezoldiging te binden, ligt bij het orgaan dat conform art. 2:135 lid 4 BW en de statuten is aangewezen. Wordt de bezoldiging vastgesteld en/of aangegaan door een onbevoegd orgaan, dan leidt dat tot nietigheid van de overeengekomen bezoldigingsafspraken.¹⁸⁹ De Hoge Raad bevestigt dit ten aanzien van

187 Zie r.o. 5.2. Dat zou onder andere blijken uit het feit dat de ‘option form’ die werd gebruikt om opties toe te kennen, steeds namens SBM Offshore werd ondertekend door de CFO van SBM Offshore.

188 Bulten schrijft overigens ook dat, indien de raad van commissarissen statutair het bevoegde orgaan is dat tot bezoldiging besluit, “dan zal hij in de regel zijn voorzitter als gedelegeerd vertegenwoordigingsbevoegd aanwijzen”. Zie Bulten 2014, p. 108. Naar mijn mening is dit onjuist en moet met ‘gedelegeerd vertegenwoordigingsbevoegd’ worden bedoeld ‘vertegenwoordiger bij volmacht’.

189 Ook een bezoldigingsbeleid dat wordt vastgesteld door een ander orgaan dan de algemene vergadering is nietig, gelijk aan een benoemingsbesluit of ontslagbesluit dat genomen is door een onbevoegd orgaan, zie Verburg 2015, p. 69. Zie over de nietigheid van een bezoldigingsbesluit genomen door een onbevoegd orgaan: HR 15 september 1995, *NJ* 1996, 139 m.nt. Ma (Stratenmakersbedrijf Kuijpers). Zie in gelijke zin De Bock 2013; Meijer-Wagenaar 2006, p. 681-688; Bennaars & Vesterling 2010. Terzijde merk ik hier op dat het besluit tot vaststelling van het bezoldigingsbeleid of de individuele bezoldiging vernietigbaar is als de totstandkomingsvereisten niet in acht genomen zijn op grond van art. 2:15 BW.

het bezoldigingsbesluit in het Stratenmakersbedrijf Kuijpers-arrest.¹⁹⁰ In casu ging het om een vordering tot nietigheid van het bezoldigingsbesluit inzake een BV op grond van art. 2:245 BW. Het hof had, evenals de rechtbank, de vordering tot vaststelling van nietigheid verworpen en geoordeeld dat het bezoldigingsbesluit vernietigbaar was.¹⁹¹ De vernietiging van het bezoldigingsbesluit diende binnen een termijn van een jaar gevorderd te worden. Volgens het hof was er geen sprake van nietigheid, aangezien de mogelijkheid bestond om in de statuten het onderhavige orgaan wel bevoegd te verklaren, ook al was dit niet gedaan. Nietigheid speelde slechts indien een onbevoegd orgaan een besluit had genomen én indien zo een besluit krachtens de wet bij uitsluiting aan de algemene vergadering van aandeelhouders was voorbehouden, aldus het hof.

“Ingevolge art. 2:245 berust de beslissing omtrent pensioentoezeggingen bij de algemene vergadering van aandeelhouders, nu de statuten hieromtrent niets bepalen. Besluiten van het bestuur worden ingevolge art. 2:13 (oud) evenwel slechts dan met nietigheid bedreigd, indien het betreft besluiten die krachtens de wet bij uitsluiting aan de algemene vergadering van aandeelhouders zijn voorbehouden, hetgeen ten aanzien van de onderhavige besluiten niet het geval is, nu de statuten het bestuur tot het treffen van een zodanige voorziening bevoegd kunnen verklaren. Een en ander brengt mee dat van dergelijke besluiten de vernietiging kan worden gevorderd, en wel binnen een jaar nadat daaraan voldoende openbaarheid is gegeven.”¹⁹²

De Hoge Raad oordeelde echter, in overeenstemming met de conclusie van A-G Mok,¹⁹³ dat een besluit op grond van art. 2:13 (oud) ook nietig is, indien de onbe-

190 HR 15 september 1995, *NJ* 1996, 139 (Stratenmakersbedrijf Kuijpers). Zie ook Verburg 2015, p. 69; Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 95; De Bock 2008; Meijer-Wagenaar 2006, p. 681-688; Bennaars & Vestering 2010. Het bevoegde orgaan kan een dergelijk nietig besluit niet bekrachtigen. Het besluit zal dus opnieuw genomen moeten worden door het bevoegde orgaan. Verburg 2015, p. 69.

191 Het hof volgt daarbij de lijn van Sanders/Westbroek. Sanders/Westbroek verdedigt dat alleen wanneer het bestuur een besluit neemt waartoe het volstrekt onbevoegd is, dit besluit nietig is. Wanneer een besluit onbevoegd genomen is, omdat de statuten het bestuur de desbetreffende bevoegdheid niet hebben toegekend, hoewel dat mogelijk zou zijn geweest, is dat besluit vernietigbaar, zie Sanders/Westbroek 1985, p. 121. Van Schilfgaarde was van mening dat een onbevoegd genomen besluit van een ander orgaan steeds nietig is, ook al had dat andere orgaan krachtens een statutaire bepaling bevoegd kunnen zijn. Van Schilfgaarde 1979, p. 218; Zie ook Van Schilfgaarde 1988, p. 214. Van der Heijden/Van der Grinten 1984, nr. 228, p. 432; Slagter 1985, p. 85; Pitlo/Löwensteyn 1986, p. 98.

192 HR 15 september 1995, *NJ* 1996, 139 (Stratenmakersbedrijf Kuijpers), r.o. 3.2.

193 A-G Mok achtte destijds doorslaggevend dat onder het oude, vóór de invoering van Boek 2 BW geldende, recht een onbevoegd genomen besluit als nietig werd beschouwd, ook al had de bevoegdheid tot het nemen van een zodanig besluit door de statuten aan het desbetreffende orgaan verleend kunnen worden. Dezelfde regel geldt tevens sinds

voegdheid van het orgaan is gebaseerd op een wettelijke bepaling waarvan bij de statuten kan worden afgeweken, maar die afwijking in casu niet is geschied.¹⁹⁴

“Blijkens art. 2:11 lid 1 (oud) is een besluit van de algemene vergadering vernietigbaar, onder meer wegens strijd met de wettelijke bepalingen die de bevoegdheid van de algemene vergadering regelen. Deze bepaling is ingevolge art. 2:13 (oud) van overeenkomstige toepassing op besluiten genomen door andere organen van rechtspersonen, met dien verstande dat het besluit nietig is indien het orgaan niet bevoegd was het besluit te nemen. Het in het laatste zinsdeel van art. 2:13 tot uitdrukking gebrachte verschil berust blijkens de wetsgeschiedenis hierop dat in de zienswijze van de wetgever ten aanzien van onbevoegd genomen besluiten van andere organen dan de algemene vergadering een zwaardere sanctie dan vernietigbaarheid op haar plaats was, omdat andere organen zich gemakkelijker aan machtsusurpatie kunnen schuldig maken dan de algemene vergadering, en niet ondenkbaar is dat zulks dan verborgen blijft voor de leden of aandeelhouders (Parl. Gesch. Inv.wet Boek 2, p. 1095). In het licht hiervan bestaat geen grond voor de door het Hof aangenomen beperking van de toepasselijkheid van art. 2:13 tot besluiten in strijd met wetsbepalingen waarvan bij de statuten niet kan worden afgeweken, voor welke beperking ook overigens noch de tekst van de wet noch haar geschiedenis of strekking een aanknopingspunt biedt.”¹⁹⁵

In het Stratenmakers Kuijpers-arrest stond art. 2:13 (oud) BW centraal. Dat ook onder het huidige recht een bezoldigingsbesluit genomen door een onbevoegd orgaan nietig is, wordt onder meer bevestigd in de conclusie van A-G Mok en de noot van Maeijer onder het Stratenmakers Kuijpers-arrest. Maeijer schrijft in zijn noot:

“In het sinds 1 januari 1992 geldend recht is de systematiek van art. 2:11 en 2:13 oud BW vrij ingrijpend gewijzigd. Thans wordt in art. 2:14 lid 1 vooropgesteld dat een besluit van een orgaan van een rechtspersoon dat in strijd is met de wet of de statuten, nietig is, tenzij uit de wet iets anders voortvloeit. [...] Art. 2:14 lid 1 slaat o.m. op onbevoegdlijk genomen besluiten. De conclusie van de HR in deze zaak zou niet anders zijn

het op 1 januari 1992 geldende recht. De opvatting van het hof zou derhalve leiden tot discontinuïteit. In de periode 1976–1991 zou dan immers een ander stelsel gegolden hebben dan daarvoor en daarna. Indien de wet niet tot het aannemen van een dergelijke discontinuïteit dwingt, diende deze vermeden te worden, aldus Mok. Zie onder 2.7 van de conclusie.

194 In een arrest uit 1957 komt de Hoge Raad op basis van de toen geldende wetstekst ook tot het oordeel dat een onbevoegd genomen besluit nietig is, ook al had de bevoegdheid tot het nemen van dit besluit aan een ander orgaan overgedragen kunnen worden. Zie HR 12 april 1957, *NJ* 1957, 345 m.nt. L.E.H. Rutten (VBNA/Helms).

195 HR 15 september 1995, *NJ* 1996, 139 (Stratenmakersbedrijf Kuijpers), r.o. 3.3. De huidige artikelen 2:14 en 2:15 BW bevatten in alle gevallen van bevoegdheidsoverschrijding nietigheid als sanctie. Deze twee artikelen gelden sinds 1992. Daarvoor werd nog onderscheid gemaakt tussen besluiten van de algemene vergadering en besluiten van andere organen. Sinds 1992 wordt dit onderscheid niet meer gemaakt.

geweest, indien hij had moeten oordelen naar huidig recht. Zie ook de conclusie van de A-G sub 2.7. Ik benadruk dit omdat men anders dan in de overige literatuur, in Sanders/Westbroek, bewerkt door Buijn en Storm 1994, nr. 5.8 slot nog leest dat de nietigheid van art. 2:14 lid 1 (slechts) betrekking heeft op besluiten van het bestuur waartoe het volstrekt onbevoegd is zoals het geval is bij besluiten die krachtens de wet bij uitsluiting (dus dwingendrechtelijk) aan de algemene vergadering van aandeelhouders zijn voorbehouden (zoals een besluit tot statutenwijziging of ontbinding). Deze opvatting die ik, anders dan de HR, ten aanzien van het oude recht ook nog huldigde in *Vennootschapsrecht in beweging* (1978), p. 175, is in elk geval onder het sinds 1 januari 1992 geldend recht niet meer houdbaar.”

Tegenwoordig bestaat er weinig discussie meer over de sanctie van een door het onbevoegd orgaan vastgestelde bezoldiging. Is het bezoldigingsbesluit genomen door het onbevoegde orgaan, dan is het besluit nietig. Hetzelfde geldt mijns inziens wanneer een ander orgaan dan het orgaan dat bevoegd is de bezoldiging vast te stellen, bezoldigingsafspraken overeenkomt met de bestuurder (dus zonder besluit). Deze bezoldigingsafspraken zijn in dat geval ook nietig.¹⁹⁶ Vorengenoemde nietige rechtshandelingen lenen zich niet voor bekrachtiging, aangezien bij het onbevoegde orgaan de vertegenwoordigingsbevoegdheid onvoorwaardelijk ontbreekt.¹⁹⁷ Daarmee is overigens niet gezegd dat de bestuurder dus met lege handen staat. Gekeken moet worden of de nietigheid van het bezoldigingsbesluit of de bezoldigingsafspraken ook daadwerkelijk aan de bestuurder kan worden tegengeworpen.

354. Het vertegenwoordigingsaspect van art. 2:16 lid 2 BW

Voordat kan worden bepaald of de nietigheid van een bezoldigingsbesluit de bestuurder kan worden tegengeworpen, zal moeten worden gekeken of de bestuurder een beroep kan doen op de bescherming van art. 2:16 lid 2 BW. In de literatuur wordt in dat kader van belang geacht of bij het direct extern werkende besluit het besluit- of vertegenwoordigingsaspect dient te overheersen. Het onderscheid tussen

196 Zie het eerder besproken arrest NTI/Vernhout, Hof Arnhem Leeuwarden 15 januari 2013, *JOR* 2013/331 m.nt. Bulten (NTI/Vernhout), in het bijzonder r.o. 4.10. Zie voor het arrest van de rechtbank: Rechtbank Zutphen 10 december 2008, RO 2009/22. Zie ook Hof Arnhem Leeuwarden 12 maart 2013, ECLI:NL:GHARL:2013:BZ4149 r.o. 6.1 (Nocado) waar het besluit van een bestuurder om zichzelf te ontheffen van zijn concurrentiebeding nietig was, omdat de AVA van de besloten vennootschap daartoe bevoegd was. Aan het andere orgaan kan uiteraard wel een volmacht worden verleend door het bevoegde orgaan om de bezoldigingsafspraken aan te gaan.

197 Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 59; Asser/Kroeze 2015, nr. 339. Zie over de kwestie tevens HR 2 juni 1977, *NJ* 1978/238 (Minerva).

beide aspecten bij direct extern werkende besluiten, dat door Van Schilfgaarde is geïntroduceerd, heeft in het verleden voor enige verwarring gezorgd.¹⁹⁸

Honée interpreteerde de woorden van Van Schilfgaarde zo, dat wanneer het besluitaspect overheerst, primair van belang is of de besluitvormende instantie in de verhouding tot de rechtspersoon bevoegd was het besluit te nemen en zich ook overigens aan de wettelijke en statutaire regels omtrent besluitvorming heeft gehouden. Overheerst daarentegen het vertegenwoordigingsaspect dan neemt Honée aan dat de omstandigheid of de derde te goeder trouw is in beginsel niet van belang is. Goede of kwade trouw speelt dan dezelfde teruggedrongen rol als bij zuivere vertegenwoordigingshandelingen.¹⁹⁹ Aan vorengenoemde overweging hangt Honée de consequentie op, dat bij art. 2:16 lid 2 BW het besluitaspect overheerst. Overheerst echter het vertegenwoordigingsaspect, dan is art. 2:16 lid 2 BW niet van toepassing.

In zijn repliek op de bijdrage van Honée legt Van Schilfgaarde uit dat er sprake is van een misverstaan van de termen besluit- en vertegenwoordigingsaspect. Vorengenoemd misverstand wordt mijns inziens gevoed doordat Van Schilfgaarde c.s. schrijven: “De in art. 16 lid 2 gegeven regels laten zich als volgt parafraseren: *over het algemeen prevaleert het vertegenwoordigingsaspect*, bij benoeming van bestuurders en commissarissen prevaleert echter het besluitaspect. *In een aantal gevallen geeft de wet overigens zelf aan dat het vertegenwoordigingsaspect prevaleert*, zie art. 107 lid 2: het ontbreken van de goedkeuring van de AVA voor ingrijpende bestuursbesluiten tast de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur of bestuurders niet aan. In dezelfde zin art. 274 (164) lid 2 voor het ontbreken van goedkeuring door de RvC bij de structuurvennootschap. *Aan art. 16 lid 2 komen we niet toe* [cursivering ECHJL].”²⁰⁰ Deze passage kan voor enige verwarring zorgen. Immers, Van Schilfgaarde c.s. stellen juist dat, wanneer het vertegenwoordigingsaspect overheerst, art. 2:16 lid 2 BW van toepassing is. Wanneer echter in de gevallen zoals art. 2:107a lid 2 BW de wet bepaalt dat het vertegenwoordigingsaspect overheerst, wordt weer niet toegekomen aan art. 2:16 lid 2 BW, aldus Van Schilfgaarde c.s.

Van Schilfgaarde stelt met het onderscheid aan te willen geven dat, wanneer het besluitaspect overheerst, de nietigheid van het besluit tot gevolg heeft dat zowel het besluit als de vertegenwoordigingshandeling nietig is. Er geldt in dat geval een ‘harde regel’: besluit weg, vertegenwoordigingshandeling weg. Overheerst het vertegenwoordigingsaspect, dan geldt dat, ofschoon het besluit nietig is, het toch zo kan zijn dat inmiddels een rechtshandeling heeft te gelden, namelijk omdat de derde te goeder trouw kon menen dat er een rechtsgeldig besluit tot stand gekomen

198 Zie de bijdrage van Honée (Honée 1990, p. 33-43) en de repliek op deze bijdrage van Van Schilfgaarde (Van Schilfgaarde 1990, p. 73/74).

199 Honée 1990, p. 34.

200 Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 98.

is. Art. 2:16 lid 2 BW is in die gevallen van toepassing.²⁰¹ Volgens Van Schilfgaarde overheerst bij een nietig direct extern werkend besluit in beginsel het vertegenwoordigingsaspect. De ‘harde regel’ geldt slechts in geval van een besluit tot benoeming van een bestuurder dat nietig blijkt te zijn of wordt vernietigd.

Er zijn daarnaast ook bepaalde gevallen waarin er wel sprake is van een nietig of vernietigd besluit met direct externe werking maar waarbij art. 2:16 lid 2 BW toch niet van toepassing is. In art. 2:16 lid 2 BW wordt onderscheid gemaakt tussen een nietig besluit als een rechtshandeling gericht is jegens een wederpartij en een nietig besluit dat een vereiste is voor de geldigheid van zulk een rechtshandeling. Wat dit laatste betreft zal de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur (lees: de bevoegdheid om externe handelingen te verrichten) in de regel niet afhankelijk zijn van de bestuursbevoegdheid van het bestuur (lees: de bevoegdheid om interne beslissingen te nemen). Het bestuur en iedere bestuurder is immers op grond van art. 2:130 BW, voor zover uit de wet niet anders voortvloeit, onbeperkt en onvoorwaardelijk vertegenwoordigingsbevoegd. Is statutair bepaald, dat bepaalde besluiten onderworpen zijn aan de goedkeuring van de raad van commissarissen, dan heeft een dergelijk bestuursbesluit in beginsel geen rechtskracht indien deze goedkeuring ontbreekt. Het bestuursbesluit is nietig wegens strijd met de statuten. De vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur wordt daardoor echter niet aangetast. Hetzelfde geldt indien de wet bepaalt dat het ontbreken van goedkeuring de vertegenwoordigingsbevoegdheid van bestuur of bestuurders niet aantast.²⁰² Het vorengaande betekent dat de rechtskracht van het vertegenwoordigend handelen van het bestuur niet wordt aangetast omdat goedkeuring van het besluit ontbreekt. Aan art. 2:16 lid 2 BW wordt niet toegekomen.²⁰³ Is het bestaan van een geldig besluit daarentegen vereist voor de geldigheid van een externe rechtshandeling welk vereiste voortvloeit uit de wet, dan wordt daardoor de vertegenwoordigings-

201 In de wet is opgenomen dat de ‘harde regel’ slechts geldt wanneer het besluit tot benoeming van een bestuurder nietig is of wordt vernietigd. In alle overige gevallen geldt de hoofdregel zoals Van Schilfgaarde propageert.

202 Zie bijvoorbeeld de artikelen 2:63j lid 2 BW; 2:107a lid 2 BW; 2:164/274 lid 2 BW; art. 2:164a/274a lid 4 BW. Zie in dit verband tevens HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434 (ABN Amro).

203 Asser/Kroeze 2015, nr. 322, p. 309/310. Tevens Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr 98. Zie in dit verband bijvoorbeeld Hof Arnhem 26 augustus 2003, *ECLI:NL:GHARN:2003:AJ9993*, *JOR* 2003/250 (Advanced Travel Partners). Ook wanneer in een directiereglement is bepaald dat aan een externe rechtshandeling van een bestuurder een bestuursbesluit vooraf dient te gaan, wordt niet toegekomen aan art. 2:16 lid 2 BW. Gelet op art. 2:130 lid 3 BW is dat bestuursbesluit immers geen vereiste voor de geldigheid van de externe rechtshandeling.

bevoegdheid van het bestuur wel aangetast.²⁰⁴ In een dergelijk geval is art. 2:16 lid 2 BW dus wel van toepassing.²⁰⁵

Assink is een striktere benadering toegedaan, waardoor art. 2:16 lid 2 BW eerder in zicht komt.²⁰⁶ Is het besluit zelf nietig op de voet van art. 2:14 lid 1 BW, dan ontbreekt volgens Assink de daarmee corresponderende rechtshandeling en daarmee de vertegenwoordigingshandeling. Aan art. 2:16 lid 2 BW wordt dan toegekomen. De nietigheid van het besluit kan aan de betrokkene worden tegengeworpen indien deze het gebrek dat aan het besluit kleefde kende of behoorde te kennen. Volgens hem moet dezelfde regel gelden wanneer een bestuursbesluit is genomen ondanks het ontbreken van een door de wet of de statuten van de rechtspersoon voorgeschreven voorafgaand machtigings-/goedkeuringsbesluit door een ander orgaan van de rechtspersoon, zoals de algemene vergadering dan wel de raad van commissarissen. Hoewel in de literatuur wordt betoogd dat in een dergelijk geval het bestuursbesluit weliswaar nietig is, maar dat tegelijkertijd het ontbreken van het machtigings-/goedkeuringsbesluit de geldigheid van het bestuursbesluit als externe rechtshandeling onverlet laat en dus aan art. 2:16 lid 2 BW niet wordt toegekomen, ziet dit betoog volgens Assink er aan voorbij dat, ook al is het bestuur op zichzelf vertegenwoordigingsbevoegd, een bevoegd verrichte externe rechtshandeling (en daarmee de vertegenwoordigingshandeling) onder omstandigheden toch nietig of vernietigbaar kan zijn. Assink stelt dat toepassing van art. 2:14 lid 1-2 BW in dat geval niet zozeer de vertegenwoordigingsbevoegdheid aantast, als wel de geldigheid van die – op zichzelf dus bevoegd – verrichte externe rechtshandeling. Het is zijns inziens van tweeën één; (i) ofwel het bestuursbesluit is nietig en de daarin vervatte externe rechtshandeling (de vertegenwoordigingshandeling) ontbreekt, (ii) ofwel het bestuursbesluit is niet nietig en de daarin vervatte externe rechtshandeling (de vertegenwoordigingshandeling) is intact. Hij ageert derhalve tegen het aanbrengen van een onderscheid tussen enerzijds het nietige bestuursbesluit (zijnde een rechtshandeling, omdat deze anders niet nietig kan zijn) en anderzijds de geldige externe rechtshandeling (de vertegenwoordigingshandeling) als onderdeel van dat nietige bestuursbesluit. Assink ziet een wezenlijk verschil in het geval er sprake is van vertegenwoordiging bij besluit en vertegenwoordiging buiten besluit. Alleen in dat laatste geval spitst de analyse zich geheel toe op de vertegenwoordigingsbevoegdheid van de desbetreffende bestuurders, die niet wordt aangetast door het ontbreken van de ter zake statutair vereiste goedkeuring van een ander orgaan van de rechtspersoon. De slotsom is dan dat, indien het bestuur ervoor kiest de rechtspersoon – op zichzelf bevoegd – te vertegenwoordigen door middel van een bestuursbesluit als rechtshandeling met tevens direct externe werking, de mogelijkheid van eventuele aantasting van die rechtshandeling op de voet van art. 2:14 – 16 BW binnenboord wordt gehaald. Vertegenwoordigt het bestuur de rechtspersoon niet door middel van een bestuursbesluit als

204 Zie bijvoorbeeld de artikelen 2:44 lid 2 BW en 2:291 lid 2 BW.

205 Dit geldt ook wanneer er sprake is van andere beperkingen of vereisten die ‘uit de wet voortvloeien’ in de zin van art. 2:130/2:240 lid 3 BW. Zie Asser/Kroeze 2015, nr. 322, p. 310.

206 Assink 2013, p. 343 e.v.

rechtshandeling met tevens direct externe werking, dan doet deze mogelijkheid zich logischerwijze niet voor.²⁰⁷

Hoe verhoudt vorenstaande zich met het vaststellen van de bezoldiging bij direct extern werkend besluit welk besluit nietig blijkt te zijn? Op grond van art. 2:135 BW is niet het bestuur vertegenwoordigingsbevoegd, maar de algemene vergadering of op grond van de statuten de raad van commissarissen. Wordt de bezoldiging vastgesteld bij besluit dan dient, conform de overweging van Van Schilfgaarde, het vertegenwoordigingsaspect te overheersen. Is het bezoldigingsbesluit nietig omdat deze is genomen door een onbevoegd orgaan, dan is art. 2:16 lid 2 BW van toepassing.

355. De ‘onderzoeksplicht’ van de professionele bestuurder

Dat art. 2:16 lid 2 BW van toepassing is, wil niet zeggen dat de bestuurder wordt beschermd. Daarvoor is nodig dat aangenomen kan worden dat de bestuurder het gebrek kende noch behoorde te kennen. Is hiervan geen sprake dan vervalt de bescherming die art. 2:16 lid 2 BW biedt en is de vennootschap niet gebonden.²⁰⁸

Honorering van een beroep op bescherming ex art. 2:16 lid 2 BW door de bestuurder zal mijns inziens niet snel voorkomen. Van een bestuurder van een beursgenoteerde vennootschap mag een aanzienlijke mate van professionaliteit worden verwacht.²⁰⁹ Hij wordt of is al lid van de vennootschapsrechtelijke rechtsorde, waardoor mag worden aangenomen dat de bestuurder in die hoedanigheid beschikt over kennis en begrip van de verdeling van vennootschapsrechtelijke bevoegdheden. Daar komt bij dat de bestuurder zich in de regel tijdens de bezoldigingsonderhandelingen zal laten bijstaan door diverse adviseurs. Op een bestuurder rust dan ook een zwaardere onderzoeksplicht dan op een willekeurige derde.²¹⁰

Deze onderzoeksplicht houdt volgens Bulten onder meer in dat de bestuurder zich ervan moet vergewissen dat een bezoldigingsbesluit aan de contractuele beloningsafspraken ten grondslag ligt. Een gebrek in de besluitvorming mag hem worden tegengeworpen.²¹¹

207 Assink 2013, p. 345.

208 Zie art. 2:16 lid 2 BW; Zie tevens onder andere Hof Den Bosch 26 augustus 2008, *JOR* 2009/63.

209 Zie ook Bulten 2014, p. 109/110; Verburg 2015, p. 75.

210 Zie in dezelfde zin Bulten 2014, p. 109/110; Verburg 2015, p. 75; Meijer-Wagenaar 2006, p. 679; Van Slooten & Zaal 2008, p. 300; Bennaars & Vestering 2010, p. 19.

211 Daar kan mijns inziens aan worden toegevoegd dat de bestuurder op de hoogte is van het (bestaan van een) bezoldigingsbeleid en zodoende ook kan beoordelen of het bezoldi-

Van Slooten en Zaal brengen een onderscheid aan tussen een interne en een externe kandidaat. Wanneer een interne kandidaat tot bestuurder wordt benoemd dan mag van hem verwacht worden dat hij onder meer bekend is met het bezoldigingsbeleid of het ontbreken daarvan. Een externe kandidaat daarentegen zou zich volgens hen wel op de beschermende werking van art. 2:16 lid 2 BW kunnen beroepen, al mag van hem gezien de bijzondere functie die hij aanvaardt wel enig onderzoek verwacht worden. Een beroep van een externe kandidaat op de bescherming van art. 2:16 BW zal mijns inziens bij beursgenoteerde vennootschappen dan ook niet snel slagen.²¹²

Ook Bennaars en Vestering brengen een kleine nuance aan. Van een professionele bestuurder van een beursgenoteerde vennootschap mag volgens hen inderdaad kennis van de bevoegdheidsverdeling worden verwacht. Hetzelfde geldt voor zittende bestuurders. Is er echter sprake van een bedrijfsleider in een middelgroot bedrijf die gevraagd wordt het bestuurschap ‘erbij te doen’ of van een bestuurder van een (kleinere) besloten (dochter)vennootschap dan kan dat volgens Bennaars en Vestering anders liggen.²¹³ De bestuurder van een beursgenoteerde vennootschap lijkt dan ook in beginsel niet te kunnen rekenen op de bescherming van art. 2:16 lid 2 BW.²¹⁴

Er zijn omstandigheden denkbaar in welk geval het risico meer bij de rechtspersoon komt te liggen. Zo oordeelde de kantonrechter in ABN Amro/Schmittmann dat Schmittmann erop mocht vertrouwen dat ABN Amro en Fortis zorg zouden dragen voor het juridisch juist vastleggen van gemaakte afspraken. Eventuele onjuistheden daarbij zouden Schmittmann niet tegengeworpen kunnen worden. Ook in De Jong/ABN Amro lijkt de kantonrechter te stellen dat De Jong gewoon af mocht gaan op uitingen van de voorzitter van de raad van bestuur. De bestuurder hoeft vanwege de overnameperikelen door het consortium de onbevoegdheid niet te kennen zodat het besluit gewoon werking heeft. Bennaars en Vestering schrijven dan ook dat het enigszins begrijpelijk is dat, gelet op de turbulente opsplitsingsfase waarin ABN Amro zich destijds bevond, de kantonrechter tot het oordeel kan komen dat de bestuurders niet weten of hebben moeten weten welke orgaan precies bevoegd is hun arbeidsvoorwaarden vast te stellen, dan wel afdwingbare toezeggingen te doen.²¹⁵

gingsbesluit – althans de vastgestelde bezoldiging – in strijd is met het bezoldigingsbeleid dan wel hiervan afwijkt.

212 Van Slooten & Zaal 2008, p. 300.

213 Bennaars & Vestering 2010, p. 19.

214 Uiteraard geldt dat de vennootschap niet te kwader trouw moet zijn. De vennootschap kan niet opzettelijk onbevoegd besluiten (laten) nemen om later onder deze afspraken uit te kunnen komen. Vlg. Bennaars & Vestering 2010, p. 20.

215 Bennaars & Vestering 2010, p. 19/20.

356. Art. 2:16 BW of de regels omtrent volmacht?

Naast de bescherming van art. 2:16 lid 2 BW kunnen ook de (gewone) regels omtrent volmacht een rol spelen. De bezoldiging kan op verschillende manieren worden vastgesteld: (i) door het nemen van een direct extern werkend besluit, (ii) door ondertekening van een (bezoldigings)overeenkomst door alle leden van het bevoegde orgaan en (iii) door het nemen van een bezoldigingsbesluit en het tegelijkertijd verlenen van een volmacht aan een gevolmachtigde, waarna deze gevolmachtigde bezoldigingsafspraken met de bestuurder aangaat. Mijns inziens is in alle drie gevallen sprake van vaststelling bij besluit.²¹⁶ Bij de eerste twee situaties is er sprake van een samenvaal van het moment van vaststellen en de vertegenwoordigingshandeling. In de derde situatie is er sprake van twee vertegenwoordigingshandelingen: het verlenen van de volmacht en het aangaan van de overeenkomst. De eerste vertegenwoordigingshandeling zal in de regel samenvallen met het vaststellingsbesluit, de tweede vertegenwoordigingshandeling niet.

Vorenstaande is van belang voor de vraag of art. 2:16 BW in stelling wordt gebracht of dat op basis van de gewone regels van volmacht gekeken moet worden of de nietigheid van de vertegenwoordigingshandeling aan de bestuurder kan worden tegengeworpen.²¹⁷ Behelst het besluit een vertegenwoordigingshandeling en is het besluit genomen door het onbevoegde orgaan dan kan de nietigheid ex art. 2:14 BW, behoudens art. 2:16 lid 2 BW, de bestuurder worden voorgehouden. Wordt bij besluit door het bevoegde orgaan een volmacht gegeven aan een persoon die zelf niet vertegenwoordigingsbevoegd is, zoals in variant drie het geval is, dan kan art. 2:16 lid 2 BW zowel voor de gevolmachtigde als voor de wederpartij van belang zijn.²¹⁸ Immers, het besluit om de niet-vertegenwoordigingsbevoegde persoon een volmacht te verlenen, kan worden aangemerkt als een direct extern werkend besluit. Blijkt dat besluit achteraf nietig of wordt het vernietigd, dan wordt de persoon, indien hij te goeder trouw is, beschermd door art. 2:16 lid 2 BW. De gevolmachtigde kan de vennootschap in dat geval binden aan een bezoldiging jegens de wederpartij, binnen de grenzen van de verleende volmacht.²¹⁹ Deze tweede vertegenwoordigingshandeling – het door de (pseudo)gevolmachtigde aangaan van de bezoldigingsafspraken in de overeenkomst – wordt weer beheerst door de (gewone) regels omtrent volmacht. Blijkt het direct extern werkend besluit

216 Ook in het tweede geval kan mijns inziens het ondertekenen van de overeenkomst door alle leden van het aangewezen orgaan gezien worden als een besluit (buiten vergadering).

217 Evenals overigens een vernietigde vertegenwoordigingshandeling. De regels omtrent volmacht zijn te vinden in art. 3:60 t/m 3:79 BW.

218 Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 98.

219 Art. 3:66 lid 1 BW.

tot het verlenen van volmacht nietig en is de bescherming van art. 2:16 lid 2 BW niet van toepassing, dan zal aan de hand van de regels van volmacht bepaald moeten worden of de pseudogevolmachtigde de vennootschap heeft gebonden aan de bezoldigingsafspraken jegens de bestuurder.²²⁰

27.4 De visie van de bestuurder op zijn eigen bezoldiging

357. Een nieuwe bepaling in de Code 2016²²¹

Ook de expliciete rol die de bestuurder sinds de Code 2016 heeft toebedeeld gekregen bij de vaststelling van zijn eigen bezoldiging verdient enige aandacht.²²² In de Code 2016 is namelijk een nieuwe beloningsbepaling opgenomen: bpb 3.2.2 Code 2016: Visie bestuurders eigen beloning. De remuneratiecommissie formuleert een voorstel voor de individuele beloning van een bestuurder. Op grond van deze nieuwe beloningsbepaling moet de remuneratiecommissie kennis nemen van de visie van de individuele bestuurder op de hoogte en structuur van zijn eigen beloning alvorens de remuneratiecommissie dit voorstel ter vaststelling voorlegt aan de raad van commissarissen. Van de bestuurder wordt verwacht dat hij vanuit een breed perspectief kritisch en met inachtneming van het belang van de vennootschap naar zijn eigen beloning kijkt.²²³ De bepaling moet zorgen voor een groter bewustzijn bij bestuurders over hun beloning.²²⁴ Daarbij zij opgemerkt, dat de informatie over de visie van de individuele bestuurders enkel dient ter oordeelsvorming van de remuneratiecommissie. Het is dus geenszins de bedoeling dat deze visie openbaar wordt gemaakt. In de toelichting bij de Code 2016 is daarom ter verduidelijking opgenomen dat de visie van de bestuurder op zijn beloning geen onderdeel uitmaakt van de verantwoording over de uitvoering van het bezoldigingsbeleid.²²⁵

220 Zie randnummer 350 over het verlenen van een volmacht bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders.

221 Deze passage is eerder gepubliceerd in Lokin 2017c. Zie ook Lokin 2017b.

222 Zie voor een overzicht van de overige wijzigingen van de bezoldigingsbepalingen: Lokin 2017a.

223 De bestuurder dient bij het formuleren van zijn visie aandacht te besteden aan de aspecten zoals opgenomen in best practice-bepaling 3.1.2 Code 2016. Monitoring Commissie Corporate Governance, Herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code: De belangrijkste wijzigingen in vogelvlucht, 8 december 2016, p. 5.

224 Monitoring Commissie Corporate Governance, Verantwoording van het werk van de Commissie, 8 december 2016, p. 21/22.

225 Code 2016, p. 47; Monitoring Commissie Corporate Governance, Verantwoording van het werk van de Commissie, 8 december 2016, p. 21/22.

358. Een wolf in schaapskleren

Bpb 3.2.2 oogt door deze toelichting onschuldig, maar is in werkelijkheid een wolf in schaapskleren. De eerste reacties op de bepaling waren mild. De verplichting om een eigen visie te vormen werd vooral gezien als een lege huls. In de praktijk zal de bestuurder tijdens de onderhandelingen het immers niet nalaten zijn mening over zijn beloning aan de remuneratiecommissie mee te delen. Deze redenering is echter te kort door de bocht. Het delen van zijn mening verschilt wezenlijk van de verplichting van bpb 3.2.2 Code 2016. De bestuurder moet op grond van deze bepaling namelijk het belang van de vennootschap betrekken bij het vormen van zijn visie. Meer specifiek dient hij in ieder geval aandacht te besteden aan de volgende negen aspecten.

Hij zal zich allereerst de vraag moeten stellen hoe zijn individuele beloning zich verhoudt tot:

- i) de gestelde doelstellingen voor de strategie ter uitvoering van lange termijn waardecreatie;
- ii) de vooraf uitgevoerde scenarioanalyses;
- iii) de beloningsverhoudingen binnen de vennootschap en de met haar verbonden onderneming; en
- iv) de ontwikkeling van de beurskoers van de aandelen.

Wat het variabele deel van zijn beloning betreft, dient de bestuurder daarbij te betrekken:

- v) of het variabele deel van zijn beloning passend is ten opzichte van het vaste deel; en
- vi) of het variabele deel van zijn beloning gekoppeld is aan geschikte, vooraf vastgestelde en meetbare prestatiecriteria, die overwegend een lange termijn karakter hebben.

Indien zijn beloning deels uit aandelen of opties bestaat, zal de bestuurder bij het vormen van zijn visie eveneens mee moeten nemen:

- vii) de voorwaarden waaronder deze aandelen en opties worden toegekend;
- viii) de voorwaarden die verbonden zijn aan het uitoefenen van de opties; en
- ix) de periode waarvoor de aandelen na toekenning ten minste aangehouden dienen te worden.

De bestuurder dient zijn beloning dus van verschillende kanten te belichten om tot een volwaardige eigen visie te komen.

Een tweede onderschatting van deze nieuwe bepaling vloeit voort uit de afwezigheid van de plicht tot het openbaar maken van de eigen visie. Het is maar de vraag in hoeverre dit de bestuurder tot dienst zal zijn. De eigen visie dient

gevormd te worden en dat brengt consequenties mee. Zo stelt de wetenschap van het bestaan van deze visie stakeholders in de gelegenheid de bestuurder te vragen naar zijn visie, bijvoorbeeld tijdens de jaarlijkse algemene vergadering of het overleg met de ondernemingsraad. Een verwijzing door de bestuurder naar het feit dat hij volgens de Code 2016 formeel niet verplicht is zijn visie te openbaren zal dan veelal niet opportuun zijn. De bestuurder dient dus voorbereid te zijn op deze vraag.

Overigens is een dergelijke uitwerking in de praktijk in lijn met de reden die de Commissie-Van Manen gaf voor het invoeren van deze bepaling. Bij de aankondiging van het voorstel tot herziening kwam naar voren dat de Commissie-Van Manen vindt dat bestuurders bij de publieke verantwoording over hun beloning zich regelmatig verschuilen achter de beslissingen die de raad van commissarissen over hun beloning neemt.²²⁶ Door de bestuurder te verplichten vanuit hetzelfde perspectief als de raad van commissarissen naar zijn individuele beloning te kijken, kan de bestuurder niet langer wijzen naar de raad van commissarissen wanneer zijn beloning tot onvrede leidt. De (feitelijke) verantwoordelijkheid voor de vastgestelde beloning breidt zich door deze bepaling dus ook uit van de raad van commissarissen alleen naar de individuele bestuurder.

359. Privépersoon of functionaris

De angel van de verplichting een eigen visie te vormen zit verscholen in de afwezigheid van een onderscheid tussen de bestuurder als privépersoon en als functionaris van de vennootschap. Hierdoor lijkt deze nieuwe beloningsbepaling een kentering te markeren in de wijze waarop wordt aangekeken tegen de positie van de (beoogd) bestuurder tijdens beloningsonderhandelingen. Ook in zijn hoedanigheid van privépersoon moet de bestuurder zich nu immers rekenschap geven van het belang van de vennootschap.

Vorenstaande betekent mijns inziens overigens niet dat de bestuurder nu gehouden is tijdens de onderhandelingen het vennootschappelijk belang leidend te laten zijn, een gedachte die in de Verenigde Staten nog wel eens geopperd is. Zo is door Moriarty het standpunt ingenomen dat de bestuurder handelt in strijd met zijn ‘fiduciary duties’ (zijn plicht om in het beste belang van de vennootschap te handelen) wanneer hij een beloning accepteert die hoger is dan het laagste bedrag waarvoor hij de functie zou vervullen.²²⁷ Dat een dergelijke verstrekkende fiduciare verplichting als grondslag kan dienen voor een vordering jegens een bestuurder is niet geheel ondenkbaar.

²²⁶ Van de Loo & Winter 2016, p. 344.

²²⁷ Moriarty 2009.

Al in 1940 werd in de Verenigde Staten door een rechter geopperd, dat: “The duty of the director executives participating in the bonus seems plain – they should be the first to consider unselfishly whether under all the circumstances their bonus allowances are fair and reasonable”.²²⁸

In de befaamde, in de VS spelende, rechtszaak tegen Michael Ovitz (Walt Disney) werd zelfs aangevoerd dat hij zijn fiduciaire verplichting geschonden had door akkoord te gaan met zijn ontslagvergoeding van ongeveer \$130 miljoen na een ongelukkig verlopen bestuursperiode van 14 maanden. Door de Amerikaanse rechter werd deze grondslag overigens ontoereikend geacht.²²⁹

“Ovitz did not breach his fiduciary duty of loyalty by receiving the [...] payment because he played no part in the decisions (1) to be terminated and (2) that the termination would not be for cause [...]. Ovitz did possess fiduciary duties as a director and officer while these decisions were made, but by not improperly interjecting himself into the corporation’s decisionmaking process nor manipulating that process, he did not breach the fiduciary duties he possessed in the unique circumstance.”²³⁰

Ook in Nederland zal een soortgelijke vordering in beginsel voortijdig stranden. De reden dat de raad van commissarissen (althans de remuneratiecommissie) met de bestuurder onderhandelt over zijn beloning, is dat de bestuurder een inherent persoonlijk tegenstrijdig belang heeft.²³¹ Daarmee is niet gezegd dat een bestuurder geen persoonlijk belang mag hebben dat strijdig is met het vennootschapsbelang, en dit belang ook mag behartigen, zolang hij dat doet als privépersoon en zich onthoudt van deelname aan de beraadslaging en besluitvorming namens de vennootschap over de desbetreffende kwestie. De regel dat de bestuurder zijn fiduciaire verplichtingen schendt wanneer hij tijdens de onderhandelingen die hij voert als privépersoon probeert het voor hem beste resultaat te bereiken, kennen wij in Nederland niet. Hiermee wordt recht gedaan aan het uitgangspunt dat de koper een bovengrens heeft en de verkoper een ondergrens. De juiste prijs ligt ergens tussen deze beide grenzen in en is een resultante van onderhandelingen

228 Heller v. Boylan, 29 N.Y.S.2d 653, 680 (N.Y. Misc. (Sup. Ct.) 1941) waarin rechter Coleman verwijst naar “the antiseptic policy stressed by Judge Liebell” in *Winkelman et al. v. General Motors Corporation*, D.C.S.D.N.Y. August 14, 1940, 39 F.Supp. 826.

229 Zie voor de uitspraak van de Delaware Chancery Court: *re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, No. 15452 (Del. Ch. Aug. 9, 2005), p. 129-131; Voor de uitspraak van de Delaware Supreme Court: *re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, Del. No. 411, 2005 (June 8, 2006), p. 35.

230 *re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, No. 15452 (Del. Ch. Aug. 9, 2005), 472 e.v.

231 Dit tegenstrijdig belang is wettelijk verankerd in art. 2:135 BW waarin, in afwijking van art. 2:130 BW, is bepaald dat de algemene vergadering bevoegd is tot het vaststellen van de individuele bezoldiging van bestuurders, tenzij bij de statuten een ander orgaan is aangewezen.

gevoerd op armlengte afstand. Mijns inziens beoogt bpb 3.2.2 Code 2016 daar ook geenszins verandering in te brengen.

360. Omgaan met deze feitelijke verantwoordelijkheid

De *juridische* verantwoordelijkheid voor het optimaal behartigen van het vennootschappelijk belang tijdens de beloningsonderhandeling ligt aldus nog steeds geheel bij de raad van commissarissen en niet bij de bestuurder. Zoals hiervoor aangegeven geldt dit niet langer voor de *feitelijke* verantwoordelijkheid. Hierdoor komt de bestuurder terecht in een lastige spagaat. Naarmate de bestuurder immers meer vanuit het belang van de vennootschap naar zijn beloning kijkt, slinkt de ruimte om vanuit zijn eigen belang met de vennootschap te onderhandelen. Hoe moet de bestuurder hier nu mee omgaan?

De verbreding van de feitelijke verantwoordelijkheid voor de bestuurdersbeloning vereist meer samenspel tussen de bestuurder en de raad van commissarissen. In dat kader is van belang dat de hiervoor genoemde negen aspecten die de bestuurder moet betrekken bij het vormen van zijn eigen visie, gelijk zijn aan de aspecten die de raad van commissarissen in overweging dient te nemen bij het ontwerpen van het bezoldigingsbeleid. De bestuurder is daarom nadrukkelijk gebaat bij een helder bezoldigingsbeleid. Naarmate de verschillende aspecten door de raad van commissarissen duidelijker worden omschreven in het bezoldigingsbeleid, wordt het voor de bestuurder gemakkelijker zijn individuele beloning te toetsen aan dit beleid en zodoende zijn visie te vormen. Daarnaast is de bestuurder gebaat bij het krijgen van inzicht in de overwegingen van de raad van commissarissen die niet expliciet zijn terug te vinden in het bezoldigingsbeleid. Het is daarom aan te raden om deze overwegingen te documenteren.

Een bezoldigingsbeleid waarin de negen aspecten helder aan bod komen, zorgt ervoor dat het eenvoudiger is voor de bestuurder om conform de Code zijn eigen visie te vormen op zijn beloning. Daarmee zijn de bestuurder en de raad van commissarissen er nog niet. In de praktijk wordt het afleggen van verantwoording immers niet zozeer geëist, omdat de individuele beloning niet in lijn is met het bezoldigingsbeleid. De roep om verantwoording volgt veelal op een verhoging van de individuele beloning waarbij in de perceptie sprake is van enige willekeur. Een tweede aandachtspunt ziet daarom op het bepalen wanneer er volgens de vennootschap een rechtvaardiging bestaat voor het opnieuw vaststellen van de individuele beloning van een bestuurder. Het vastleggen, communiceren en consistent toepassen van een beleid hieromtrent door de raad van commissarissen vergroot de legitimiteit voor het overeenkomen van een hogere (of lagere) beloning. De bestuurder zal dit beleid mee kunnen nemen bij het vormen van zijn eigen visie op de nieuw voorgestelde individuele beloning.

27.5 Het bezoldigingsbeleid

361. Opstellen en vaststellen van het bezoldigingsbeleid

Naast het vaststellen van de individuele bezoldiging kennen wij in Nederland eveneens een regeling over het bezoldigingsbeleid. Op grond van art. 2:135 lid 1 BW is de AVA bevoegd het bezoldigingsbeleid vast te stellen. Deze bevoegdheid mag niet worden gedelegeerd. Een besluit tot vaststelling van het bezoldigingsbeleid dat door een ander orgaan dan de algemene vergadering is genomen, is derhalve nietig ex art. 2:14 BW.²³²

In de praktijk wordt veelal (statutair) bepaald dat het bezoldigingsbeleid op voorstel van de raad van commissarissen aan de algemene vergadering ter vaststelling wordt aangeboden.²³³ Binnen de raad van commissarissen wordt bij beursgenoteerde vennootschappen de taak om het bezoldigingsbeleid op te stellen weer gedelegeerd aan de remuneratiecommissie.²³⁴ De gebruikelijke weg is dus, dat het beleid door de remuneratiecommissie wordt opgesteld, vervolgens wordt geaccordeerd door de gehele raad van commissarissen, en tenslotte ter stemming wordt gebracht in de algemene vergadering.²³⁵ De algemene vergadering kan het voorstel in beginsel

232 Het besluit tot vaststelling van het bezoldigingsbeleid is aan te merken als een interne rechtshandeling omdat het bepalend is voor de rechtsverhouding binnen de rechtspersoon. Asser/Kroeze 2015, nr. 291.

233 Zie ter illustratie de (willekeurig gekozen) statuten van Philips, Akzo Nobel en TomTom.

Philips: 1. Het beleid op het gebied van bezoldiging van de Raad van Bestuur wordt op voorstel van de Raad van Commissarissen vastgesteld door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders.

Akzo Nobel: 34.1 De vennootschap heeft een beleid op het terrein van de bezoldiging van de raad van bestuur. Het beleid wordt vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel van de raad van commissarissen.

<http://control2.net/s/statuten-van-koninklijke-philips-electronics-n.v.-w750.html> (laatst geraadpleegd op 14 mei 2013); http://www.akzonobel.com/nl/system/images/AkzoNobel_ASEC_Statuten_2012_tcm11-75721.pdf (laatst geraadpleegd op 14 mei 2013).

Bij TomTom is niet expliciet in de statuten opgenomen dat het beleid op voorstel van de raad van commissarissen wordt vastgesteld door de AVA. http://docsfiles.com/pdf_statuten_van_tomtom_n_v.html (laatst geraadpleegd op 14 mei 2013).

234 In de Code 2016 is opgenomen dat het voorzitterschap van de remuneratiecommissie niet wordt vervuld door de voorzitter van de raad van commissarissen, noch door een voormalig bestuurder van de vennootschap. Daarnaast dient meer dan de helft van de leden van de remuneratiecommissie onafhankelijk te zijn in de zin van bpb 2.1.8. Bpb 2.3.4 Code 2016.

235 Zie principe 3.1 en bpb 3.1.1 Code 2016.

slechts aannemen of verwerpen, hoewel het in de praktijk af en toe voorkomt dat het bezoldigingsbeleid tijdens de algemene vergadering wordt gewijzigd.²³⁶

De raad van commissarissen speelt derhalve een belangrijke rol bij het opstellen van het bezoldigingsbeleid. In deze betrokkenheid van de raad van commissarissen bij de feitelijke gang van zaken ziet de wetgever weinig problemen.

“Verwacht mag worden dat de raad van commissarissen zich bij het formuleren van het voorstel rekenschap geeft van de wensen van de aandeelhouders om te voorkomen dat een voorstel wordt verworpen of vervangen. Omgekeerd kan de aandeelhoudersvergadering profiteren van de expertise van de raad.”²³⁷

Naast elk nieuw bezoldigingsbeleid, moet het bezoldigingsbeleid bij elke materiële wijziging ter goedkeuring worden voorgelegd aan de algemene vergadering. Implementatie van de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn brengt mee dat daarnaast ten minste om de vier jaar het bezoldigingsbeleid ter stemming aan de algemene vergadering wordt vastgelegd.²³⁸

362. Het standpunt van de ondernemingsraad

De ondernemingsraad heeft ex art. 2:135 lid 2 BW het recht een standpunt in te nemen over een voorgenomen bezoldigingsbeleid, voordat het voorstel van het bezoldigingsbeleid aan de algemene vergadering ter vaststelling wordt aangeboden. Het standpunt van de ondernemingsraad wordt gelijktijdig met het voorstel tot vaststelling van het bezoldigingsbeleid aan de algemene vergadering aangeboden. Indien gewenst kan het standpunt zelfs worden toegelicht in de algemene vergadering.²³⁹ Ontbreekt een standpunt dan tast dat de besluitvorming inzake het bezoldigingsbeleid niet aan.²⁴⁰

236 Een wijziging van het bezoldigingsbeleid vond bijvoorbeeld plaats bij Van Lanschot tijdens de algemene vergadering in 2010. Er schuilt mijns inziens dan wel een addertje onder het gras, aangezien onder omstandigheden de vaststelling van het in de algemene vergadering gewijzigde bezoldigingsbeleid vatbaar kan zijn voor vernietiging ex art. 2:15 BW.

237 *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 31 (Tweede Nota van Wijziging), 28 augustus 2003, p. 6.

238 Art. 9a lid 5 Richtlijn (EU) 2017/828.

239 Een ondernemingsraad kon natuurlijk een aandeel kopen en zodoende in de hoedanigheid van aandeelhouder het woord voeren tijdens de algemene vergadering. Ook kwam het in de praktijk wel voor dat de ondernemingsraad op basis van een afspraak met het bestuur aanwezig is op de algemene vergadering. *Kamerstukken II*, 31 877, 2008/09, nr. 5 (Nota naar aanleiding van het verslag), 24 september 2009, p. 2 en 3.

240 Art. 2:135 lid 2 BW en zie in dit verband eveneens lid 3. Zie het wetsvoorstel 31 877 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de invoering van een recht voor de ondernemingsraad van de naamloze vennootschappen om een standpunt kenbaar te maken ten aanzien van belangrijke bestuursbesluiten en besluiten tot

Het beoogde effect van deze regeling is dat de werknemers meer betrokken worden bij de gedachtevorming over inkomens en inkomensverhoudingen binnen de onderneming. Het stimuleren van de dialoog moet het draagvlak voor het te voeren beleid vergroten.²⁴¹ Daarnaast wordt een tweede doel nagestreefd: het bewerkstelligen van een evenwichtige inkomensontwikkeling. De gedachte overheerst dat het standpunt van de ondernemingsraad een matigende invloed kan uitoefenen op de uiteindelijke besluitvorming van de algemene vergadering. Ook wordt verwacht dat de commissarissen hierdoor eerder geneigd zullen zijn om bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid rekening te houden met de werknemers.²⁴² Bovendien is niet uitgesloten dat een negatief standpunt tot aanpassing van het voorstel zal leiden, voordat dit naar de algemene vergadering wordt gezonden.²⁴³

Door de opstellers wordt gesproken over het Van Haldereneffect. Bestuurder Ludo van Halderen had zelf ervoor gekozen om zijn bezoldiging te matigen. Op de vraag waarom hij tot vrijwillige vermindering van zijn bezoldiging was overgegaan reageerde hij met de opmerking dat hij de afgelopen weken veel gesprekken had gevoerd met werknemers. Op de verbaasde reactie van de journalist: hoe bedoelt u met werknemers? antwoordde hij: “mijn werknemers die dagelijks met klanten te maken hebben, moeten het beleid en het bedrijf voluit kunnen verdedigen en vertegenwoordigen, zij moeten zich ook senang voelen bij de beloningsverhoudingen in dit bedrijf.” Het Van Haldereneffect komt derhalve neer op het besef, ook bij bestuurders, dat de werknemers trots moeten kunnen zijn op het bedrijf, zich met het product moeten kunnen identificeren en de gehele beloningsstructuur van het bedrijf moeten kunnen verdedigen en uitdragen.²⁴⁴

Een verdergaand recht bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid komt de ondernemingsraad niet toe. De ondernemingsraad heeft wel bepaalde andere rechten waarmee invloed kan worden uitgeoefend op het bezoldigingsbeleid en de individuele bezoldiging van bestuurders, zoals het informatie-, overleg- en spreekrecht.²⁴⁵ Deze rechten tezamen geven de ondernemingsraad enige feitelijke macht over de

benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen alsmede ten aanzien van het bezoldigingsbeleid. Oorspronkelijk was slechts bepaald dat het bezoldigingsbeleid gelijktijdig met de aanbidding van het bezoldigingsbeleid aan de AVA ter kennisneming aan de ondernemingsraad moest worden aangeboden. Zie het amendement dat zorgde voor deze toevoeging aan art. 2:135 BW in 2004: *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 48 (Amendement Douma en Kant), 4 september 2003.

241 *Kamerstukken II*, 31 877, 2008/09, nr. 3 (MvT), p. 4. *Stb.* 2010, 250, 30 juni 2010.

242 *Kamerstukken II*, 31 877, 2008/09, nr. 5 (Nota naar aanleiding van het verslag), 24 september 2009, p. 1.

243 *Kamerstukken II*, 31 877, 2008/09, nr. 5 (Nota naar aanleiding van het verslag), 24 september 2009, p. 6.

244 *Kamerstukken II*, 28 163, 2004/05, Behandeling derde termijn, Verburg, p. 5033 en 5035.

245 Zie hierover randnummer 270.

bezoldiging aan de top van de onderneming. Van deze feitelijke macht is voornamelijk sprake wanneer de ondernemingsraad samenwerkt met de vakorganisaties, die meer machts- en rechtsmiddelen hebben om tegen de vennootschap op te treden en onafhankelijker kunnen opereren.²⁴⁶

363. Agenderen van het besluit tot vaststelling van het bezoldigingsbeleid

Om het bezoldigingsbeleid te kunnen vaststellen dient eerst een algemene vergadering van aandeelhouders te worden uitgeroepen. De bevoegdheid hiertoe rust in beginsel bij het bestuur en de raad van commissarissen.²⁴⁷ In het algemeen wordt aangenomen dat de bevoegdheid om de algemene vergadering bijeen te roepen tevens de bevoegdheid impliceert tot agendering ten behoeve van die vergadering.²⁴⁸ Hieruit volgt dat zowel het bestuur als de raad van commissarissen in beginsel bevoegd zijn de vaststelling van het bezoldigingsbeleid te agenderen. In de praktijk zal het bestuur meestal in nauw overleg met de raad van commissarissen daartoe overgaan.²⁴⁹

Conform art. 2:114 lid 1 sub a BW dient bij de oproeping van de aandeelhouders om de algemene vergadering van aandeelhouders bij te wonen tevens de te behandelen onderwerpen vermeld te worden. Wordt de vaststelling van het bezoldigingsbeleid niet als onderwerp vermeld ten tijde van de oproep, dan kan hierover niet wettig worden besloten.²⁵⁰ Wordt toch over het bezoldigingsbeleid besloten zonder dat voldaan is aan een tijdige vermelding van het bezoldigingsbeleid als te behandelen onderwerp, dan is het besluit tot vaststelling vernietigbaar.²⁵¹

246 Denk aan het stakingsrecht en het recht om een enquêteverzoek in te dienen. Verder kunnen de vakorganisaties de informatie waarover de ondernemingsraad beschikt gebruiken tijdens cao-onderhandelingen. Holtzer wijst in dit kader onder meer op de scheefgegroeide beloningsverhoudingen bij DSM die door de vakorganisaties onderwerp werden gemaakt van de cao-onderhandelingen. Holtzer 2012; Van Tuyll van Serooskerken 2014, p. 75.

247 Art. 2:109 BW.

248 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 342. Zie ook Timmermans 2012. Een van de weinige bevoegdheden die bij twee organen berust. Een verklaring daarvoor is dat dit een bevoegdheid is die specifiek betrekking heeft op de werking van de interne deelrechtsorde.

249 Timmermans 2012.

250 Uiteraard is bij de naamloze vennootschap de uitzondering ex art. 2:114 lid 2 BW van toepassing, namelijk dat er in dat geval desalniettemin geldig over besloten kan worden indien het besluit met algemene stemmen wordt aangenomen in een vergadering, waarin het gehele geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is. Bij een beursgenoteerde vennootschap acht ik toepassing van de uitzonderingsbepaling van art. 2:114 lid 2 BW niet heel realistisch.

251 Op grond van art. 2:15 BW.

Het voorstel tot vaststelling van het bezoldigingsbeleid wordt schriftelijk aan de algemene vergadering aangeboden. Dat dient uiterlijk 42 dagen voorafgaand aan de vergadering te gebeuren, zodat de aandeelhouders tijdig voor het plaatsvinden van de algemene vergadering kennis kunnen nemen van de agenda en het voorstel.²⁵² Het voorstel kan opgenomen worden in de oproeping of in het stuk dat ter kennisneming ten kantore van de vennootschap is neergelegd, mits daarvan in de oproeping melding wordt gemaakt.²⁵³

Naast het bestuur en de raad van commissarissen hebben bij beursgenoteerde vennootschappen tevens aandeelhouders en certificaathouders die alleen of gezamenlijk ten minste drie procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen op grond van art. 2:114a BW het recht om het vaststellen van het bezoldigingsbeleid op de agenda te laten zetten.²⁵⁴ Wordt de vaststelling van het bezoldigingsbeleid door de aandeelhouders op de agenda van de algemene vergadering gezet, dan kan het verzoek tot agendering gepaard gaan met een eigen voorstel.²⁵⁵

De statuten van de vennootschap kunnen bepalen dat slechts op voorstel van de raad van commissarissen kan worden overgegaan tot agendering van de vaststelling van het bezoldigingsbeleid. De gedachte is dat een dergelijke bepaling het agenderingsrecht van de aandeel- of certificaathouders conform art. 2:114a BW in beginsel niet opzij kan zetten.²⁵⁶

364. De wettelijke inhoud en reikwijdte van het bezoldigingsbeleid

In lid 1 is expliciet opgenomen dat de algemene vergadering niet de ‘algemene lijnen’, maar het ‘beleid’ als geheel vaststelt.²⁵⁷ In het originele wetsvoorstel was door Minister Donner nog gekozen voor het opnemen van de term ‘algemene lijnen’. Hij merkte over het verschil tussen beide op:

“We hebben bewust niet gekozen voor de term ‘beleid’ omdat dit een grotere volledigheid veronderstelt dan de term ‘algemene lijnen’, die nog wat ruimte laat. De algemene lijnen

252 Oproeping geschiedt bij beursgenoteerde vennootschappen niet later dan op de tweeëntwintigste dag vóór die der vergadering, zie art. 2:115 lid 2 BW.

253 Zie art. 2:114 lid 3 BW.

254 In de statuten kunnen overigens minder strenge eisen worden voorgeschreven voor het agenderen van onderwerpen door aandeelhouders of certificaathouders, zie art. 2:114a lid 1 en 2 BW.

255 In de praktijk komt dit overigens zelden of nooit voor.

256 Zie ook Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 329.

257 Zie onder meer het amendement van de Vries waarin ‘De algemene lijnen van het te voeren beleid’ werd vervangen door ‘Het beleid’. *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 41 (Amendement de Vries c.s.).

worden vastgesteld door de aandeelhoudersvergadering. Daarbinnen kan de raad van commissarissen besluiten.²⁵⁸

Nu in de uiteindelijke wetstekst expliciet is opgenomen, dat de algemene vergadering het bezoldigingsbeleid vaststelt, vloeit daaruit voort dat dit beleid in beginsel meer zal omvatten dan ‘de algemene lijnen van het te voeren beleid’. In het midden wordt echter gelaten hoe specifiek het bezoldigingsbeleid dient te zijn. Het is aan de algemene vergadering om aan te geven hoe gedetailleerd zij met het bezoldigingsbeleid de grenzen wenst te trekken waarbinnen het statutair daartoe aangewezen orgaan de bezoldiging van de individuele bestuurder dient vast te stellen.²⁵⁹

Enig houvast biedt de tweede zin van art. 2:135 lid 1 BW, waarin bepaald is dat in het bezoldigingsbeleid ten minste de in de artikelen 2:383c-e omschreven onderwerpen aan de orde komen.²⁶⁰ In de Tweede Kamer speelde de behoefte om in art. 2:135 BW het begrip ‘bezoldiging’ te expliciteren door een verwijzing op te nemen naar de verschillende onderwerpen die in de artt. 2:383c-e BW aan bod komen.²⁶¹ Er moest zo min mogelijk overgelaten worden aan vrije interpretatie om te voorkomen dat er anders weer “geruis zou kunnen ontstaan in beloningsland”.²⁶²

De te onderscheiden onderwerpen die genoemd worden in art. 2:383c BW zijn: (i) periodiek betaalde beloningen, (ii) beloningen betaalbaar op termijn, (iii) uitkeringen bij beëindiging van het dienstverband en (iv) winstdelingen en bonusbetalingen. Het bezoldigingsbeleid dient dus ten minste informatie te bevatten over beloningsvormen die onder (i) t/m (iv) vallen. Is slechts basale informatie over deze beloningsvormen opgenomen in het bezoldigingsbeleid, dan is mijns inziens

258 *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 52 (Verslag van een wetgevingsoverleg), 3 september 2003, p. 31.

259 *Kamerstukken I*, 2003/04, 28 179, D, p. 7; *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 51, p. 2. Voor deze flexibele opstelling is gekozen omdat art. 2:135 BW betrekking heeft op alle naamloze vennootschappen.

260 “In het bezoldigingsbeleid komen ten minste de in artikel 2:383c-e omschreven onderwerpen aan de orde, voor zover deze het bestuur betreffen.”

261 *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 52 (Verslag van een wetgevingsoverleg), 3 september 2003, Jan de Vries, p. 15. In de Tweede Nota van Wijziging was door de minister reeds opgemerkt: “Wat wordt verstaan onder bezoldiging, staat in artikel 2:383c-e BW. Daaronder vallen bijvoorbeeld ook afkoopsommen.” *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 31 (Tweede Nota van Wijziging), 28 augustus 2003, p. 6.

262 *Kamerstukken II*, 89e vergadering, 4 september 2003, Giskes, p. 6. De verwijzing naar de onderwerpen van de artt. 2:383c-e BW laat desalniettemin enige ruimte over ter interpretatie van de minimale informatie die het bezoldigingsbeleid moet bevatten. Duidelijk is dat de verschillende beloningsvormen die geschaard kunnen worden onder de ‘onderwerpen’ zoals besproken in art. 2:383c-e BW aan bod dienen te komen. De vraag rest of ook meer specifiek de uitwerking van deze beloningsvormen zoals expliciet vermeld in de artt. 2:383c-e BW aan de orde dienen te komen in het bezoldigingsbeleid.

voldaan aan de wettelijke eis, zoals opgenomen in art. 2:135 lid 1 BW.²⁶³ Wil de raad van commissarissen zekerheid, dan zal hij er goed aan doen om, indien hij een bezoldiging in de vorm van een bonus wenst uit te betalen die geheel of gedeeltelijk is gebaseerd op het bereiken van de door of vanwege de vennootschap gestelde doelen, tevens enige informatie omtrent deze doelen op te nemen in het bezoldigingsbeleid.²⁶⁴ Een te summier bezoldigingsbeleid draagt immers een groot risico in zich om door de algemene vergadering te worden afgestemd.

Hetzelfde geldt voor art. 2:383d BW, dat betrekking heeft op onderwerp (v) waarnaar verwezen wordt: beloningen in de vorm van aandelen of opties. Ook in dit geval is aan te raden in het bezoldigingsbeleid tevens informatie op te nemen over onder meer de (berekening van de) uitoefenprijs van deze rechten, het aantal aandelen of opties dat voor verdeling in aanmerking komt, de eventuele looptijd van toegekende (geblokkeerde) aandelen en opties, de belangrijkste criteria met betrekking tot de toekenning of uitoefening van de rechten, eventuele financieringsregelingen die in verband met de toekenning van rechten getroffen kunnen worden en eventuele andere gegevens die voor de beoordeling van de waarde van de rechten van belang zijn.

Ten slotte zal de vennootschap, vanwege de verwijzing naar art. 2:383e BW, in het bezoldigingsbeleid ten minste de regelingen met betrekking tot het verstrekken van leningen, voorschotten en garanties ten behoeve van bestuurders door de vennootschap – onderwerp (vi) – moeten vermelden.

Zoals uiteengezet in randnummer 323 zorgt de implementatie van de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn voor een aanzienlijke uitbreiding van de vereisten waar het bezoldigingsbeleid aan moet voldoen.²⁶⁵

Twee opmerkingen zou ik willen maken over de inhoud van het bezoldigingsbeleid. De zinsnede dat in het bezoldigingsbeleid *ten minste* de van toepassing zijnde onderwerpen van art. 2:383c-e BW aan bod komen, zou erop kunnen duiden dat er geen sprake is van een rechtsgeldig bezoldigingsbeleid als bepaalde onderwerpen niet zijn meegenomen. Zo moet art. 2:135 lid 1 BW niet gelezen worden. Het is uiteraard mogelijk dat één van de zes hiervoor genoemde onderwerpen niet van toepassing is. In dat geval zal het niet noemen van dit onderwerp in het bezoldigingsbeleid de rechtsgeldigheid van het bezoldigingsbeleid niet aantasten.²⁶⁶ Het

263 Zoals ik verderop zal betogen is een bezoldigingsbeleid niet snel nietig vanwege de inhoud ervan.

264 Deze specifieke uitwerking zou als losstaand onderwerp kunnen worden aangemerkt vanwege de expliciete omschrijving ervan in de artt. 2:383c-e BW, hoewel mijns inziens dat niet de bedoeling is van het opnemen van de verwijzing in art. 2:135 lid 1 BW naar deze artikelen.

265 Art. 9a lid 6 Richtlijn (EU) 2017/828.

266 Eenzelfde benadering hanteert de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

vorengaande geldt mijns inziens ook wanneer door de raad van commissarissen wel regelingen worden overeengekomen met de bestuurder waarover niets is opgenomen in het bezoldigingsbeleid. De zinsnede dat ten minste de onderwerpen van art. 2:383c-e BW in het bezoldigingsbeleid worden opgenomen moet naar mijn mening louter gezien worden als een instructie aan het orgaan van art. 2:135 lid 4 BW waarmee de wetgever duidelijk maakt dat het desbetreffende orgaan geen discretionaire bevoegdheid heeft om te bepalen welke regelingen wel en welke regelingen niet onder het begrip bezoldiging vallen. Indien de vaststellingsbevoegdheid van de individuele bezoldiging is gedelegeerd aan de raad van commissarissen, die vervolgens bepaalde afspraken overeenkomt waarover het bezoldigingsbeleid zwijgt, dan kan dat consequenties hebben voor de rechtsgeldigheid van deze afspraken en de aansprakelijkheidspositie van de leden van de raad van commissarissen. De rechtsgeldigheid van het bezoldigingsbeleid wordt echter niet aangetast vanwege het feit dat het bezoldigingsbeleid blijkbaar niet alle onderwerpen behelst waarover (vervolgens) afspraken zijn gemaakt.

Mijn tweede opmerking ligt in het verlengde van de eerste en heeft betrekking op de reikwijdte van het bezoldigingsbeleid en de omvang van het begrip ‘bezoldiging’. De Groot merkt op dat uit de toelichting bij art. 2:135 lid 1 BW blijkt dat de in de artt. 2:383c-e BW genoemde bezoldigingscomponenten tezamen de concrete bezoldiging vormen.²⁶⁷ Het begrip ‘bezoldiging’ ex art. 2:135 lid 4 BW is volgens hem dus begrensd tot de in art. 2:383c-e BW genoemde onderwerpen. De bevoegdheid van de algemene vergadering om het bezoldigingsbeleid vast te stellen is in zijn ogen ruimer dan de bevoegdheid van de algemene vergadering om de individuele bezoldiging vast te stellen, hetgeen hij afleidt uit een passage uit een brief waarin de regering aangeeft dat de algemene vergadering eerst het bezoldigingsbeleid als geheel vaststelt, waarna de regering schrijft: ‘Voorts moeten de in de artikelen 2:383c-e BW genoemde onderwerpen in het bezoldigingsbeleid aan de orde worden gesteld.’²⁶⁸

De Groot signaleert vervolgens bepaalde beloningscomponenten die volgens hem niet onder art. 2:383c-e BW vallen en dus ook niet onder art. 2:135 lid 4 BW. Hij noemt onder meer een eenmalige (of herhaalde mits niet periodieke) uitkering bij de aanvang van het dienstverband (een ‘golden hello’), een eenmalige (of herhaalde mits niet periodieke) uitkering gedurende het dienstverband (een ‘retention award’) en afspraken bij beëindiging van het dienstverband die niet neerkomen op uitkeringen zoals de afspraak met een ontslagen of afgetreden bestuurder om hem of haar consultantvergoeding toe te kennen.²⁶⁹ Volgens De Groot kan

267 Hij wijst onder andere op de zin: “wat bezoldiging is, staat in art. 2:383c-e BW.” Zie *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 31, p. 6.

268 De Groot 2005, nr. 13 onder verwijzing naar *Kamerstukken II*, 28 179, 2002/03, nr. 51, Brief van de Minister, 3 september 2003, p. 2

269 Denk aan een consulting contract met de bijbehorende consulting fees.

de raad van commissarissen dergelijke bezoldigingscomponenten buiten het bezoldigingsbeleid om aan de bestuurders toekennen, waardoor deze componenten potentieel aan de bemoeienis van de algemene vergadering zijn onttrokken.²⁷⁰ Dit is slechts anders wanneer het bezoldigingsbeleid zich expliciet over dergelijke bezoldigingscomponenten uitlaat en deze expliciet verbiedt of bij voorbaat onder het goedkeuringsrecht van de algemene vergadering brengt, aldus De Groot.

De Groot baseert zijn stelling dat het bezoldigingsbeleid in beginsel breder is dan alleen de in art. 2:383c-e BW genoemde onderwerpen mijns inziens overigens op een verkeerde lezing van de door hem aangehaalde passage in de parlementaire geschiedenis. De passage waar De Groot naar verwijst komt uit de brief van de minister waar deze ingaat op de veranderingen die amendement 41 teweeg hebben gebracht. De gehele passage luidt “Amendement 41 brengt twee wijzigingen aan in het voorgestelde artikel. De indieners wensen te verduidelijken dat de algemene vergadering niet de algemene lijnen van het bezoldigingsbeleid vaststelt, maar het bezoldigingsbeleid als geheel. Voorts moeten de in de artikelen 2:383c-383e BW genoemde onderwerpen in het bezoldigingsbeleid aan de orde worden gesteld.”²⁷¹ Het woordje ‘voorts’ wijst niet zozeer op een verplichting tot het eerst vaststellen van het bezoldigingsbeleid, om vervolgens (voorts) ook de in art. 2:383c-e BW genoemde onderwerpen op te nemen, maar markeert slechts de splitsing tussen de twee wijzigingen die het amendement teweeg brengt. Deze zinsnede kan dan ook niet als fundament dienen voor de aanname dat het bezoldigingsbeleid niet louter uit een bespreking en waardering van de verschillende bezoldigingscomponenten bestaat. Dat neemt niet weg dat het bezoldigingsbeleid breder is, althans kan zijn, dan alleen de in art. 2:383c-e BW genoemde onderwerpen. Sterker nog, dat het bezoldigingsbeleid breder kan zijn vloeit mijns inziens voort uit de wetstekst, waarin opgenomen is dat in het bezoldigingsbeleid *ten minste* de in artikel 2:383c-e BW omschreven onderwerpen aan de orde komen, voor zover deze het bestuur betreffen. Tekstueel gezien heeft De Groot dus een punt. Naar mijn mening is daarmee niet gezegd dat er beloningscomponenten kunnen worden vastgesteld door het op grond van art. 2:135 lid 4 BW aangewezen orgaan die in beginsel niet onder de reikwijdte van het bezoldigingsbeleid van de algemene vergadering vallen.

De Groot steunt voor zijn aanname dat het begrip bezoldiging beperkt blijft tot de in artt. 2:383c t/m e BW op de door hem aangehaalde zin uit de parlementaire geschiedenis: “wat bezoldiging is, staat in art. 2:383c-e BW”.²⁷² Op basis van een puur tekstuele benadering is deze aanname niet zonder grond, maar wordt deze

270 Deze bevoegdheid ligt volgens De Groot op grond van de algemene vertegenwoordigingsbepalingen bij de raad van commissarissen, omdat deze bevoegdheid vanwege een aanwezig tegenstrijdig belang niet bij het bestuur berust (De Groot doelt hier uiteraard nog op de oude tegenstrijdig belangregeling).

271 Zie *Kamerstukken II*, 28 179, 2002/03, nr. 51) (Brief van de Minister), 3 september 2003, p. 2.

272 Zie *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 31, p. 6.

zin geplaatst in een bredere context dan is mijns inziens zijn stelling onhoudbaar.²⁷³ De verwijzing naar de onderwerpen van de artt. 2:383c t/m e BW is opgenomen bij amendement.²⁷⁴ In de toelichting bij dat amendement staat expliciet vermeld dat de indieners voor een exacte omschrijving van het begrip bezoldiging kiezen “om zo alle misverstanden te voorkomen en de bevoegdheid van de aandeelhouders *alle aspecten* van de bezoldiging te laten omvatten [cursivering ECHJL].” Opvallend is verder dat in het amendement, naast de onderwerpen die voorkomen in de artt. 2:383c t/m e BW, tevens is opgenomen ‘beloningen in natura’. Blijkbaar waren de indieners van het amendement van mening dat ook dergelijke beloningen onder het begrip bezoldiging vielen, maar wellicht niet geschaard konden worden onder de verschillende onderwerpen die zijn opgenomen in de artt. 2:383c t/m e BW. Vandaar dat uiteindelijk gekozen is om op te nemen dat *ten minste* de onderwerpen zoals genoemd in de artt. 2:383c t/m e BW aan bod dienen te komen. Daarmee is niet bedoeld dat het bezoldigingsbeleid ruimer is dan het begrip bezoldiging zoals opgenomen in art. 2:135 lid 4 BW, maar is getracht te verzekeren dat, indien er vormen van bezoldiging zijn die niet onder de onderwerpen van de artt. 2:383c t/m e BW kunnen worden geschaard, deze toch onder het begrip bezoldiging van art. 2:135 lid 4 BW vallen, waaronder bijvoorbeeld beloningen in natura.²⁷⁵ De wetgever heeft geenszins een onderscheid willen maken tussen beloningselementen die vallen onder bezoldiging en elementen die vallen onder het bezoldigingsbeleid, maar juist willen voorkomen dat de algemene vergadering slechts de bevoegdheid heeft over een deel van de beloningselementen, terwijl de bevoegdheid over andere beloningselementen te allen tijde bij de raad van commissarissen ligt.²⁷⁶

273 Uit de tekst van art. 2:383c BW lijkt zelfs te volgen dat het begrip bezoldiging zich slechts beperkt tot dat artikel. Volgens art. 2:383c BW doet de vennootschap immers opgave van het bedrag van de bezoldiging voor iedere bestuurder, welke bedrag uitgesplitst wordt in de daar opgenomen vier onderwerpen.

274 De eerste keer in het amendement van De Vries. In dat amendement waren de onderwerpen (aangevuld met het onderwerp ‘beloningen in natura’ zelf expliciet opgenomen zonder verwijzing naar de artt. 2:383c-e BW. *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 8 (Amendement De Vries).

275 De Groot heeft aldus gelijk dat er een discrepantie lijkt te bestaan tussen hetgeen onder het ‘openbaarmakingsbegrip’ bezoldiging valt en hetgeen onder het begrip bezoldiging ex art. 2:135 lid 4 BW valt.

276 Zie in gelijke zin Bennaars 2015, p. 170. Bennaars wijst verder nog op de ratio achter de invoering van de artt. 2:383c-e BW welke wijst op een brede uitleg van bezoldiging, de ruime uitleg die volgens de parlementaire geschiedenis moet worden gegeven aan het begrip ‘periodieke beloningen’ en het feit dat er expliciet geen ‘restcategorie’ is opgenomen, omdat volgens de regering de vier categorieën van art. 2:383c lid 1 BW de gehele bezoldiging dekken. Zie onder andere *Kamerstukken II*, 2001/02, 27 900, B en *Kamerstukken II*, 2001/02, 27 900, nr. 5.

Overigens zou ik los van vorenstaande discussie willen opmerken dat ik niet inziet waarom een welkomstbonus (golden hello) of een aanblijfbonus (retention award) niet onder art. 2:383c sub d BW ‘winstdeling en *bonusbetalingen*’ kan worden geschaard.²⁷⁷ Een andere situatie speelt wanneer met de bestuurder een consultancyovereenkomst wordt afgesproken na afloop van zijn bestuurderschap. De algemene vergadering of het daartoe op grond van art. 2:135 lid 4 BW bevoegde orgaan is immers slechts bevoegd de bezoldiging van de bestuurder vast te stellen.²⁷⁸ De beloningsafspraken zijn in dit geval dus niet onder de bezoldiging van bestuurders te scharen, waardoor het een gemakkelijke manier is om de regels hieromtrent te omzeilen. Onder omstandigheden kan de consultancyovereenkomst echter worden aangemerkt als een verkapte vorm van bezoldiging bij beëindiging dienstverband. In dat geval zullen de gemaakte afspraken inclusief overeengekomen beloningen alsnog onder art. 2:383c sub c BW vallen.²⁷⁹ Hoewel de bestuurder de vergoeding ontvangt als zijnde geen bestuurder, rust de vertegenwoordigingsbevoegdheid bij het aangaan van een consultancyovereenkomst die wordt aangemerkt als een verkapte vorm van bezoldiging bij beëindiging dienstverband bij het orgaan dat bevoegd is om ex art. 2:135 lid 4 BW de bezoldiging vast te stellen (met inachtneming van het bezoldigingsbeleid ex art. 2:135 lid 1 BW). De bezoldiging is in dit geval immers toegekend in relatie tot (de beëindiging van) het bestuurderschap.

Omstandigheden die aanleiding kunnen geven tot de aanname dat de adviseursovereenkomst wordt aangemerkt als een verkapte vorm van bezoldiging bij beëindiging dienstverband zijn:

- i) dat de adviseursovereenkomst niet tussentijds kan worden beëindigd;
- ii) dat salarisbetalingen ook zullen plaatsvinden, indien in enige periode, ongeacht de oorzaak daarvan, geen werkzaamheden worden verricht;
- iii) dat het de voormalig bestuurder zou zijn toegestaan naast zijn adviseurswerkzaamheden andere betaalde en onbetaalde werkzaamheden te verrichten; en
- iv) dat bij overlijden van de voormalig bestuurder het nog niet betaalde salaris als een lumpsum vordering aan diens erfgenamen zou toekomen.

Het vonnis inzake Connexxion van de rechtbank Utrecht laat overigens zien dat het geenszins gemakkelijk zal zijn om vooraf aan te tonen dat een dergelijke adviseursover-

277 Zie in gelijke zin Bennaars 2015, p. 171.

278 HR 6 januari 2012, *NJ* 2012/336 m.nt. Van Schilfgaarde (Imeko Holding/B&D Beheer).

279 Denk bijvoorbeeld aan een consultancyovereenkomst voor een paar jaar na afloop van het bestuurderschap waarbij de jaarlijkse bezoldiging gelijk blijft. Van belang kan daarbij zijn in hoeverre daadwerkelijk consultancywerkzaamheden worden verricht.

eenkomst is aan te merken als een verkapte vorm van bezoldiging bij beëindiging dienstverband.²⁸⁰

Vorenstaande neemt niet weg dat er wellicht beloningsvormen zijn die niet onder de onderwerpen van de artt. 2:383c t/m e BW te scharen zijn. De voorbeelden die door De Groot worden aangehaald vallen naar mijn mening daar in beginsel wel onder. Daarnaast laat dit mijns inziens onverlet dat deze beloningsvormen alsnog onder de reikwijdte van art. 2:135 lid 4 BW vallen en in overeenstemming moeten zijn met het bezoldigingsbeleid ex art. 2:135 lid 1 BW.

365. Het bezoldigingsbeleid en de Corporate Governance Code

Naast de wettelijke vereisten geven ook principe 3.1 en bpb 3.1.2 van de Code 2016 aanwijzingen over de inrichting van het bezoldigingsbeleid.²⁸¹ Een eerste wens die is opgenomen in de Code 2016 is het principe dat het bezoldigingsbeleid voor bestuurders duidelijk en begrijpelijk moet zijn. Ook dient het bezoldigingsbeleid gericht te zijn op de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, waarbij rekening is gehouden met de interne beloningsverhoudingen binnen de onderneming.

Zoals aangegeven gaat de pay-for-performance benadering uit van het op één lijn brengen van het eigen belang van de bestuurder met dat van de vennootschap. De financiële crisis heeft laten zien dat prestatiebeloningen ook perverse prikkels kunnen voortbrengen waardoor onverantwoorde risico's worden genomen. In de Code 2016 is daarom als principe opgenomen dat het bezoldigingsbeleid bestuurders niet mag aanzetten tot gedrag in hun eigen belang noch tot het nemen van risico's die niet passen binnen de geformuleerde strategie en de vastgestelde risicobereidheid.²⁸²

280 Rechtbank Utrecht 22 september 2010, ECLI:NL:RBUTR:2010:BO2907, r.o. 4.4 e.v. (Connexxion). Vorengenoemde omstandigheden werden daar aangedragen om aan te tonen dat de wil van de voormalig bestuurder in werkelijk niet gericht was op het verrichten van werkzaamheden als adviseur. Dit argument werd door de rechtbank verworpen, onder meer omdat partijen over deze voorwaarden nog in onderhandeling waren. Verder speelde vermoedelijk ook mee dat een vaststellingsovereenkomst was gesloten waar alle partijen (inclusief de aandeelhouders) mee in hadden gestemd, en die vaststellingsovereenkomst vervolgens niet werd nagekomen.

281 In de Code 2016 is ervoor gekozen consistent het woord 'bezoldiging' te vervangen door 'beloning'. Dit werkt enigszins verwarrend aangezien in boek 2 BW juist over bezoldiging wordt gesproken. Enig verschil tussen beide is er niet. Ik zal de term bezoldiging blijven bezigen wanneer het over het bezoldigingsbeleid of de bezoldiging van bestuurders gaat.

282 Principe 3.1 Code 2016.

De Code 2016 is verder mild in de eisen die worden gesteld aan het bezoldigingsbeleid. In bpb 3.1.2 Code 2016 is slechts opgenomen dat bepaalde aspecten bij het formuleren van het bezoldigingsbeleid *in overweging* genomen dienen te worden. Aspecten die genoemd worden zijn:

- i) de doelstellingen voor de strategie ter uitvoering van lange termijn waardecreatie;²⁸³
- ii) vooraf uitgevoerde scenarioanalyses;²⁸⁴
- iii) de beloningsverhoudingen binnen de vennootschap en de met haar verbonden onderneming;
- iv) de ontwikkelingen van de beurskoers van de aandelen;
- v) een passende verhouding van het variabele deel van de beloning ten opzichte van het vaste deel. Het variabele deel van de beloning is gekoppeld aan vooraf vastgestelde en meetbare prestatiecriteria, die overwegend een lange termijn karakter hebben;
- vi) indien aandelen worden toegekend, de voorwaarden waaronder dit gebeurt. Aandelen worden ten minste voor een periode van vijf jaar na toekenning aangehouden; en
- vii) indien opties worden toegekend, de voorwaarden waaronder dit gebeurt en de voorwaarden waaronder de opties vervolgens kunnen worden uitgeoefend. Opties worden in ieder geval de eerste drie jaar na toekenning niet uitgeoefend.

In de Code 2008 lag de nadruk bij de best practice bepalingen voornamelijk op het toekennen van de individuele bezoldiging. Over het bezoldigingsbeleid was slechts opgenomen dat voorafgaand aan het opstellen van het bezoldigingsbeleid de raad van commissarissen de mogelijke uitkomsten van de variabele bezoldigingscomponenten en de gevolgen daarvan voor de bezoldiging van bestuurders dient te analyseren.²⁸⁵ De Code 2016 ‘verplaatst’ deze bepalingen naar het moment van het formuleren van het bezoldigingsbeleid. Het resultaat hiervan is allereerst, dat niet langer wordt afgeweken van de Code wanneer niet wordt gehandeld conform bepaalde, voorheen meer dwingende, bepalingen (zoals het niet uitoefenen van opties binnen de eerste drie jaren na toekenning). Van afwijking is slechts

283 Onder verwijzing naar bpb 1.1.1 Code 2016.

284 In de toelichting is opgenomen dat onder scenarioanalyses worden verstaan dat de raad van commissarissen bij het opstellen van het bezoldigingsbeleid en voorafgaand aan de vaststelling van de bezoldiging van individuele bestuurders een analyse maakt van mogelijke uitkomsten van de variabele bezoldigingscomponenten en de gevolgen daarvan voor de bezoldiging van bestuurders. De raad van commissarissen stelt vast of de uitkomst van de scenarioanalyses leidt tot een passende bezoldiging en of er maatregelen nodig zijn om de bezoldiging te begrenzen. Code 2016, p. 47.

285 Bpb II.2.1 Code 2008.

sprake indien deze bepaling niet in overweging is genomen. Daarnaast hoeft alleen na het formuleren van het bezoldigingsbeleid vermeld te worden of er sprake is van afwijking van de Code op de hierboven genoemde onderdelen. Voorheen diende een eventuele afwijking vaker te worden vermeld, namelijk telkens wanneer de individuele bezoldiging van een bestuurder werd vastgesteld.²⁸⁶

366. Say-on-pay: bezoldigingsregelingen in de vorm van aandelen en opties

Naast het vaststellen van het bezoldigingsbeleid door de algemene vergadering, is in art. 2:135 lid 5 BW expliciet bepaald dat, indien op grond van de statuten een ander orgaan dan de algemene vergadering bevoegd is om de individuele bezoldiging van bestuurders vast te stellen, het desbetreffende orgaan ten aanzien van regelingen in de vorm van aandelen en opties een voorstel ter goedkeuring aan de algemene vergadering dient voor te leggen.²⁸⁷ De reden voor het opnemen van lid 5 ziet voornamelijk op het bijzondere belang dat aandeelhouders hebben bij het bezoldigen van bestuurders met opties en aandelen. Door de wetgever werd onder meer gewezen op het risico van verwatering van het belang van de aandeelhouders²⁸⁸ en de wijziging die door het toekennen van aandelen en opties aangebracht wordt in de samenstelling van de aandeelhoudersvergadering. Een zwaarwegend belang dus, waarvoor binnen de interne verhoudingen de algemene vergadering steeds haar goedkeuring dient te geven.²⁸⁹

367. Lid 5 als uitwerking van het bezoldigingsbeleid

Art. 2:135 lid 5 BW kan aangemerkt worden als een *lex specialis* van art. 2:135 lid 1 BW.²⁹⁰ Evenals bij het bezoldigingsbeleid is hier sprake van een plan op het geaggregeerde niveau (voor het gehele bestuur) en dus niet van het toekennen van aandelen- en optieregelingen aan individuele bestuurders.²⁹¹ Het bezoldigingsbeleid zal in de meeste gevallen – kortweg – op te delen zijn in vier onderdelen:

286 Één van de redenen die de Commissie Van Manen aandroeg voor het aanpassen van de bepalingen van de Code 2008 die betrekking hebben op de bezoldiging van bestuurders, was om het grote aantal afwijkingen te verminderen. Met bovenstaande aanpassing zal daar in ieder geval aan tegemoet worden gekomen.

287 Dit voorstel zal in de praktijk door de remuneratiecommissie worden opgesteld en door de gehele raad van commissarissen aan de algemene vergadering van aandeelhouders ter goedkeuring worden voorgelegd.

288 Het toekennen van opties betekent immers dat de vennootschap op termijn aan de houder van deze opties aandelen zal moeten leveren, hetzij door nieuwe aandelen uit te geven, hetzij door bestaande aandelen in te kopen.

289 *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 31 (Tweede Nota van Wijziging), 28 augustus 2003, p. 6/7.

290 Bulten 2014, p. 99.

291 *Kamerstukken I*, 28 179, 2003-2004, B, (MvA), p. 15/16. Anders: Bennaars 2015, p. 182.

(i) het vaste basissalaris dat meestal in contanten wordt uitgekeerd, (ii) de korte termijn variabele beloning die meestal in contanten wordt uitgekeerd (vaak aangeduid als het Short Term Incentive Plan of ‘STI-plan’), (iii) de lange termijn variabele beloning die meestal in aandelen en/of opties wordt uitgekeerd (vaak aangeduid als het Long Term Incentive Plan of ‘LTI-plan’) en (iv) overige emolumenten en regelingen waarbij gedacht kan worden aan pensioenen, ontslagvergoedingen etc. De beloningsregelingen waarop lid 5 ziet, hebben in de regel voornamelijk betrekking op het LTI-plan.²⁹²

Dat er sprake is van het verkrijgen van goedkeuring voor een beloningsregeling duidt erop dat het aan de algemene vergadering voorgelegde voorstel een nadere uitwerking is van het bezoldigingsbeleid, hetgeen ook blijkt uit de parlementaire geschiedenis waarin is opgenomen dat het huidige lid 5 een specifieke regeling is voor de goedkeuring van aandelen- en optieregelingen, die de algemene beleidsbepaling van lid 1 en de invulling daarvan in lid 4 *uitwerkt*.²⁹³ Indien de bevoegdheid tot het vaststellen van de individuele bezoldiging van bestuurders gedelegeerd is aan de raad van commissarissen, dan worden aan de algemene vergadering dus in beginsel twee voorstellen voorgelegd: het eerste voorstel ziet op de vaststelling van het algemene bezoldigingsbeleid terwijl het tweede voorstel betrekking heeft op de goedkeuring van het LTI-plan voor het bestuur.²⁹⁴

368. De overlap tussen lid 1 en lid 5

Helemaal zuiver is het onderscheid tussen het bezoldigingsbeleid en het voorstel ter goedkeuring van beloningsregelingen in de vorm van aandelen en opties niet. In het laatste voorstel moet ten minste zijn bepaald hoeveel aandelen en opties aan het bestuur mogen worden gegeven en welke criteria daarvoor gelden.²⁹⁵ Het bezoldigingsbeleid zal deze informatie veelal ook bevatten vanwege de eis dat ten minste de onderwerpen van art. 2:383c-e BW in het bezoldigingsbeleid aan

292 Verburg 2015, p. 70. Het kan voorkomen dat beloningsregelingen in de vorm van aandelen en opties worden gebruikt als korte termijn variabele beloning, maar dit komt in Nederland zelden voor. Daarnaast moeten dergelijke opties en aandelen veelal een bepaalde tijd worden aangehouden, waardoor de beloning alsnog een lange termijn karakter krijgt.

293 *Kamerstukken I*, 28 179, 2003-2004, B, (MvA), p. 15/16.

294 Zie ook Bulten 2014, p. 99.

295 *Kamerstukken I*, 2003/2004, 28 179, B, (MvA), p.16. Verburg merkt overigens op dat hierdoor bepaalde veel gebruikte clausules bij LTI-plannen buiten het bereik van de goedkeuring blijven, waarbij hij verwijst naar de afwikkeling van toekenningen bij ontslag. Verburg 2015, p. 70.

de orde moeten komen.²⁹⁶ In art. 2:383d BW staat het verkrijgen door bestuurders van aandelen en opties in het kapitaal van de vennootschap centraal. In dat artikel wordt als vereiste van transparantie onder meer gesteld dat opgegeven dient te worden hoeveel aandelen en opties verkregen kunnen worden en op basis van welke criteria. Aangezien in het licht van art. 2:135 lid 1 BW alleen het *onderwerp* van art. 2:383d BW aan bod dient te komen, hoeft in het bezoldigingsbeleid slechts basale informatie te worden opgenomen over het belonen in de vorm van aandelen en opties door het bestuur.²⁹⁷ Goed denkbaar is dat in het bezoldigingsbeleid wordt opgenomen hoeveel aandelen en opties verkregen kunnen worden en tegen welke voorwaarden. Er zal in dat geval sprake zijn van enige overlap.

De wijze waarop lid 1 en lid 5 tot stand zijn gekomen verklaart waarom er sprake is van enige overlap tussen beide leden. Op het moment dat het huidige lid 5 werd opgenomen in het wetsvoorstel, ontbrak de verwijzing in lid 1 naar de onderwerpen van art. 2:383c-e BW. Daarnaast was in lid 1 toen nog opgenomen dat de algemene vergadering slechts de algemene lijnen van het bezoldigingsbeleid zou vaststellen in plaats van het bezoldigingsbeleid zelf. Wanneer het meer vrijblijvende karakter in ogenschouw wordt genomen dat lid 1 van origine had, wordt de toegevoegde waarde van lid 5 ook duidelijker.

In dit kader heeft zeker meegespeeld dat deze aanpassingen waren ingegeven door aanbevelingen die werden gedaan op Europees niveau. De Europese Commissie werkte in die tijd aan aanbevelingen om enerzijds het bezoldigingsbeleid in stemming te brengen en anderzijds aandeelhouders het recht te geven goedkeuring te verlenen aan aandelen- en optieplannen.²⁹⁸ In beginsel werd daarbij gedacht aan een raadgevende stemming over het bezoldigingsbeleid.²⁹⁹ In het licht daarvan is een expliciete goedkeuring voor

296 Dit zal helemaal het geval zijn na implementatie van de herziene aandeelhoudersrechten-richtlijn.

297 Een dergelijk voorgesteld bezoldigingsbeleid loopt uiteraard een grote kans om afgestemd te worden in de algemene vergadering van aandeelhouders.

298 Aanbeveling van de Commissie ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen, 14 december 2004 (2004/913/EG). Zie ook COM (2003) 284 final, 21 mei 2003. Deze aanbevelingen waren weer gebaseerd op voorstellen van de High Level Group.

299 2004/913/EG, aanbeveling 4.1 en 4.2. De Europese Commissie overwoog: “Met het oog op de aanscherping van de verantwoordingsplicht zou het beloningsbeleid in stemming moeten worden gebracht op de jaarlijkse algemene aandeelhoudersvergadering. Daarbij zou het om een raadgevende stem kunnen gaan, zodat niet wordt getornd aan de rechten van de organen die verantwoordelijk zijn voor de beloning van bestuurders. Een raadgevende stem brengt geen verplichtingen mee in die zin dat de contractuele rechten van de bestuurders of het beloningsbeleid moeten worden aangepast.” In aanbeveling 4.2 is gekozen voor de optie van zowel een bindende als een raadgevende stemming.

regelingen waarbij bestuurders een beloning ontvangen in de vorm van aandelen en aandelenopties te begrijpen.³⁰⁰ In Nederland werd echter gekozen voor een bindende stemming over het bezoldigingsbeleid, met daarnaast een verplichting tot goedkeuring van aandelen- en optieplannen door de AVA. De zinsnede inhoudende dat het ontbreken van deze goedkeuring de vertegenwoordigingsbevoegdheid niet aantast, zoals opgenomen in art. 2:135 lid 5 BW, is overigens niet terug te vinden in de aanbeveling. De optie van een ‘raadgevende’ stemming over de aandelen- en optieplannen lijkt de Europese Commissie niet voor ogen te hebben gestaan.

Uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat de wetgever expliciet de mogelijkheid open wil laten aan de algemene vergadering om te bepalen hoe gedetailleerd het bezoldigingsbeleid dient te zijn.³⁰¹ Indien in het bezoldigingsbeleid niet staat vermeld hoeveel aandelen en opties aan het bestuur kunnen worden toegekend of onder welke voorwaarden deze aandelen en opties door het bestuur kunnen worden verkregen, dan zorgt lid 5 ervoor dat alsnog goedkeuring van de algemene vergadering gevraagd zal moeten worden voor het toekennen van beloningsregelingen in de vorm van aandelen en opties.³⁰² Naarmate het door de algemene vergadering vastgestelde algemeen bezoldigingsbeleid meer gedetailleerd ingaat op eventuele beloningsregelingen voor het toekennen van aandelen en opties, zou mijns inziens een aparte goedkeuring op basis van art. 2:135 lid 5 BW achterwege kunnen blijven.³⁰³ Goedkeuring is dan immers al verkregen door de algemene vergadering op basis van het bezoldigingsbeleid.³⁰⁴ Daarbij dient in aanmerking genomen te worden dat het voorstel van art. 2:135 lid 5 BW een uitwerking is van het bezoldigingsbeleid. Indien in het bezoldigingsbeleid de relevante informatie reeds

300 2004/913/EG. “Variabele regelingen waarbij bestuurders een beloning ontvangen in de vorm van aandelen, aandelenopties dan wel andere rechten op aandelen of op een beloning die afhangt van de aandelenkoers, en ingrijpende aanpassingen van dergelijke regelingen zouden vooraf door de jaarlijkse algemene aandeelhoudersvergadering moeten worden goedgekeurd. Deze goedkeuring zou echter alleen moeten gelden voor de beloningsregeling en voor de voorschriften die worden gevolgd om in het kader van deze regeling de individuele beloning vast te stellen, en dus niet voor de individuele beloning die bestuurders op grond van de regeling ontvangen.”

301 *Kamerstukken I*, 2003-2004, 28 179, nr. B (MvA), p. 2/3.

302 Het is overigens de vraag of de algemene vergadering een dergelijk (summier) bezoldigingsbeleid vast zou stellen waarin de voorwaarden voor het verkrijgen van en het aantal te verkrijgen aandelen niet is opgenomen, maar dat terzijde. Art. 2:135 BW is van toepassing op alle naamloze vennootschappen. Het kan voorkomen dat bij een kleine NV met een meer besloten karakter een summier bezoldigingsbeleid kan volstaan.

303 Zie onder andere Bulten 2014, p. 99; Van Veen 2005, sub 2.4.

304 Zie in vergelijkbare zin de regeling zoals opgenomen in de Verenigde Staten over de say-on-pay over golden parachutes, in welk geval een aparte say-on-pay uitblijft als de golden parachute als onderdeel van de bezoldiging reeds onderworpen is geweest aan een say-on-pay.

is opgenomen, dan behoeft dit beleid geen verdere uitwerking. Daarnaast kan worden betoogd dat het vaststellen van het bezoldigingsbeleid in een dergelijk geval tevens impliciet goedkeuring van het voorstel op grond van lid 5 behelst. Er bestaat aldus geen regel om het voorstel van lid 5 apart ter goedkeuring voor te leggen aan de algemene vergadering, tenzij het bezoldigingsbeleid niet voldoet aan de in lid 5 genoemde vereisten.³⁰⁵

In de praktijk levert bij beursgenoteerde vennootschappen de mogelijke overlap tussen lid 1 en lid 5 overigens weinig problemen op, omdat een goedkeuringsvoorstel en de vaststelling van het (gewijzigde) bezoldigingsbeleid veelal tezamen als één agendapunt ter stemming aan de algemene vergadering worden voorgelegd.³⁰⁶ Het onderscheid wordt in de praktijk in de regel dus niet gemaakt.³⁰⁷

369. Say-on-pay: de onderwerpen van art. 2:383c t/m e BW

In 2013 is, ten slotte, ook een vorm van say-on-pay ingevoerd die betrekking heeft op de wijze waarop het bezoldigingsbeleid daadwerkelijk is toegepast in het afgelopen boekjaar. Ik doel daarmee op art. 2:135 lid 5a BW. Wanneer bij een beursgenoteerde vennootschap het vaststellen van de jaarrekening op de agenda staat, dan dienen de onderwerpen van de artt. 2:383c-e BW gezamenlijk als afzonderlijk agendapunt te worden opgenomen. De behandeling van het agendapunt over de bezoldiging dient voor het vaststellen van de jaarrekening plaats te vinden. Op die manier wordt getracht te bewerkstelligen dat eerst verantwoording moet worden afgelegd over de toepassing van het bezoldigingsbeleid alvorens gesproken wordt over het bestuursverslag en de jaarrekening in zijn geheel. In het verleden kwam het voor dat geweigerd werd de jaarrekening vast te stellen of decharge te verlenen

305 Zie hierover Meijer-Wagenaar die in navolging van Abma stelt dat onduidelijk is of een aandelen- en optieregeling apart ter goedkeuring dient te worden voorgelegd aan de aandeelhouders of dat dit in één keer mee kan worden genomen met het vaststellen van het bezoldigingsbeleid (lid 1). Zij roepen op tot een verduidelijking door de wetgever of Monitoring Commissie Corporate Governance. Meijer-Wagenaar 2014, p. 120 en Abma 2012. Tevens is onduidelijk wat rechtens is wanneer het voorstel ex lid 5 wordt goedgekeurd, maar in strijd is met het eerder vastgestelde bezoldigingsbeleid ex lid 1. Er is in dat geval geen sprake van een uitwerking van het bezoldigingsbeleid. Nietigheid wegens strijd met de wet lijkt op de loer te liggen. Ik zou willen betogen dat in een dergelijk geval, behoudens uitzonderlijke omstandigheden, mag worden aangenomen dat het bezoldigingsbeleid overeenkomstig het voorstel ex lid 5 is gewijzigd.

306 Zie bijvoorbeeld de algemene vergadering van KPN 9 april 2014 (te raadplegen op http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/25/253757/AGM/2014/AVA/Agenda%20AVA%202014.pdf (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

307 Indien alleen het LTI-plan gewijzigd wordt, dan wordt veelal gesproken over een wijziging van het LTI-plan en wordt niet tevens het gehele bezoldigingsbeleid in stemming gebracht.

uit onvrede over de bezoldiging van de bestuurders. Door de bezoldiging op te nemen als apart agendapunt hoopt de wetgever de dialoog over de verschillende onderwerpen zuiver te krijgen. Een stemming over de daadwerkelijk toegekende en uitgekeerde bezoldiging is vooralsnog geen vereiste.³⁰⁸ In het oorspronkelijke amendement was opgenomen dat de algemene vergadering voorafgaand aan de vaststelling van de jaarrekening een *oordeel* geeft over de wijze waarop het bezoldigingsbeleid in het afgelopen boekjaar in praktijk is gebracht.³⁰⁹ In de huidige tekst is het geven van een oordeel weggelaten, waardoor art. 2:135 lid 5a BW eerder aangemerkt moet worden als een ‘discussion-on-pay’ in plaats van een echte say-on-pay. Implementatie van de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn brengt mee dat voor grote ondernemingen dit discussiepunt alsnog een stempunt dient te worden.³¹⁰ Nederland mag ervoor kiezen om voor kleine en middelgrote ondernemingen het discussiepunt over het remuneratierapport te handhaven.³¹¹

27.6 Het samenspel tussen de individuele bezoldiging en het bezoldigingsbeleid

370. Het bezoldigingsbesluit en het bezoldigingsbeleid

Uit vorenstaande blijkt, dat de vennootschap niet door een ander dan het orgaan dat op grond van art. 2:135 lid 4 BW bevoegd is aan een bezoldiging kan worden gebonden. Daarmee is slechts een deel van het vertegenwoordigingsvraagstuk van art. 2:135 lid 4 BW beantwoord: welk orgaan is bevoegd de vennootschap te

308 Volgens Eumedion verdient het aanbeveling dat vennootschappen het remuneratierapport als apart agendapunt ter stemming voorleggen aan de algemene vergadering, in aanvulling op de wettelijke plicht om het remuneratierapport als discussiepunt aan de aandeelhouders voor te leggen. Indien de raad van commissarissen het remuneratierapport niet ter stemming aan de algemene vergadering voorlegt, kunnen aandeelhouders hun oordeel over de uitvoering van het remuneratiebeleid door de raad van commissarissen niet rechtstreeks geven. In dat geval kunnen aandeelhouders het remuneratierapport betrekken bij de bepaling van het stemgedrag bij andere agendapunten. Eumedion, Uitgangspunten verantwoord beloningsbeleid van het bestuur van Nederlandse beursvennootschappen, punt 14, 2016 (te raadplegen op <http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/aanbevelingen/2016-uitgangspunten-verantwoord-beloningsbeleid.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

309 *Kamerstukken II*, 2012/13, 32 512, nr. 20.

310 Art. 9b lid 4 Richtlijn (EU) 2017/828.

311 Zie voor de definitie van kleine en middelgrote ondernemingen artikel 3, leden 2 en 3, van Richtlijn 2013/34/EU. De vennootschap moet in dat geval wel in het volgende bezoldigingsverslag uitleggen hoe rekening is gehouden met de bespreking op de algemene vergadering.

vertegenwoordigen. Een tweede vraag die gesteld kan worden is of de vertegenwoordigingsbevoegdheid van dit orgaan ook onbeperkt en onvoorwaardelijk is? Of is de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het daartoe bevoegde orgaan door de wetgever dwingendrechtelijk ingeperkt met als uiterste grens de kaders van het door de AVA vastgestelde bezoldigingsbeleid?³¹²

Over het antwoord op de vraag hoe de vastgestelde bezoldiging en het bezoldigingsbeleid zich tot elkaar verhouden bestaat grote verdeeldheid.³¹³ Bij de beoordeling hiervan zijn mijns inziens drie situaties van elkaar te onderscheiden: (i) er is geen bezoldigingsbeleid, (ii) de vastgestelde bezoldiging is in strijd met het bezoldigingsbeleid en (iii) de vastgestelde bezoldiging wijkt af van het bezoldigingsbeleid. Bij deze laatste twee situaties kan vervolgens een onderscheid worden gemaakt tussen enerzijds structureel handelen in strijd met of in afwijking van het bezoldigingsbeleid en afwijkende of strijdige regelingen die een ad hoc karakter hebben anderzijds.³¹⁴

371. Twee stromingen

In de literatuur zijn twee stromingen te ontwaren die zijn ontstaan vanwege de onduidelijkheid die er heerst over de verhouding tussen het bezoldigingsbeleid en de vastgestelde individuele bezoldiging. Deze onduidelijkheid is te wijten aan het feit dat een overdenking of toelichting in de parlementaire geschiedenis over enige sanctie ontbreekt.³¹⁵ De ene stroming houdt vast aan een strikte benadering van art. 2:135 BW, terwijl de andere stroming een flexibeler opstelling inneemt. Een keuze voor een bepaalde stroming hangt samen met de interpretatie van de woorden ‘met in achtneming van het beleid’ en het antwoord op de vraag of de slotzin van lid 5 van art. 2:135 BW alleen van toepassing is op dit artikellid of tevens moet

312 Verburg 2015, p. 72/73.

313 Opgemerkt dient te worden dat de woordkeuze van art. 2:135 lid 4 BW niet optimaal is. De tekst lijkt te suggereren dat de bezoldiging van bestuurders slechts met inachtneming van het bezoldigingsbeleid wordt vastgesteld wanneer de algemene vergadering het bevoegde orgaan is. Het woord ‘tenzij’ doet vermoeden dat hiervan wordt afgeweken wanneer bij de statuten een ander orgaan is aangewezen. Juist het omgekeerde is mijns inziens het geval. Het bezoldigingsbeleid is in het bijzonder van belang wanneer de vaststelling van de individuele bezoldiging statutair gedelegeerd is aan een ander orgaan.

314 In de literatuur worden bovenstaande situaties door elkaar heen gebruikt hetgeen de discussie niet ten goede komt.

315 Zie ook Meijer-Wagenaar 2006, p. 683; Verburg 2015, p. 73; Meijer-Wagenaar 2014, p. 118/119.

worden doorgetrokken naar art. 2:135 lid 4 BW.³¹⁶ Valt de keuze op de strikte interpretatie van art. 2:135 BW, dan volgt daaruit dat er bij non-conformiteit van de vastgestelde bezoldiging met het bezoldigingsbeleid sprake zal zijn van nietigheid.³¹⁷ Wordt gekozen voor de soepeler benadering dan zal een vennootschap in de meeste gevallen gebonden zijn aan de vastgestelde bezoldiging, ondanks dat die bezoldiging niet in overeenstemming is met het bezoldigingsbeleid.³¹⁸

Vorenstaande dient onderscheiden te worden van de vraag of er sprake is van een adviserende of bindende say-on-pay over het bezoldigingsbeleid. Bij een adviserende stem over het bezoldigingsbeleid is de vaststelling van het beleid niet afhankelijk van de desbetreffende stem, terwijl dat wel het geval is bij een bindende stem over het bezoldigingsbeleid. In de onderhavige discussie staat de vraag centraal of het orgaan dat vervolgens de individuele bezoldiging vaststelt dwingend gehouden is aan een reeds vastgesteld bezoldigingsbeleid.

372. De soepele benadering

Naar het oordeel van aanhangers van de meer soepele benadering van art. 2:135 BW is de sanctie nietigheid lastig te verenigen met de termen ‘beleid’ en ‘met inachtneming van’ in art. 2:135 BW. Beide termen impliceren immers een afwijkingsmogelijkheid, aldus Van Slooten en Zaal.³¹⁹ Ook Dortmund zou willen verdedigen dat een besluit dat strijdig is met zoiets vaags als ‘beleid’ niet snel nietig is.³²⁰

Daarnaast wijzen diverse auteurs die voor de meer soepele benadering kiezen op de slotzin van art. 2:135 lid 5 BW.³²¹ Daarin is opgenomen dat het ontbreken

316 Van Slooten & Zaal 2008. Zij refereren nog aan lid 3 en lid 4. Deze leden zijn met de invoering van het spreekrecht voor de ondernemingsraad vernummerd naar lid 4 en lid 5.

317 Aanhangers van deze stroming zijn: Van Veen 2005, p. 209; Meijer-Wagenaar 2006, p. 687; Huijgen/Lennarts 2013, art. 2:135 BW. Zie ook Verburg 2012, p. 235-236; Verbrug 2015, p. 73 e.v.

318 Aanhangers van de stroming zijn Van Slooten & Zaal 2008, casus 4; Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 251; Bulten 2014, p. 115; Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 329 sub d; Groffen, de Monchy & Schoonbrood 2004, p. 25.

319 Van Slooten & Zaal 2008, casus 4.

320 Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 251. Hij maakt overigens onderscheid tussen het ontbreken van een bezoldigingsbeleid in welk geval ieder bezoldigingsbesluit nietig is en een bezoldigingsbesluit dat afwijkt van het bezoldigingsbeleid, welke besluit niet snel nietig is. Zie de kritiek daarop van Huizink 2015, nr. 14.

321 Art. 2:135 lid 5 BW behelst een goedkeuringsbepaling ten aanzien van besluiten van de RvC over variabele beloningsvormen die rechtstreeks op aandelen en/of opties gebaseerd zijn. Deze goedkeuringsbepaling ziet dus niet op virtuele op aandelen of

van de goedkeuring van de algemene vergadering voor regelingen die betrekking hebben op het bezoldigen met aandelen en opties de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het op grond van art. 2:135 lid 5 BW bevoegde orgaan niet aantast.³²² Een soortgelijke regeling ontbreekt in art. 2:135 lid 4 BW. Van Solinge & Nieuwe Weme zijn desalniettemin van mening dat het in strijd met het bezoldigingsbeleid vaststellen van andere bezoldigingselementen dan aandelen en opties, de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het tot vaststelling bevoegde orgaan evenmin aantast.³²³ Evenals Van Slooten en Zaal vinden zij, dat de slotzin van art. 2:135 lid 5 BW analoog van toepassing is op het vaststellen van een bezoldiging dat in strijd is met het bezoldigingsbeleid.³²⁴ Deze gedachte wordt voornamelijk gevoed, doordat – zoals Bulten aangeeft – het voorstel van lid 5 een specifiek onderdeel van het meer algemene bezoldigingsbeleid betreft.³²⁵ Het voorstel heeft immers betrekking op het geaggregeerde niveau en niet op een regeling voor een individuele bestuurder.³²⁶ De slotsom van de soepele benadering is derhalve dat de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het daartoe bevoegde orgaan intact blijft, ook al is de vastgestelde bezoldiging niet in overeenstemming met het bezoldigingsbeleid.³²⁷ De vennootschap is aan de bezoldiging gebonden. Ter onderbouwing van deze gedachte wordt erop gewezen dat, indien de algemene vergadering van oordeel is dat het desbetreffende orgaan zijn bevoegdheden heeft overschreden,

opties gebaseerde variabele beloningsvormen zoals Stock Appreciation Rights of Phantom Stocks. In de regel zullen dergelijke variabele beloningsvormen vallen onder de lange termijn variabele beloningsvormen (LTI's) vanwege het lange termijn karakter van optie- en aandelenplannen. Zie ook Verburg 2015, p. 70; Verburg 2011; Lokin 2014; Lemmers 2014.

- 322 Overigens merkt De Groot op dat onder het goedkeuringsrecht niet alle optie- en aandelenregelingen vallen. Volgens hem ziet art. 2:135 lid 5 BW niet op opties tot het verkrijgen van aandelen die de vennootschap aan de bestuurders overdraagt uit aandelen die zij zelf in haar kapitaal houdt. De Groot 2005, p. 468. Deze gedachte is volgens hem gerechtvaardigd nu art. 2:383d BW expliciet spreekt van rechten tot het nemen of verkrijgen van aandelen, terwijl art. 2:135 lid 5 BW slechts spreekt over rechten tot het nemen van aandelen.
- 323 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009, nr. 329 sub d. Zie ook Groffen, de Monchy & Schoonbrood 2004, p. 25; Van Slooten & Zaal 2008, casus 4. Bulten 2014, p. 115. Anders: Van Veen 2005, p. 209; Verburg 2015, p. 73.
- 324 Meijer-Wagenaar stelt overigens ook dat wanneer het bezoldigingsbeleid niet in acht is genomen en er toch een besluit wordt genomen, er naar haar mening wel geldig vertegenwoordigd is *vergelijk art. 2:135 lid 4 BW* (het huidige art. 2:135 lid 5 BW). Volgens haar is het besluit dat in strijd is met het bezoldigingsbeleid echter alsnog nietig wegens strijd met de wet. Meijer-Wagenaar 2006, p. 687.
- 325 Bulten 2014, p. 115.
- 326 *Kamerstukken I*, 28 179, 2003-2004, B (MvA), p. 15/16. Anders: Bennaars 2015, p. 182.
- 327 Bulten stelt zelfs dat dit geldt voor zowel een besluit dat in strijd is met het beleid als een besluit terwijl het beleid geheel ontbreekt. Bulten 2014, p. 115.

de algemene vergadering uiteraard wel andere sanctiemogelijkheden ter beschikking staan, zoals schorsing, ontslag, aansprakelijkheid en wanbeleid. Wanneer de algemene vergadering wil voorkomen dat individuele bezoldigingsbesluiten worden genomen in strijd met het bezoldigingsbeleid, zal ze deze bevoegdheid niet moeten delegeren.³²⁸

373. De strikte benadering

De soepele benadering zou ik, met het oog op de gedachte achter de aanpassingen van art. 2:135 BW en de parlementaire geschiedenis, niet willen volgen. Toegegeven moet worden dat tekstueel gezien de termen ‘beleid’ en ‘met inachtneming van’ inderdaad ruimte lijken te bieden aan mogelijkheden tot handelen in strijd met of in afwijking van het bezoldigingsbeleid. Uit de wetsgeschiedenis blijkt echter dat de grenzen die het bezoldigingsbeleid stelt, strikt dienen te worden geïnterpreteerd. Op de vraag of, in het geval waarin de bevoegdheid tot vaststelling van de individuele bezoldiging gedelegeerd is aan een ander orgaan, de bezoldiging niet behoefde te worden vastgesteld ‘met inachtneming van het beleid’ antwoorden de ministers bij de behandeling in de Eerste Kamer:

“Ook indien in de statuten een ander orgaan dan de algemene vergadering is aangewezen voor de bepaling van de individuele bezoldiging van een bestuurder, dient die vaststelling plaats te vinden met inachtneming van het bezoldigingsbeleid. Lid 3 [het huidige lid 4, ECHJL] is de grondslag voor aanwijzing van een ander orgaan. Bij grotere vennootschappen met een verspreid aandelenbezit is het gebruikelijk dat de raad van commissarissen de bezoldiging van individuele bestuurders bepaalt. *Hij dient daarbij te blijven binnen de kaders voor bezoldiging die zijn vastgelegd door de algemene vergadering.*” [cursivering ECHJL]³²⁹

En:

“Indien een ander orgaan op grond van de statuten bevoegd is tot vaststelling van de bezoldiging bepaalt de algemene vergadering via het bezoldigingsbeleid *de grenzen waarbinnen die bezoldiging moet worden vastgesteld*. Het is aan de algemene vergadering om te beslissen hoe gedetailleerd zij die grenzen wenst te trekken.” [cursivering ECHJL]³³⁰

De wetgever lijkt geen ruimte te laten aan de raad van commissarissen om een bezoldigingsbesluit te nemen waarmee buiten de kaders van het bezoldigingsbeleid

328 Van Slooten & Zaal 2008, casus 4.

329 *Kamerstukken I*, 2003-2004, 28 179, B, (MvA), 3 maart 2004, p. 15.

330 *Kamerstukken I*, 2003-2004, 28 179, D, p. 7.

wordt getreden.³³¹ Verburg merkt hierover op, dat wat met ‘met inachtneming van het beleid’ is bedoeld weliswaar niet eenvoudig te bepalen kan zijn, maar dat dit de strekking nog niet onduidelijk maakt: de raad van commissarissen zal bij het vaststellen van de individuele bezoldiging de voorwaarden die de wet en de statuten stelt, in acht moeten nemen. De vaststellingsbevoegdheid van de raad van commissarissen is derhalve door de wetgever dwingendrechtelijk ingeperkt met als uiterste grens de kaders van het vastgestelde bezoldigingsbeleid.³³² Nu de vaststellingsbevoegdheid van de raad van commissarissen een vertegenwoordigingsbevoegdheid betreft, lijkt hieruit te volgen dat zodoende ook de vertegenwoordigingsbevoegdheid dwingend is beperkt.

Slechts indien de slotzin van art. 2:135 lid 5 BW analoog kan worden toegepast op het handelen in strijd met het bezoldigingsbeleid is hiervan geen sprake. In dat geval kleurt de uitzondering – de *lex specialis* – de regel.

Tegen deze laatste zienswijze bestaan mijns inziens krachtige argumenten. Het belangrijkste tegenargument is (ironisch genoeg) een tekstuele: deze slotzin is niet opgenomen in art. 2:135 lid 4 BW. Hieruit vloeit naar mijn mening voort dat – behoudens tegenovergestelde aanwijzingen – de wetgever een verschillende benadering voor ogen staat.³³³ Daar komt bij dat het voorstel waarvoor ex lid 5 goedkeuring dient te worden gevraagd weliswaar betrekking heeft op regelingen voor het gehele bestuur, maar volgens de wetgever gezien moet worden als *een uitwerking* van het algemene bezoldigingsbeleid.

“Lid 4 [het huidige lid 5, ECHJL] bevat een specifieke regeling voor de goedkeuring van aandelen- en optieregelingen, die de algemene beleidsbepaling van lid 1 en de invulling daarvan in lid 3 [het huidige lid 4, ECHJL] uitwerkt.”³³⁴

Met de aandelen- en optieregeling van lid 5 wordt aldus het door de algemene vergadering vastgestelde algemene bezoldigingsbeleid nader uitgewerkt (lees: meer gespecificeerd), maar dat laat mijns inziens onverlet dat bij die uitwerking gekleurd dient te worden binnen de lijnen zoals uiteengezet in het bezoldigingsbeleid. Zolang binnen de grenzen van het bezoldigingsbeleid wordt gebleven, ligt het voor de hand dat het ontbreken van een expliciete goedkeuring de vertegenwoordigings-

331 Zie overigens ook *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 52 (Verslag van een wetgevingsoverleg), 3 september 2003, p. 31 waarin de minister over de algemene lijnen stelde: “We hebben bewust niet gekozen voor de term ‘beleid’ omdat dit een grotere volledigheid veronderstelt dan de term ‘algemene lijnen’, die nog wat ruimte laat. De algemene lijnen worden vastgesteld door de aandeelhoudersvergadering. *Daarbinnen* kan de raad van commissarissen besluiten [cursivering ECHJL].” Uiteindelijk is nadrukkelijk wel gekozen voor het opnemen van de term ‘beleid’ in plaats van ‘algemene lijnen’.

332 Verburg 2015, p. 73.

333 Zie in gelijke zin Verburg 2015, p. 73.

334 *Kamerstukken I*, 28 179, 2003-2004, B (MvA), p. 15/16.

bevoegdheid niet aantast. Immers, met het algemene bezoldigingsbeleid heeft de algemene vergadering reeds goedkeuring gegeven aan de raad van commissarissen om binnen deze grenzen de individuele bezoldiging vast te stellen. Het zou onnodige obstakels opwerpen voor de praktijk wanneer de vertegenwoordigingsbevoegdheid vervolgens ook nog zou afhangen van het krijgen van goedkeuring voor de uitwerking van het algemene bezoldigingsbeleid. Die uitwerking is vanuit praktisch oogpunt juist gedelegeerd aan de raad van commissarissen. Sterker nog, om de besluitvorming goed te laten verlopen en zekerheid te verschaffen aan zowel de raad van commissarissen als de bestuurders ligt het voor de hand expliciet op te nemen dat een eventuele goedkeuring voor de nadere uitwerking de vertegenwoordigingsbevoegdheid niet aantast. Dat laat onverlet dat het vragen van goedkeuring alsnog van waarde kan zijn. De wetgever wijst in dit verband onder meer op het risico van verwatering en meer in het algemeen de wijziging die door het toekennen van aandelen en opties wordt aangebracht in de samenstelling van de aandeelhoudersvergadering.³³⁵ Door de verplichting om goedkeuring te vragen voor een dergelijke regeling blijft de algemene vergadering op de hoogte en kan meer specifiek richting worden gegeven aan de invulling van het bezoldigingsbeleid wat het belonen met aandelen en opties betreft. Begrijpelijkerwijze gaat het de wetgever te ver om hiervoor de vertegenwoordigingsbevoegdheid in te perken.

In mijn optiek is aldus de hoofdregel, dat de raad van commissarissen te allen tijde gehouden is om het ‘algemeen’ bezoldigingsbeleid, dat is vastgesteld door de algemene vergadering, te eerbiedigen.³³⁶ Het is aan de algemene vergadering, zoals de wetgever ook opmerkt, om te bepalen hoe gedetailleerd de grenzen van het algemene bezoldigingsbeleid worden getrokken. Is in het bezoldigingsbeleid het toekennen van aandelen en opties niet nader uitgewerkt, dan zal een voorstel ter goedkeuring moeten worden voorgelegd aan de algemene vergadering, waarbij in ieder geval wordt aangegeven hoeveel aandelen of rechten tot het nemen van aandelen aan het bestuur mogen worden toegekend en welke criteria gelden voor toekenning of wijziging. Het uitblijven van een eventuele goedkeuring laat echter onverlet, dat het aangewezen orgaan bevoegd is om binnen de kaders van het bezoldigingsbeleid over te gaan tot het vaststellen van de individuele bezoldiging. Staat het bezoldigingsbeleid dat toe, dan kan deze individuele bezoldiging deels uit aandelen en/of opties bestaan. Treedt de raad van commissarissen zonder dat goedkeuring is verkregen voor de aandelen- en optieregeling met het bezoldigingsbesluit buiten de grenzen van het bezoldigingsbeleid van lid 1, dan is het bezoldigingsbesluit waarin deze regelingen zijn opgenomen alsnog nietig.³³⁷ De vertegen-

335 *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 31 (Tweede Nota van Wijziging), 28 augustus 2003, p. 6/7.

336 Zo volgt immers ook uit een letterlijke interpretatie van de wetsgeschiedenis, zie *Kamerstukken I*, 2003/2004, 28179, B, p. 15.

337 Zie over het geheel of gedeeltelijk ontzeggen van de nietigheid en partiële nietigheid de randnummers 384 en 385.

woordigingsbevoegdheid van de raad van commissarissen wordt in dat geval niet aangetast vanwege het ontbreken van goedkeuring voor het voorstel ex art. 2:135 lid 5 BW, maar vanwege het overschrijden van de grenzen van het bezoldigingsbeleid.³³⁸

374. De wens van de wetgever: deels aan zich houden én deels delegeren

Het beoogde doel dat ten grondslag ligt aan het introduceren van het bezoldigingsbeleid bevestigt de keuze voor de strikte benadering. De wetgever wilde immers de positie van de algemene vergadering bij het vaststellen van de bezoldiging versterken.³³⁹ Daarbij moet in het achterhoofd worden gehouden dat in die periode de managerial powertheorie op haar hoogtepunt was. Het vertrouwen in de onafhankelijkheid van de commissarissen bevond zich daardoor juist op een dieptepunt.³⁴⁰

“Het voorgestelde artikel 2:135 BW beoogt een scheefgroei in de vennootschappelijke verhoudingen te herstellen. Krachtens het bestaande artikel 2:135 BW stellen de aandeelhouders de bezoldiging van bestuurders vast. In de praktijk delegeren zij deze bevoegdheid aan de commissarissen. Dat is praktisch als het gaat om de vaststelling van de bezoldiging van een individuele bestuurder. Maar indien de aandeelhouders niet althans *een deel van de besluitvorming aan zich houden*, wordt het evenwicht in de machtsverhoudingen binnen de vennootschap op dit punt verstoord. Het gewijzigde artikel herstelt die verhoudingen [cursivering ECHJL].³⁴¹

Om tegenwicht te kunnen bieden aan het ‘onderonsje’ tussen commissarissen en bestuurders is ervoor gekozen de positie van de algemene vergadering te versterken door te verplichten dat de algemene vergadering ten minste een deel van de besluitvorming “aan zich zou houden”. Uit de wetgeschiedenis is zelfs op te maken dat de wetgever eraan gedacht heeft een starre regeling op te nemen op grond waarvan de individuele bezoldiging van bestuurders alleen door de algemene vergadering

338 Zie iets terughoudender, maar in gelijke zin Van Veen 2005, p. 209.

339 *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 52, p. 2. Vendrik heeft het er zelfs over dat “de algemene vergadering van aandeelhouders een tamelijk verstrekkende bevoegdheid krijgt”. Zie *Kamerstukken II*, 2002/03, 28 179, nr. 52, p. 19.

340 *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 31 (Tweede Nota van Wijziging), 28 augustus 2003, p. 6. “Commissarissen en bestuurders zijn veelal bekenden van elkaar. Dat «old boy’s network» vermindert het vertrouwen in de onafhankelijkheid van commissarissen.” Zie tevens de opmerking van Minister Donner: “het [wetsvoorstel, ECHJL] gaat over het fundamentele feit dat de salarissen door het bestuur eventueel samen met de commissarissen worden vastgesteld. Daarover is ook de onrust ontstaan. Dat wordt nu doorbroken.” *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 52 (Verslag van een wetgevingsoverleg), 3 september 2003, Donner, p. 29.

341 *Kamerstukken II*, 2002/03, 28179, nr. 51 (Brief van de Minister), p. 2.

zou kunnen worden vastgesteld.³⁴² Daarvan is slechts afgezien vanwege praktische bezwaren.

“Overwogen is de bezoldiging van iedere individuele bestuurder over te laten aan de algemene vergadering van aandeelhouders. Dat kan echter bijzonder lastig zijn. Nederlandse vennootschappen hebben veel buitenlandse aandeelhouders en investeerders die niet steeds in de gelegenheid zijn om alle algemene vergaderingen fysiek bij te wonen. Het organiseren van een vergadering is kostbaar en tijdrovend. Gelet op het beginsel van collectieve verantwoordelijkheid van het bestuur hebben aandeelhouders voorts zelden goed zicht op het functioneren van de individuele bestuurder. Niet ondenkbaar is dat aandeelhouders in de praktijk een deel van het uitvoerend werk willen delegeren aan de commissarissen. Dan kunnen zij de expertise van de commissarissen benutten. De raad van commissarissen kan voorts eenvoudiger met een (mogelijke) bestuurder onderhandelen.”³⁴³

Strijdig met de wil van de wetgever is mijns inziens dan ook de stelling, dat de algemene vergadering de vaststellingsbevoegdheid maar niet moet delegeren indien de algemene vergadering wil voorkomen dat individuele bezoldigingsbesluiten worden genomen in strijd met het bezoldigingsbeleid.³⁴⁴ Voor de aanpassing van art. 2:135 BW in 2004 hadden aandeelhouders slechts de keuze om het vaststellen van de bezoldiging óf aan zich te houden óf te delegeren en iedere (directe) invloed uit handen te geven. Indien een bezoldigingsbesluit, dat in strijd is met het bezoldigingsbeleid, toch geldig zou zijn, dan is er weinig veranderd ten opzichte van deze oude situatie.³⁴⁵ Mijns inziens is dit juist niet wat de wetgever voor ogen stond bij de introductie van de (huidige) leden 1, 4 en 5 van art. 2:135 BW.³⁴⁶ De wetgever wilde een én/én-situatie creëren.³⁴⁷ Én dwingendrechtelijke invloed van

342 Van Slooten en Zaal wijzen ook op de wens van de wetgever voor een flexibele regeling in plaats van een starre. Daarbij wordt mijns inziens gemist dat de wetgever als starre regeling aanduidt de regeling dat de individuele bezoldiging slechts door de AVA kan worden vastgesteld. De flexibele regeling is aldus dat een deel van de besluitvorming kan worden gedelegeerd, maar betekent niet dat de wetgever daarmee impliceert dat dus afgeweken mag worden van het bezoldigingsbeleid of dat de individuele bezoldiging daarmee in strijd mag zijn. Van Slooten & Zaal 2008, casu 4.

343 *Kamerstukken II*, 28 179, nr. 31 (Tweede Nota van Wijziging), 28 augustus 2003, p. 6.

344 Van Slooten & Zaal 2008, casus 4.

345 Uiteraard is er wel iets veranderd. De raad van commissarissen heeft nu een beleid waar hij rekening mee moet houden en welke grenzen kunnen worden overschreden, in tegenstelling tot de situatie voor 2004. Wat de besluitvorming en vertegenwoordigingsbevoegdheid betreft zou er echter niets veranderd zijn en juist op dat onderdeel wenste de wetgever de positie van de AVA te versterken.

346 Zie ook de hiervoor geciteerde passage waarin expliciet wordt gesteld dat de AVA ten minste een deel van de besluitvorming aan zich moet houden.

347 In gelijke zin Bennaars 2015, p. 184.

de algemene vergadering op de besluitvorming rondom bezoldiging én de mogelijkheid om gebruik te maken van de expertise en besluitvaardigheid van de raad van commissarissen bij het vaststellen van de bezoldiging.³⁴⁸ Juist bij beursgenoteerde vennootschappen is een dergelijke én/én-situatie onontbeerlijk, aangezien er in het andere geval geen reële keuze overblijft.³⁴⁹

Het ligt derhalve in lijn met de wetsgeschiedenis en het doel van de aanpassingen van art. 2:135 BW in 2004, dat de aandeelhouders het speelveld bepalen en dat de raad van commissarissen daarbinnen dienen te blijven op straffe van nietigheid. De algemene vergadering kan zelf bepalen hoe strikt het beleid wordt vormgegeven. Kiest de algemene vergadering voor een ruim bezoldigingsbeleid, dan heeft de raad van commissarissen veel vrijheid bij de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders. Kiest de algemene vergadering daarentegen voor een beperkt bezoldigingsbeleid, dan kan de algemene vergadering op die manier de vrijheid van de raad van commissarissen inperken, zonder dat de voordelen van het delegeren van de vaststelling van de individuele bezoldiging de algemene vergadering worden ontnomen.

Daarbij dient overigens niet vergeten te worden dat het voorstel tot het beleid wordt opgesteld door de raad van commissarissen, waardoor de raad van commissarissen in beginsel enige sturing houdt.³⁵⁰ In de praktijk wordt het bezoldigingsbeleid door (beursgenoteerde) vennootschappen dan ook vrij ruim geformuleerd om de raad van commissarissen de nodige armslag te geven, zodat ingespeeld kan worden op de actualiteit zonder telkens bij de AVA aan te moeten kloppen.³⁵¹

De strikte benadering is ook in overeenstemming met de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn, waarin is bepaald dat vennootschappen hun bestuurders steeds in overeenstemming met het door de algemene vergadering goedgekeurde bezoldigingsbeleid moeten belonen.³⁵² Een keuze voor de strikte benadering zorgt ervoor

348 *Kamerstukken II*, 28 179, 2002/03, nr. 31 (Tweede nota van wijziging), 28 augustus 2003, p. 6.

349 Zoals de hiervoor aangehaalde passage in de tweede nota van wijziging laat zien, is het bij beursgenoteerde vennootschappen van essentieel belang om een deel van het uitvoerend werk, waaronder het vaststellen van de individuele bezoldiging van bestuurder, te delegeren aan de raad van commissarissen. Bij een beursgenoteerde onderneming heeft de AVA derhalve niet de keuze om de vaststelling van de individuele bezoldiging aan zich te houden.

350 Zie ook Verburg 2015, p. 74 die stelt dat de raad van commissarissen absoluut niet aangemerkt kan worden als ‘innocent bystander’, omdat het bezoldigingsbeleid stevast onder verantwoordelijkheid van de raad van commissarissen wordt geredigeerd en ter vaststelling aan de AVA wordt aangeboden.

351 Zie Verburg 2015, p. 74; Schoordijk 2010, p. 269.

352 Art. 9a lid 2 Richtlijn (EU) 2017/828.

dat op dit onderdeel implementatie overbodig is. Desalniettemin zou een verduidelijking in de wetstekst welkom zijn.

375. Vaststelling van de bezoldiging zonder bezoldigingsbeleid

Dat brengt mij bij het bespreken van de drie afzonderlijke situaties die zich voor kunnen doen:

- i) de bezoldiging wordt vastgesteld bij afwezigheid van het bezoldigingsbeleid;
- ii) de vastgestelde bezoldiging is in strijd met het bezoldigingsbeleid; en
- iii) de vastgestelde bezoldiging wijkt af van het bezoldigingsbeleid.

Om te beginnen een antwoord op de vraag wat rechtens is wanneer het bezoldigingsbeleid ontbreekt.³⁵³ Zoals uiteengezet, dienen de woorden ‘met inachtneming van het beleid’ geïnterpreteerd te worden op een dwingende manier, waarbij de individuele bezoldiging binnen de grenzen van het beleid dient te worden vastgesteld. Maar zelfs als een minder strikte wijze wordt aangehangen, zal als minimale voorwaarde gelden dat bij het vaststellen van de individuele bezoldiging het bezoldigingsbeleid minstens *in consideratie* dient te worden genomen. De aanwezigheid van een bezoldigingsbeleid lijkt dan ook in alle gevallen een vereiste voor het rechtsgeldig kunnen nemen van een bezoldigingsbesluit.³⁵⁴ Bij afwezigheid van het bezoldigingsbeleid lijkt mij ieder bezoldigingsbesluit dan ook nietig op

353 Afwezigheid van een bezoldigingsbeleid lijkt mij overigens vrij hypothetisch bij beursgenoteerde vennootschappen. In dit kader rijst wel de vraag of de naamloze vennootschap nog een bezoldigingsbeleid heeft na een fusie of splitsing. Ik zou menen dat bij een fusie de naamloze vennootschap in beginsel een bezoldigingsbeleid heeft, wellicht zelfs twee. Bij een splitsing geldt het bezoldigingsbeleid van de oorspronkelijke vennootschap naar mijn mening in beginsel als het bezoldigingsbeleid van de nieuwe naamloze vennootschappen. De naamloze vennootschap kan haar bestuurders dus blijven belonen overeenkomstig haar bestaande praktijk. Wel is er sprake van een dusdanige verandering dat daaruit naar mijn mening de verplichting ontstaat om op de volgende algemene vergadering een herzien beleid ter goedkeuring voor te leggen.

354 Van Veen wijst nog op art. 2:158/268 lid 3 BW dat betrekking heeft op de benoeming van commissarissen. Uit de toelichting op dat artikel blijkt dat de strekking daarvan is dat het bestaan van een profielschets een voorwaarde is voor de benoeming van de commissarissen. Is er geen profielschets vastgesteld, dan is de benoeming van commissarissen niet mogelijk, althans zo lijkt het standpunt van de minister. Zie *Kamerstukken II* 28 179, nr. 52 (Verslag van een wetgevingsoverleg), p. 26. Het vereiste van het hebben van een bezoldigingsbeleid acht Van Veen zelfs strikter voortvloeien uit de wet, hetgeen duidt op een onmogelijkheid om het bezoldigingsbesluit te nemen bij afwezigheid van een bezoldigingsbeleid. Van Veen 2005, p. 208.

grond van art. 2:14 BW.³⁵⁵ Bij de oprichting van een naamloze vennootschap dient dus nagedacht te worden over het bezoldigingsbeleid.

In de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn is opgenomen dat, indien er nog geen bezoldigingsbeleid is goedgekeurd en de algemene vergadering het voorgestelde beleid niet goedkeurt, de vennootschap haar bestuurders kan blijven belonen overeenkomstig haar bestaande praktijk en zij op de volgende algemene vergadering een herzien beleid ter goedkeuring voorlegt.³⁵⁶ Deze regeling lijkt te dienen als een overgangsbepaling voor lidstaten waar de verplichting tot het hebben van een bezoldigingsbeleid nog niet bestaat. Bestaat deze verplichting al wel, dan zal het niet snel voorkomen dat een naamloze vennootschap geen bezoldigingsbeleid heeft maar wel kan blijven belonen overeenkomstig een bestaande praktijk.

In het achterhoofd dient gehouden te worden dat het vereiste van het hebben van een bezoldigingsbeleid in het leven is geroepen om de balans binnen de vennootschappelijke verhoudingen te herstellen en de algemene vergadering meer grip te laten krijgen op de bezoldiging van bestuurders.³⁵⁷ Er is dan ook een uitzondering op voorgenoemde regel. Is de algemene vergadering zelf bevoegd de individuele bezoldiging vast te stellen en neemt de algemene vergadering een bezoldigingsbesluit terwijl een bezoldigingsbeleid ontbreekt, dan is er mijns inziens geen sprake van een nietig bezoldigingsbesluit.³⁵⁸

Ik ben mij ervan bewust dat een letterlijke lezing van art. 2:135 lid 4 BW dit niet lijkt toe te staan. Daarin is immers opgenomen dat de algemene vergadering de bezoldiging met inachtneming van het bezoldigingsbeleid vaststelt, tenzij de statuten een ander orgaan aanwijzen. Toch zou ik niet vast willen houden aan de regel dat de algemene vergadering het bezoldigingsbesluit met inachtneming van het door de algemene vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid moet nemen. Des te meer omdat het bezoldigingsbesluit in dergelijke gevallen onder omstandigheden zelfs gezien zou kunnen worden als een (gedetailleerd) bezoldigingsbeleid.³⁵⁹ De wetgever doet er goed aan de wetstekst aan te passen om voor meer duidelijkheid te zorgen.

355 Zie in gelijke zin Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 251; Van Slooten & Zaal 2008, casus 1. Anders: Bulten 2014, p. 115, waarin zij stelt dat de tegenwoordigingsbevoegdheid van het daartoe aangewezen orgaan intact blijft.

356 Art. 9a lid 2 Richtlijn (EU) 2017/828.

357 Zie onder andere *Kamerstukken II*, 2002/03, 28179, nr. 51 (Brief van de Minister), p. 2.

358 Immers, dan is voldoende tegemoet gekomen aan de onderliggende gedachte achter art. 2:135 lid 1 jo lid 4 BW dat de positie van de aandeelhouders versterkt diende te worden. Zie ook Bulten 2014, p. 114/115; Verburg 2015, p. 74/75.

359 Mocht wel nietigheid worden aangenomen dan zou art. 2:8 BW eventueel kunnen verhinderen dat de algemene vergadering of de vennootschap een beroep toekomt op

376. Vaststelling van de bezoldiging in strijd met het bezoldigingsbeleid

De afwezigheid van een bezoldigingsbeleid lijkt op het eerste gezicht in wezen anders dan het vaststellen van de bezoldiging in strijd met het bezoldigingsbeleid.³⁶⁰ In het eerste geval kan in het geheel geen bezoldiging worden vastgesteld wegens het niet voldoen aan een minimale vereiste, terwijl in het tweede geval weliswaar een bezoldiging kan worden vastgesteld zolang binnen de grenzen van dit beleid wordt gebleven. Wat de sanctie betreft is er geen wezenlijk verschil tussen beide. In allebei de gevallen is er sprake van een nietig bezoldigingsbesluit.³⁶¹

Primair komt de nietigheid voort wegens strijd met de wet of statuten.³⁶² De vraag is of strijd met de wet gebaseerd is op handelen door een onbevoegd orgaan of anderszins moet worden aangenomen. Meijer-Wagenaar stelt bijvoorbeeld, dat er wel vertegenwoordigingsbevoegd is gehandeld, maar dat het bezoldigingsbesluit

deze nietigheid, onder verwijzing naar o.a. HR 17 december 1982, *NJ* 1983/480 (Bibolini); Rechtbank Amsterdam 15 oktober 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:7118, r.o. 4.4 (Imeko II) (maar zie ook Hof Amsterdam 23 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1951, r.o. 3.11 (Imeko III)). Zie hierover randnummer 340.

360 Zie onder andere Van Slooten en Zaal die een verschil maken tussen de afwezigheid van het bezoldigingsbeleid en handelen in strijd met het bezoldigingsbeleid. Van Slooten & Zaal 2008, p. 296. In gelijke zin ook Dortmund die stelt dat een bezoldigingsbesluit dat wordt genomen zonder een daaraan ten grondslag liggend bezoldigingsbeleid nietig is. Het bezoldigingsbesluit dat afwijkt van het bezoldigingsbeleid is daarentegen niet snel nietig. Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 251. Bulten, daarentegen, is van mening dat het bezoldigingsbesluit rechtsgeldig is onafhankelijk van de vraag of een bezoldigingsbeleid aanwezig is of het besluit in strijd is met het beleid. Bulten 2014, p. 115.

361 Zie ook Huizink 2015, nr. 14. In dit geval kan art. 3:41 BW (jo 3:59 BW) van toepassing zijn. Betreft de grond voor nietigheid slechts een deel van een rechtshandeling, dan blijft deze voor het overige in stand, voor zover dit, gelet op inhoud en strekking van de handeling, niet in onverbreeklijk verband met het nietige deel staat. Zie ook de randnummers 384 en 385 over het geheel of deels ontzeggen van de werking aan nietige vertegenwoordigingshandelingen. Zie verder het Connexxion-arrest waarin de rechter niet toekomt aan de vraag of een clause in de arbeidsovereenkomst nietig is vanwege strijd met het bezoldigingsbeleid. Rechtbank Utrecht 22 september 2010, ECLI:NL:RBUTR:2010:BO2907 (Connexxion), r.o. 4.16. De wederpartij had aangedragen dat deze clause wel rechtsgeldig tot stand is gekomen omdat de aandeelhouders op een later moment wisten dat de regeling uit de eerder overeengekomen arbeidsovereenkomst bij zijn ontslag zou moeten worden toegepast.

362 Meijer-Wagenaar 2006, p. 687; Huizink 2015, nr. 14. Zie ook Rechtbank Rotterdam 30 maart 2011, *JAR* 2011/128 (De Vries/Econosto).

nietig is wegens strijdigheid met de wet.³⁶³ Naar mijn mening is deze nietigheid de resultante van de vertegenwoordigingsonbevoegdheid van de raad van commissarissen om buiten de grenzen van het bezoldigingsbeleid bezoldigingsafspraken overeen te komen. Er is in dit geval niet zozeer sprake van vertegenwoordiging door een compleet onbevoegd orgaan, maar door een orgaan dat geen autonome vertegenwoordigingsbevoegdheid heeft. De vertegenwoordigingsbevoegdheid van de raad van commissarissen wordt beperkt, zowel door de aanwezigheid van het bezoldigingsbeleid als de grenzen die gesteld worden door het bezoldigingsbeleid. In die zin kan het bezoldigingsbeleid dan ook het beste worden gezien als ware er sprake van een vooraf vereiste wettelijke goedkeuring of toestemming. De nietigheid komt in dat geval voort uit het ontbreken hiervan.³⁶⁴

Opgemerkt dient te worden dat het aanmerken van het bezoldigingsbeleid als ware het een vereiste voorafgaande goedkeuring geen direct precedent heeft. De interpretatieruimte beperkt zich in dergelijke gevallen normaliter tot de vraag óf goedkeuring gevraagd moet worden. Staat dat eenmaal vast, dan wordt vervolgens de goedkeuring (indien daarom wordt gevraagd) gegeven of onthouden. Bij het bezoldigingsbeleid is sprake van het omgekeerde. Vaststaat dat ‘goedkeuring’ moet worden gevraagd doordat is bepaald dat de bezoldiging wordt vastgesteld met inachtneming van het beleid. De interpretatieruimte ziet vervolgens op de reikwijdte van de goedkeuring: de grenzen van het bezoldigingsbeleid. Vanwege de bijzondere positie van de bestuurder als actor binnen de deelrechtsorde en als ‘derde’, acht ik het aanmerken van het bezoldigingsbeleid als voorafgaande vereiste goedkeuring gerechtvaardigd. Daarnaast is er mijns inziens nog een belangrijke reden om de mening te zijn toegedaan dat de nietigheid voortkomt uit het ontbreken van de

363 Meijer-Wagenaar stelt dat “het inacht nemen van het beleid een voorwaarde is voor de vertegenwoordigingsbevoegdheid. Wanneer het bezoldigingsbeleid niet in acht is genomen en er toch een besluit wordt genomen, is er naar mijn mening wel geldig vertegenwoordigd (vergelijk art. 2:135 lid 4 BW) [het huidige art. 2:135 lid 5 BW, toevoeging ECHJL], maar het besluit dat in strijd met het bezoldigingsbeleid is genomen, is mijns inziens nietig, namelijk in strijd met de wet (art. 2:14 BW).” Meijer-Wagenaar 2006, p. 687. Ze lijkt zichzelf tegen te spreken. Immers, eerst is het in acht nemen van het bezoldigingsbeleid nog een voorwaarde om te vertegenwoordigen en vervolgens is er, ondanks het niet in acht nemen van het bezoldigingsbeleid, geldig vertegenwoordigd (maar is het besluit alsnog nietig wegens strijdigheid met de wet). Ook Huizink stelt dat een bezoldigingsbesluit, dat genomen is in strijd met het bezoldigingsbeleid, strijdig is met de wet en daarom nietig. Hij laat in het midden of in dat geval wel rechtsgeldig vertegenwoordigd is. Huizink 2015, nr. 14.

364 Deze benadering sluit mijns inziens ook beter aan bij de gedachte dat art. 2:135 lid 4 BW een vertegenwoordigingsbepaling is. Deze vertegenwoordigingsbevoegdheid is, indien statutair gedelegeerd aan een orgaan, niet autonoom. De algemene vergadering kan beperkingen opleggen aan de vertegenwoordigingsbevoegdheid bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders.

vereiste goedkeuring: bekrachtiging van een nietig bezoldigingsbesluit door de algemene vergadering is dan mogelijk.³⁶⁵

377. Vernietigbaarheid?

Bennaars is van mening dat, wanneer een individueel bezoldigingsbesluit in strijd is met het bezoldigingsbeleid, er beter gekozen kan worden voor de sanctie vernietigbaarheid op grond van art. 2:15 lid 1 sub a BW.³⁶⁶ Zij wijst erop dat de wet een regel geeft over hoe de besluitvorming *tot stand moet komen*, namelijk met inachtneming van het beleid. Daarbij komt dat de Code voor beursgenoteerde vennootschappen ervan uitgaat dat een reglement bestaat voor de remuneratiecommissie van de raad van commissarissen.³⁶⁷ Het is volgens Bennaars dan ook meer dan aannemelijk dat in dat reglement is opgenomen dat de individuele bezoldiging van bestuurders wordt vastgesteld met inachtneming van het bezoldigingsbeleid. Besluitvorming in strijd met een reglement is vernietigbaar (artikel 2:15 lid 1 sub c BW). Ook dit is volgens Bennaars een argument om de sanctie vernietigbaarheid en niet nietigheid te aanvaarden.³⁶⁸ Een laatste argument is volgens haar dat vernietigbaarheid een juistere sanctie is omdat de algemene vergadering daardoor een termijn van een jaar wordt geboden om vernietiging te vorderen. Doet zij dat niet, dan kan zij zich kennelijk vinden in de afwijking van het beleid.³⁶⁹

Deze zienswijze zou ik niet willen volgen. Naar mijn mening is de sanctie vernietigbaarheid slechts weggelegd voor *procedurele* totstandkomingsvereisten.³⁷⁰ Het ‘in acht nemen’ van het bezoldigingsbeleid kan niet worden gezien als louter een ‘procedurevereiste’. Op grond van het huidige systeem lijkt nietigheid mij daarom de enige oplossing. Het feit dat, aangespoord door de Code, het bezoldigingsbeleid veelal zal worden opgenomen in een reglement maakt dat niet anders.³⁷¹ Daarnaast lijkt mij, dat het risico voor het vaststellen van een bezoldiging in strijd met het bezoldigingsbeleid bij de bestuurder (en eventueel de raad van commissarissen) zou moeten liggen en niet bij de algemene vergadering. Is er sprake van vernietig-

365 Art. 2:14 lid 2 BW.

366 Bennaars 2015, p. 182.

367 Zij doelt hier op de Code 2008.

368 Bennaars 2015, p. 183.

369 Bennaars 2015, p. 184.

370 Denk bijvoorbeeld aan het niet op juiste wijze oproepen van de algemene vergadering. Zie o.a. art. 2:113 t/m 117 BW. Daarbij is het geenszins zo dat alle totstandkomingsvereisten als sanctie vernietigbaarheid kennen. Gebreken in fundamentele totstandkomingsvereisten, zoals bijvoorbeeld het niet voldoen aan een quorumvereiste, levert nietigheid van het besluit op.

371 Is het bezoldigingsbeleid opgenomen in een reglement dan is het strijdige bezoldigingsbesluit dus nietig en ‘ten overvloede vernietigbaar’ wegens strijd met een reglement.

baarheid, dan treedt een verjaringstermijn in werking. Het initiatief komt in dat geval dus bij de aandeelhouders te liggen om actie te ondernemen, terwijl de raad van commissarissen en het bestuur afwijken of in strijd handelen met het voor hun vastgestelde bezoldigingsbeleid. Mijns inziens ligt, mede gezien de hiervoor uiteengezette achterliggende gedachte van de wetgever dat ten grondslag lag aan de invoering van het bezoldigingsbeleid, juist in de rede dat nietigheid (mèt de mogelijkheid tot bekrachtiging) een gepastere sanctie is. Daarbij roep ik de gedachte van de wetgever in herinnering dat nietigheid in bepaalde gevallen beter past dan vernietigbaarheid omdat “andere organen zich anders gemakkelijker aan machtsusurpatie kunnen schuldig maken dan de algemene vergadering, en niet ondenkbaar is dat zulks dan verborgen blijft voor de leden of aandeelhouders”.³⁷² Het bezoldigingsbeleid is juist in het leven geroepen om ervoor te zorgen dat een onderonsje tussen de raad van commissarissen en de bestuurder wordt voorkomen. De sanctie nietigheid zorgt ervoor dat de raad van commissarissen wordt aangespoord om vooraf goedkeuring te vragen of, indien dat niet mogelijk is, open kaart te spelen en achteraf bekrachtiging voor te stellen. Daarbij acht ik, als gezegd, tevens van belang, dat de raad van commissarissen in de regel het bezoldigingsbeleid opstelt en het beleid veelal ruimte zal laten voor bijzondere omstandigheden.

378. Vaststelling van de bezoldiging in afwijking van het bezoldigingsbeleid

Ten slotte kan het voorkomen, dat het bezoldigingsbeleid niet voorziet in een bepaalde regeling die vervolgens wel wordt overeengekomen tussen de raad van commissarissen en de bestuurder. De vraag rijst of buiten de grenzen van het bezoldigingsbeleid wordt getreden in het geval waarin een bepaalde regeling afwijkt van het bezoldigingsbeleid? Of is hiervan geen sprake wanneer in het bezoldigingsbeleid geen verbod tot het aangaan van een dergelijke regeling is opgenomen?

Zie ter illustratie De Vries/Econosto.³⁷³ In deze uitspraak beriep de ontslagen bestuurder zich op een afvloeiingsregeling die aan de bestuurder door de raad van commissarissen was toegezegd vanwege zijn vertrek binnen een jaar na een overname. De vergoeding betrof drie jaarsalarissen. Het bezoldigingsbeleid voorzag niet in enige regeling bij einde dienstverband. Onder het hoofdstuk ‘Afvloeiingsregeling’ was slechts bepaald dat met de raad van bestuur geen afvloeiingsregeling overeengekomen was. De rechtbank achtte verdedigbaar dat een bezoldigingsbesluit dat afwijkt van het bezoldigingsbeleid nietig is wegens strijd met de wet.³⁷⁴ De bezoldiging dient te blijven binnen de beleidskaders, aldus de rechtbank, onder verwijzing naar de wetgeschiedenis.³⁷⁵ Naar het oordeel van

372 HR 15 september 1995, *NJ* 1996, 139 (Stratenmakersbedrijf Kuijpers), r.o. 3.3.

373 Rechtbank Rotterdam 30 maart 2011, *JAR* 2011/128 (De Vries/Econosto).

374 Zie r.o. 5.3.

375 *Kamerstukken I*, 2003/2004, 28 179, B, p. 15.

de rechtbank kon in de onderhavige situatie echter niet zonder meer worden gesteld dat de raad van commissarissen buiten het kader van het bezoldigingsbeleid van de algemene vergadering was getreden door de afvloeiingsregeling met de bestuurder te treffen. Immers, dat met de raad van bestuur geen afvloeiingsregeling was overeengekomen, betekent niet dat er in bijzondere omstandigheden geen mogelijkheid bestond alsnog een dergelijke regeling met een individuele bestuurder overeen te komen. Het bezoldigingsbeleid bevatte immers geen verbod. In casu speelde overigens ook een belangrijke rol, dat de bestuurder onweersproken had gesteld dat de aandeelhouders van Econosto de afvloeiingsregeling hadden bekrachtigd en dat ook Eriks, als toekomstig aandeelhouder, met de afvloeiingsregeling had ingestemd. De rechtbank overwoog dat de bedoeling van artikel 2:135 BW juist is om de positie van de algemene vergadering van aandeelhouders te versterken. Nu de aandeelhouders met de afvloeiingsregeling hebben ingestemd, was een beroep op artikel 2:135 BW in dat licht gezien naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar, zoals bedoeld in artikel 2:8 BW.³⁷⁶

De Econosto-uitspraak heeft aanleiding gegeven tot de gedachte dat afwijken van het bezoldigingsbeleid geoorloofd is bij het ontbreken van een uitdrukkelijk verbod.³⁷⁷ De algemene regel dat het ontbreken van een verbod in het bezoldigingsbeleid moet worden gezien als een impliciet instemmen van de algemene vergadering met de bevoegdheid tot het aangaan van een bepaalde bezoldigingsvorm waar het bezoldigingsbeleid verder over zwijgt, moet mijns inziens niet worden aanvaard.³⁷⁸ In art. 2:135 lid 1 BW is immers expliciet opgenomen dat het bezoldigingsbeleid ten minste de in art. 2:383c t/m e BW genoemde onderwerpen dient te bevatten. Reden voor het invoeren van dit vereiste is, dat voorkomen moest worden dat er anders ‘geruis’ zou ontstaan in bonusland. Iedere onduidelijkheid moest worden weggenomen over de vraag over welke bezoldigingsvormen in het bezoldigingsbeleid de algemene vergadering zich mocht uitlaten, zodat zou worden voorkomen dat de raad van commissarissen zichzelf een discretionaire ruimte zou verschaffen om regelingen overeen te komen waar het bezoldigingsbeleid niet op ziet.³⁷⁹

376 Zie r.o. 5.2 t/m 5.4.

377 Abma e.a. 2017, p. 58 e.v.

378 De rechtbank oordeelde mijns inziens terecht dat de aandeelhouders de afvloeiingsregeling hadden bekrachtigd. Daarnaast kan ik mij tevens vinden in de overweging van de rechtbank dat in het onderhavige geval vanwege de instemming met de afvloeiingsregeling door de aandeelhouders een beroep op artikel 2:135 BW naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar was. Ook speelt naar mijn mening in onderhavige casus mee dat in het bezoldigingsbeleid was opgenomen dat er geen afvloeiingsregeling was getroffen, hetgeen doet vermoeden dat dit wel tot de mogelijkheden behoort. Er is dus ofwel geen sprake van handelen in afwijking van het beleid, dan wel sprake van bekrachtiging, dan wel sprake van dusdanige omstandigheden dat een beroep op de gevolgen van de nietigheid niet mag worden gehonoreerd.

379 Zie hierover randnummer 364.

Wanneer een bepaald onderwerp niet wordt opgenomen in het bezoldigingsbeleid, dan hoeft dat dat mijns inziens niet per se te leiden tot de vaststelling dat het bezoldigingsbeleid niet voldoet aan de voorwaarde zoals opgenomen in art. 2:135 lid 1 BW en dus nietig is wegens strijd met de wet. Daarvoor is de eis dat ten minste alle in art. 2:383c t/m e BW genoemde onderwerpen in het bezoldigingsbeleid dienen te worden opgenomen, niet bedoeld. Dat wil echter niet zeggen dat het niet opnemen van bepaalde van deze onderwerpen, zonder consequenties kan blijven. Ik zou menen dat deze consequenties zich manifesteren doordat het bezoldigingsbeleid de reikwijdte beperkt van de toe te kennen bezoldigingsvormen. Zwijgt het bezoldigingsbeleid dus over het onderwerp ‘uitkeringen bij beëindiging dienstverband’ (art. 2:383c sub c BW), dan stelt de algemene vergadering daarmee vast dat een dergelijke vorm van bezoldiging niet mogelijk is. Daarbij is onder meer van belang dat het bezoldigingsbeleid stevast door de raad van commissarissen wordt opgesteld en ter vaststelling wordt voorgelegd aan de algemene vergadering. Als de raad van commissarissen dus de mogelijkheid wil hebben om bepaalde bezoldigingsvormen toe te kennen, dan dient hij deze mogelijkheid op te nemen in het ter vaststelling voorgelegde bezoldigingsbeleid zodat de algemene vergadering daar expliciet over kan beslissen. Daardoor wordt tevens voorkomen dat de raad van commissarissen een prikkel heeft om niet alle onderwerpen van art. 2:383c t/m e BW op te nemen in het bezoldigingsbeleid om zo zijn discretionaire bevoegdheid te verruimen.

379. Onderscheid tussen structurele of ad hoc afwijkingen?

Aan het hier voorgaande zou ik graag nog het volgende willen toevoegen. In de literatuur wordt ten aanzien van afwijkingen van het bezoldigingsbeleid wel onderscheid gemaakt tussen structurele afwijkingen en ad hoc afwijkingen. Dit onderscheid komt voort uit de wens om, indien de situatie daarom vraagt, de raad van commissarissen de ruimte te geven eenmalig af te wijken van het bezoldigingsbeleid.³⁸⁰ Verburg wil bijvoorbeeld niet zover gaan dat handelen in strijd met het bezoldigingsbeleid geen nietigheid met zich brengt. Wanneer er in de visie van de raad van commissarissen echter goede gronden zijn om op ad hoc basis af te wijken op een wijze die niet in het bezoldigingsbeleid is verboden of voorzien of die anderszins past binnen de aanduiding ‘met inachtneming van het beleid’, dan geeft dat in zijn visie geen nietigheid. Het niet verbieden in het bezoldigingsbeleid van eenmalige (of als eenmalig uit te leggen) uitzonderingen op de beleidsregels moet volgens hem worden uitgelegd als aanvaarding door de algemene

380 Daarmee wordt tegemoet gekomen aan de opmerking van Van Slooten en Zaal dat de woorden ‘met inachtneming van’ en ‘beleid’ lijken te wijzen op een afwijkmogelijkheid. Van Slooten & Zaal 2008, casus 4.

aandeelhoudersvergadering dat de raad van commissarissen binnen de grenzen van art. 2:8 BW aan de slag kan. Bij structurele (of als structureel te duiden) afwijkingen geldt deze wetsuitleg niet.³⁸¹

Vorengenoemde wens is begrijpelijk, maar verhoudt zich mijns inziens slecht met een keuze voor de meer strikte interpretatie van art. 2:135 BW die de wetgever voorstaat. Daarbij is van belang dat juist bij bevoegdhedenvraagstukken, zoals het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders, rechtszekerheid voorop staat en de redelijkheid en billijkheid slechts een rol op de achtergrond spelen.³⁸² Bij art. 2:135 lid 4 BW spelen twee vragen die de rechtszekerheid aangaan. Allereerst is daar de vraag welk orgaan in beginsel bevoegd is de individuele bezoldiging vast te stellen.³⁸³ Vervolgens speelt de vraag tot hoever deze bevoegdheid reikt.

Wordt gekozen voor de soepele benadering waarbij de slotzin van art. 2:135 lid 5 BW analoog wordt toegepast op lid 4, dan is deze vertegenwoordigingsbevoegdheid onbeperkt en onvoorwaardelijk, met als gevolg dat de invloed van de algemene vergadering op de besluitvorming verwaarloosbaar is. Er bestaat in dat geval weliswaar duidelijkheid over de vraag of de vennootschap gebonden is, maar er blijft rechtsonzekerheid bestaan vanwege een mogelijke aansprakelijkheid dat als het zwaard van Damocles boven het hoofd van de leden van de raad van commissarissen blijft hangen.

Het lijkt mij niet bevorderlijk voor het vaststellen van de bezoldiging wanneer de vennootschap wel gebonden is aan een bezoldiging die in strijd is met of afwijkt van het bezoldigingsbeleid, maar de leden van de raad van commissarissen een vordering uit aansprakelijkheid boven het hoofd hangt. Dat is wel de consequentie wanneer gekozen wordt voor de soepeler benadering van art. 2:135 BW. Betoogd kan worden dat voornoemde rechtsonzekerheid wellicht beperkt is, aangezien de rechter de gegeven rechtvaardiging voor het afwijken van het beleid terughoudend zal toetsen. Een rechtvaardiging is snel gevonden. Daarnaast is het voor een aandeelhouder moeilijk om zelf een aansprakelijkheidsvordering in te stellen. In dat geval is de ‘versterking van de positie van de aandeelhouders’ welke de aanpassingen van art. 2:135 BW in 2004 moesten bewerkstelligen een wassen neus, hetgeen mijns inziens bevestigt dat de soepeler benadering niet de juiste weg is.

381 Verburg 2015, p. 74/75.

382 Zie bijvoorbeeld HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (ABN Amro). Derden moeten erop kunnen vertrouwen dat de rechtshandelingen verricht door een orgaan van de vennootschap die in overeenstemming zijn met de wet en de statuten in beginsel onaantastbaar zijn. En voorzover zij wel aantastbaar zijn, bestaat de mogelijkheid daartoe slechts op rechtsgronden die uit de statuten of de wet voor derden bekend hadden kunnen zijn. Zie tevens Timmerman 2013, p. 245-248.

383 In het Imeko-arrest benadrukte de Hoge Raad expliciet dat de rechtszekerheid in een dergelijk geval voorop staat. HR 6 januari 2012, *NJ* 2012/336 m.nt. Van Schilfgaarde (Imeko Holding/B&D Beheer).

Wordt gekozen voor de strikte benadering dan is de vertegenwoordigingsbevoegdheid beperkt tot de uiterste grenzen van het bezoldigingsbeleid. Enige interpretatieruimte is bij de strikte benadering van art. 2:135 BW onvermijdelijk, omdat vastgesteld moet worden of binnen de grenzen van het bezoldigingsbeleid gehandeld is, maar deze interpretatieruimte is in de door mij voorgestane benadering beperkt en dient mijns inziens met het oog op de rechtszekerheid ook zo beperkt mogelijk te blijven. Een keuze voor de strikte benadering mét de mogelijkheid om onder omstandigheden binnen de reikwijdte van art. 2:8 BW op ad hoc basis af te wijken van het bezoldigingsbeleid doet geweld aan deze rechtszekerheid die juist bij bevoegdheidsverdelingen noodzakelijk is. Het maken van onderscheid tussen structurele afwijkingen of een afwijking op ad hoc basis zorgt er immers voor dat de interpretatieruimte nodeloos toeneemt.³⁸⁴ Ik ben dan ook geen voorstander van het toestaan van incidentele afwijkingen als het bezoldigingsbeleid daar geen ruimte voor biedt.

Eenzelfde gedachte is terug te vinden in de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn waarin is opgenomen dat vennootschappen in uitzonderlijke omstandigheden tijdelijk van het bezoldigingsbeleid af kunnen wijken, mits in het bezoldigingsbeleid is bepaald onder welke procedurele voorwaarden de afwijking kan worden toegepast en van welke onderdelen van het beleid kan worden afgeweken. De herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn beperkt deze mogelijkheid vervolgens tot uitsluitend die situaties waarin de afwijking van het bezoldigingsbeleid noodzakelijk is om de lange termijn belangen en duurzaamheid van de vennootschap als geheel te dienen of haar levensvatbaarheid te garanderen. Het wordt wellicht een wat semantische discussie, maar als de afwijkingsprocedure, zoals opgenomen in het bezoldigingsbeleid wordt gevolgd, dan wordt naar mijn mening niet ‘afgeweken’ van het bezoldigingsbeleid.

380. The devil is in the detail

Resumerend is het aldus de algemene vergadering die bevoegd is de uiterlijke grenzen van het bezoldigingsbeleid vast te stellen waarbinnen de raad van commissarissen mag acteren. Is in het bezoldigingsbeleid niet voorzien in een bepaalde bezoldigingsvorm, dan valt een dergelijke vorm buiten het bestek van het bezoldigingsbeleid en dus buiten het instrumentarium van de raad van commissarissen.

Het is overigens niet zo, dat door deze voorgestane strikte benadering van art. 2:135 BW de raad van commissarissen vleugellam wordt gemaakt. Het staat de raad van

384 De keuze voor rechtszekerheid komt de flexibiliteit van de regeling niet ten goede. Rechtszekerheid en flexibiliteit zijn nu eenmaal communicerende vaten. Naarmate de interpretatieruimte toeneemt gaat dit ten koste van de rechtszekerheid.

commissarissen uiteraard vrij onder de opschortende voorwaarde van goedkeuring door de algemene vergadering een bepaalde bezoldigingsregeling overeen te komen.³⁸⁵ In de meeste gevallen zal dit weinig problemen opleveren, omdat toch een algemene vergadering bijeen moet worden geroepen (denk bijvoorbeeld aan de voorgenomen benoeming van een bestuurder). Desalniettemin blijven er uitzonderingssituaties denkbaar.³⁸⁶ Wil de algemene vergadering op deze situaties anticiperen dan zal het bezoldigingsbeleid daarvoor de ruimte moeten bieden. Het is immers de algemene vergadering die bepaalt hoe gedetailleerd het bezoldigingsbeleid dient te zijn. Daarbij roep ik in herinnering dat het bezoldigingsbeleid in de regel wordt opgesteld door de raad van commissarissen en in de praktijk dusdanig ruim wordt geformuleerd dat de raad van commissarissen de nodige armslag wordt gegeven.³⁸⁷

27.7 Consequenties van een nietige individuele bezoldiging

381. Bekrachtiging van een nietig bezoldigingsbesluit

Indien de bezoldiging is vastgesteld door een ander orgaan dan dat daartoe is aangewezen op grond van art. 2:135 lid 4 BW, dan leent een dergelijke rechtshandeling zich niet voor bekrachtiging. De vertegenwoordigingsbevoegdheid ontbreekt onvoorwaardelijk.³⁸⁸

Een dergelijk geval moet onderscheiden worden van de situatie waarin het bezoldigingsbesluit weliswaar is genomen door het op grond van art. 2:135 lid 4 BW bevoegde orgaan, maar het bezoldigingsbeleid ontbreekt of het besluit in strijd is met of afwijkt van dit beleid. Wanneer de statuten zo bepalen, dan ontbreekt

385 Ook Verburg merkt overigens op dat de raad van commissarissen bij de algemene vergadering ‘te biecht’ kan, indien de raad van commissarissen op goede gronden meent op ad hoc basis te moeten afwijken en deze afwijking niet binnen de interpretatieruimte valt op te lossen. Het is geen vreemde gedachte dat dit vanwege het ontbreken van voldoende volmacht op straffe van nietigheid ook moet gebeuren, aldus Verburg. Verburg 2015, p. 74.

386 In sommige gevallen kan het in het voordeel zijn van de vennootschap om een bestuurder een bepaalde vertrekvergoeding als smeermiddel mee te geven zodat hij stilletjes via de achterdeur verdwijnt. Ook is denkbaar dat een externe bestuurder, voordat hij akkoord gaat met een overstap naar de beursgenoteerde onderneming, zeker wil zijn van een bepaalde vergoeding voor de aandelen die hij bij zijn vorige werkgever achterlaat (een welkomstbonus).

387 Zie Verburg 2015, p. 74; Schoordijk 2010, p. 269.

388 Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 59; Asser/Kroeze 2015, nr. 339. Zie over de kwestie tevens HR 2 juni 1977, *NJ* 1978/238 (Minerva).

bij het vaststellen van de bezoldiging door de raad van commissarissen de vertegenwoordigingsbevoegdheid immers niet onvoorwaardelijk. Wel kan gesteld worden dat de raad van commissarissen bij het vaststellen van de bezoldiging geen autonome vertegenwoordigingsbevoegdheid heeft. Er is dan ook sprake van een bijzonder samenspel tussen twee organen waarbij de vertegenwoordigingsbevoegdheid in beginsel rust op het ene orgaan (de raad van commissarissen) terwijl de reikwijdte van deze vertegenwoordigingsbevoegdheid wordt bepaald door het andere orgaan (de algemene vergadering). Het bezoldigingsbeleid bepaalt immers de grenzen waarbinnen de raad van commissarissen de vennootschap rechtsgeldig mag vertegenwoordigen.

Art. 2:135 lid 4 BW is een vertegenwoordigingsbepaling die drie voorwaarden behelst: twee voorwaarden worden gesteld aan het delegeren van de vertegenwoordigingsbevoegdheid om de individuele bezoldiging vast te stellen en één voorwaarde wordt gesteld waarmee de reikwijdte van de te delegeren vertegenwoordigingsbevoegdheid wettelijk wordt beperkt. Slechts indien (i) het een orgaan betreft van de vennootschap, (ii) er statutair gedelegeerd is, en (iii) de individuele bezoldiging binnen de kaders van het door de algemene vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid blijft, is het desbetreffende orgaan bevoegd de individuele bezoldiging rechtsgeldig namens de vennootschap vast te stellen.

Een bezoldigingsbesluit dat genomen is terwijl een bezoldigingsbeleid ontbreekt of dat in strijd is of afwijkt van het bezoldigingsbeleid is nietig. Neemt de algemene vergadering, na het nemen van het bezoldigingsbesluit, alsnog een besluit tot vaststelling van het bezoldigingsbeleid waarmee het bezoldigingsbesluit in lijn is, dan is er mijns inziens sprake van bekrachtiging van het – voorheen nietige – bezoldigingsbesluit.³⁸⁹ Wel zal moeten zijn voldaan aan de vereisten van art. 3:58 BW.³⁹⁰

382. Vertegenwoordiging bij volmacht en het bezoldigingsbeleid

Is er sprake van een nietig direct extern werkend besluit, dan komt art. 2:16 lid 2 BW in beeld.³⁹¹ Het orgaan dat beschikt over de wettelijke of statutaire bevoegdheid de bezoldiging vast te stellen, kan daarnaast expliciet of impliciet een – niet

389 Zie ook Van Veen 2005, p. 209, Van Slooten & Zaal 2008, casus 1 en Bulten 2014, p. 114, die allen stellen dat wanneer na het vaststellen van de bezoldiging alsnog een bezoldigingsbeleid door de AVA wordt vastgesteld, en het bezoldigingsbesluit conform dat beleid is, het bezoldigingsbesluit door het vaststellen van het nieuwe beleid wordt bekrachtigd.

390 Zie over rechtshandelingen waarvoor toestemming of goedkeuring is vereist Asser/Kroeze 2015, nr. 339; Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017, nr. 59.

391 Ik verwijs hier naar de uiteenzetting over art. 2:16 BW in randnummer 356.

statutaire – volmacht toekennen aan één of meer personen binnen of buiten de rechtspersoon.³⁹² Hiervan is sprake wanneer, met het nemen van het bezoldigingsbesluit door het bevoegde orgaan, iemand wordt aangewezen om de bezoldigingsafspraken met de bestuurder overeen te komen. Aangenomen mag worden, dat een opdracht tot het verrichten van een rechtshandeling voor rekening van een ander, een weerlegbaar vermoeden van volmacht inhoudt.³⁹³

Het besluit tot het verlenen van volmacht is onderhevig aan art. 2:14 t/m 16 BW. Is de inhoud van het bezoldigingsbesluit, en daarmee de verleende volmacht, in strijd met het bezoldigingsbeleid, dan raakt dat de verleende volmacht. De raad van commissarissen kan immers niet meer bevoegdheid tot vertegenwoordiging bij volmacht overdragen dan op hem rust en de wet toestaat.

Wat is nu rechtens wanneer de gevolmachtigde zijn boekje te buiten gaat? Op de vertegenwoordigingshandeling, verricht door de gevolmachtigde, zijn de normale regels van volmacht van toepassing.³⁹⁴ Een door de gevolmachtigde binnen de grenzen van zijn bevoegdheid in naam van de volmachtgever verrichte rechtshandeling treft in haar gevolgen de volmachtgever.³⁹⁵ De gevolmachtigde kan de volmachtgever dus in beginsel slechts binden binnen de grenzen van de hem gegeven bevoegdheid.³⁹⁶ In de regel zal de volmacht tegelijkertijd met het vaststellen van de bezoldiging worden verleend. Het uitgangspunt zal dan ook zijn dat met het bezoldigingsbesluit de volmacht wordt verleend, en dat het besluit eveneens de grenzen van deze volmacht aangeeft. Van belang is derhalve de vraag (i) of de volmacht rechtsgeldig verleend is, en zo ja, (ii) of de gevolmachtigde binnen de grenzen van de aan hem verleende volmacht is gebleven. Is aan één van deze voorwaarden niet voldaan, dan is de vennootschap in beginsel niet aan de bezoldigingsafspraken gebonden. Komt de gevolmachtigde dus een bezoldiging overeen die in strijd is met het bezoldigingsbesluit, dan treffen de gevolgen van deze handeling de vennootschap niet.

Het ontbreken van de vertegenwoordigingsbevoegdheid kan de bestuurder niet worden tegengeworpen, indien de bestuurder heeft aangenomen dat aan de tussenpersoon een volmacht is verleend op grond van een aan de vertegenwoordigde toerekenbare schijn van volmacht. In het bijzonder zullen verklaringen en gedragingen van de vertegenwoordigde deze schijn van volmacht aan hem toerekenbaar

392 Assink 2013, p. 351/352.

393 Vgl. onder andere HR 19 oktober 2001, *JOR* 2002/1 (Stichting Het Utrechts Monumentenfonds/Timmermans).

394 Art. 3:60 t/m 3:79 BW.

395 Art. 3:66 lid 1 BW.

396 Asser/Kortmann 2004, nr. 37. Asser/Kroeze 2015, nr. 346.

doen zijn.³⁹⁷ In de regel zal hier ook gelden dat de bestuurder van een beursgenoteerde vennootschap niet snel een beroep kan doen op toerekenbare schijn vanwege de op hem rustende onderzoeksplicht.³⁹⁸ Onder uitzonderlijke omstandigheden behoort het aannemen van toerekenbare schijn echter tot de mogelijkheden.

Is de vennootschap niet gebonden, dan kan het zo zijn dat de pseudogevolmachtigde schadeplichtig is jegens de bestuurder. Een gevolmachtigde moet immers in beginsel, blijkens art. 3:70 BW, instaan voor het bestaan en de omvang van zijn volmacht. Uit het wetsartikel volgt dat er op de gevolmachtigde aldus een garantieverplichting rust jegens de wederpartij. Blijkt de volmacht niet te bestaan of beperkter in omvang te zijn, dan kan de bestuurder schadevergoeding vorderen op grond van art. 6:74 BW. De (pseudo)gevolmachtigde pleegt wanprestatie wegens een toerekenbare tekortkoming in de nakoming van de garantieverplichting waardoor de bestuurder schade lijdt. Ook hier wraakt de onderzoeksplicht van de bestuurder zich in de meeste gevallen echter. Blijkens art. 3:70 BW bestaat er namelijk geen garantieverplichting, wanneer de wederpartij weet of behoort te begrijpen dat een toereikende volmacht ontbreekt of de gevolmachtigde de inhoud van de volmacht volledig aan de wederpartij heeft medegedeeld.

383. Een terugbetalingsverplichting?

Is de rechtshandeling waarmee de bezoldiging is vastgesteld of aangegaan nietig, dan heeft de bestuurder niet alleen geen recht op bezoldiging, maar zal hij de ten onrechte ontvangen bezoldiging tevens moeten terugbetalen.³⁹⁹

Verder kan de bestuurder onder omstandigheden aansprakelijk worden gehouden op grond van art. 2:9 BW, bijvoorbeeld wanneer hij willens en wetens afwijkt van de statutaire

397 Art. 3:61 lid 2 BW. Asser/Kortmann 2004, nr. 75. Het toerekeningscriterium voor schijn van vertegenwoordigingsbevoegdheid is de laatste jaren verruimd, zie het ING/Bera-arrest. Ook indien de wederpartij gerechtvaardigd heeft vertrouwd op de vertegenwoordigingsbevoegdheid van de pseudovertegenwoordiger op grond van feiten en omstandigheden die voor risico van de pseudovertegenwoordigde komen en waaruit naar verkeersopvattingen zodanige schijn van vertegenwoordigingsbevoegdheid kan worden afgeleid, vindt toerekening aan de pseudovertegenwoordigde plaats. Zie HR 19 februari 2010, *NJ* 2010/115 (ING/Bera Holding).

398 Zie in dit kader Rechtbank Arnhem 9 januari 2008, *ECLI:NL:RBARN:2008:BC2569* (NIM), r.o. 4.3. Het onderhavige geval zag op een verhoging van de beloning van de commissarissen. “Van de leden van de RvC mag worden verwacht dat zij ervan op de hoogte zijn op welke wijze de aan hen toekomende vergoeding (door de AVA) moet worden vastgesteld en dat een in afwijking daarvan genomen beslissing geen werking heeft. Van een gerechtvaardigd vertrouwen kan dan ook geen sprake zijn.”

399 Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 251.

bevoegdheidsverdeling en zich – zonder een daartoe strekkend besluit van de AVA – gelden doet uitbetalen.⁴⁰⁰

Dat kan zorgen voor onrechtvaardige situaties. In sommige gevallen, bijvoorbeeld wanneer de vennootschap niet te goeder trouw heeft gehandeld, kan bescherming van art. 2:16 lid 2 BW of art. 3:61 lid 2 BW soelaas bieden. Daarnaast bestaat er mijns inziens de mogelijkheid dat door de rechter de werking geheel of gedeeltelijk wordt ontzegd aan nietige vertegenwoordigingshandelingen. Ook zou, onder omstandigheden, art. 7:405 BW uitkomst kunnen bieden.⁴⁰¹ De verschillende mogelijkheden zal ik toelichten.

Bulten acht het terug moeten betalen van reeds uitgekeerde bezoldiging te cru.⁴⁰² Zij neemt als voorbeeld de situatie dat het bevoegde orgaan geen bezoldigingsbesluit heeft genomen en het bestuur op eigen houtje een marktconforme beloning inclusief afvloeiingsregeling bepaalt.⁴⁰³ De arbeidsovereenkomst is een feit en pas bij zijn afscheid beroept de vennootschap zich op het feit dat het bezoldigingsbesluit ontbreekt.

Nu de bestuurder jarenlang zijn bestuurlijke werkzaamheden heeft uitgeoefend, dient hij voor deze inspanningen een redelijke vergoeding te krijgen, aldus Bulten. De arbeidsrechtelijke bescherming doemt volgens haar op. Ook al was de bestuurder bij aanvang van zijn dienstverband niet bij de les en heeft hij verzuimd het onderliggende bezoldigingsbesluit op te vragen, dan kan dit volgens haar niet leiden tot een geheel aantastbare arbeidsverhouding. De vennootschap heeft al die jaren het salaris aan hem betaald. De schijn van vertegenwoordigingsbevoegdheid doet een afdoende duit in het zakje. De marktconforme beloning die de bestuurder ontving mag hij van haar houden. Wat de afvloeiingsregeling betreft, ligt het volgens haar anders, omdat deze nog niet is uitgekeerd. Ten opzichte van deze regeling geldt volgens haar dat de onderzoeksplicht van de bestuurder weer van meer belang is.⁴⁰⁴

400 Zie onder meer de conclusie van A-G Vlas bij HR 17 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BO1805; PHR 17 december 2010, ECLI:NL:PHR:2010:BO1805, onder 2.11. In onderhavige casus ging het om een besloten vennootschap.

401 En art. 7:406 BW voor vergoeding van de onkosten. In geval van een arbeidsovereenkomst geldt art. 7:618 BW.

402 Bulten 2014, p. 113.

403 Over de vraag of een bezoldiging marktconform is, wanneer deze niet voortvloeit uit onderhandelingen op armlengte afstand, kan getwijfeld worden.

404 Bulten hecht waarde aan de vraag of een bezoldiging reeds is uitgekeerd of niet. Daarnaast stelt zij dat bij bezoldigingscomponenten die niet eenvoudig onder het begrip ‘periodieke betaalde beloning’ te scharen vallen een grotere oplettendheid van de kant van de bestuurder is geboden. Zonder een bezoldigingsbesluit als rechtsgrond behoeft de vennootschap de afvloeiingsregeling in beginsel niet uit te keren, aldus Bulten. Bulten 2014, p. 114.

Mijns inziens beroept Bulten zich op drie verschillende manieren die ervoor kunnen zorgen dat de bestuurder de bezoldiging mag behouden. Allereerst zal gekeken moeten worden of er sprake is van schijn van vertegenwoordigingsbevoegdheid waardoor ex 2:16 lid 2 BW of art. 3:61 lid 2 BW de vennootschap alsnog gebonden is. Indien deze route geen soelaas biedt, dan kan vervolgens worden bekeken of er wel een geldige arbeidsovereenkomst of overeenkomst van opdracht tot stand is gekomen. Is hiervan sprake dan kan op grond van art. 7:405 BW of 7:618 BW een redelijke vergoeding worden vastgesteld. Een onderscheid tussen een reeds uitgekeerde en een (nog) niet uitgekeerde bezoldiging zou verder van belang kunnen zijn bij de vraag of een beroep van de vennootschap op onverschuldigde betaling op grond van de redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is, zoals volgt uit art. 2:8 BW en art. 6:2 BW.⁴⁰⁵ Ik zou niet willen aannemen dat vanzelf een ‘verjaring’ intreedt waardoor de vennootschap zich niet meer zou mogen beroepen op de nietigheid van de bezoldigingsafspraken. Verjaring is daarentegen weer wel van belang voor de vraag of een onverschuldigd betaalde bezoldiging nog kan worden teruggevorderd.

384. Ontzegging van de werking van nietige vertegenwoordigingshandelingen

In sommige gevallen kan het voorkomen dat de reeds ingetreden gevolgen van een rechtshandeling bezwaarlijk ongedaan kunnen worden gemaakt, bijvoorbeeld wanneer de bestuurder jarenlang bezoldigd is maar het bezoldigingsbesluit nietig blijkt te zijn. Verburg wijst erop dat bij nietigheid niet de uitweg van toepassing is die de wetgever bij vernietigbaarheid in het leven heeft geroepen. De rechter kan immers aan de vernietiging van een rechtshandeling op grond van art. 3:53 lid 2 BW geheel of ten dele haar werking ontzeggen, indien de reeds ingetreden gevolgen van de rechtshandeling bezwaarlijk ongedaan kunnen worden gemaakt. Verburg stelt derhalve dat er daarom wel iets valt te zeggen voor de gedachte om in art. 2:135 BW de regel te introduceren dat een van het beleid afwijkend bezoldigingsbesluit vernietigbaar is en dat de rechter op verzoek van de meest gerede partij de discretionaire bevoegdheid heeft om aan de vernietiging geheel of ten dele haar werking te ontzeggen.⁴⁰⁶ Het is echter de vraag of art. 3:53 lid 2 BW niet analoog kan worden toegepast indien het gaat om rechtshandelingen die ingevolge bekrachtiging geldig kunnen worden. In de parlementaire geschiedenis bij art. 3:52 lid 2

405 Rechtbank Amsterdam 15 oktober 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:7118 (Imeko II), r.o. 4.4, maar zie ook Hof Amsterdam 23 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1951 (Imeko III), r.o. 3.11.

406 Volgens Verburg zou de wetgever daarmee recht doen aan de argumenten die Zaai en Van Slooten over dit onderwerp op tafel hebben gelegd met behoud van het streng adresseren van de zorgen die verscholen liggen achter het hiervoor al genoemde citaat uit het arrest van de Hoge Raad van 15 september 1995: “omdat andere organen zich gemakkelijker aan machtsusurpatie kunnen schuldig maken dan de AVA, en het niet ondenkbaar is dat zulks dan verborgen blijft voor de leden of aandeelhouders.” Verburg 2015, p. 76.

BW is de vraag of het toepassingsgebied van dit artikel zou moeten worden uitgebreid naar nietige rechtshandelingen ontkennend beantwoord.⁴⁰⁷ Daaraan is echter wel toegevoegd dat matiging van de gevolgen van nietigheid niet geheel en al is uitgesloten en voorts dat in de rechtsverhouding tussen partijen bij nietige rechtshandelingen de redelijkheid en billijkheid van art. 6:2 BW een zekere beperkende werking kunnen uitoefenen.⁴⁰⁸ Kroeze stelt dat, indien de nietige rechtshandeling kan worden bekrachtigd, de vergelijking met een vernietigbare rechtshandeling groot is.⁴⁰⁹ Een redelijke wetsuitleg brengt dan ook met zich, dat de rechter in dat geval dezelfde bevoegdheid heeft als bij een vernietigbare rechtshandeling.

385. Partiële nietigheid

Het lijkt dus eventueel tot de mogelijkheden te behoren voor de rechter om aan de nietigheid van een rechtshandeling geheel of ten dele haar werking te ontzeggen, indien de reeds ingetreden gevolgen van de rechtshandeling bezwaarlijk ongedaan kunnen worden gemaakt. Daarnaast is tevens mogelijk dat de nietigheid slechts ten dele de overeengekomen afspraken raakt. Bezoldigingsafspraken die zijn aangegaan door een onbevoegd orgaan zijn nietig.⁴¹⁰ De vennootschap kan aldus op grond van art. 3:40 BW de nietigheid inroepen van deze bezoldigingsregelingen. Of daardoor ook de gehele bezoldigingsovereenkomst nietig is, zal afhangen van de omstandigheden van het geval.⁴¹¹ De overeenkomst blijft in stand voor zover deze, gelet op haar inhoud en strekking, niet in onverbrekelijk verband staat met het nietige deel.⁴¹² Hetzelfde geldt wanneer het bezoldigingsbesluit in strijd is met het bezoldigingsbeleid. In dat geval geldt de nietigheid voor het deel van het bezoldigingsbesluit dat niet binnen de kaders van het bezoldigingsbeleid valt te passen. Het besluit blijft in stand voorzover dit, gelet op de inhoud en strekking van het bezoldigingsbesluit, niet in onverbrekelijk verband met het nietige deel staat. Zodoende wordt aan de rechter enige speelruimte gegeven.⁴¹³

407 Van Zeben & du Pon 1981, p. 240.

408 Asser/Hartkamp & Sieburgh 2014, nr. 643. Asser/Kroeze 2015, nr. 340.

409 Te meer omdat de wederpartij bekrachtiging niet kan verhinderen, zie Asser/Kroeze 2015, nr. 340.

410 Vlg. Hof Arnhem Leeuwarden 15 januari 2013, *JOR* 2013/331 m.nt. Bulten (NTI/Vernhout), r.o. 4.10.

411 Is een bestuurder rechtsgeldig benoemd, maar is het bezoldigingsbesluit nietig, dan zal er alsnog sprake zijn van een overeenkomst tussen de bestuurder en de vennootschap. Zie randnummer 334.

412 Art. 3:41 BW.

413 Vlg. Verburg 2015, p. 76.

386. Een redelijke vergoeding

Meijer-Wagenaar heeft betoogd, dat een nietig bezoldigingsbesluit tot gevolg heeft dat de arbeidsovereenkomst niet bestaat, omdat er – kennelijk – geen overeenstemming bestaat over het loon, één van de twee kernverbintenissen van de arbeidsovereenkomst.⁴¹⁴ Bennaars en Vestering stellen daartegenover, dat Meijer-Wagenaar daarmee miskent dat het erom gaat dat enige betaling is overeengekomen. Dat over de hoogte daarvan een verschil van mening bestaat, doet aan het bestaan van de arbeidsovereenkomst niet af.⁴¹⁵ Bennaars wijst erop dat in dat geval de artikelen 7:618 BW (voor de arbeidsovereenkomst) en 7:405 BW (voor de overeenkomst van opdracht) bepalen dat het gebruikelijke loon of loon bepaald naar billijkheid verschuldigd is. Indien de grondslag aan het overeengekomen loon komt te vervallen, blijft volgens haar de arbeidsovereenkomst dus bestaan.⁴¹⁶ Voor een overeenkomst van opdracht gelden andere regelingen, waardoor bij het wegvallen van de overeengekomen bezoldigingsafspraken niet direct hoeft te volgen dat de gehele overeenkomst niet bestaat.⁴¹⁷ Daar komt bij dat door aanvaarding van een rechtsgeldige benoeming tussen de vennootschap en de bestuurder een overeenkomst tot stand komt. Een nietig bezoldigingsbesluit zal er in de regel daarom niet toe leiden dat de gehele overeenkomst komt te vervallen. Is daarnaast uit de wil van partijen af te leiden dat de functie van bestuurder niet onbezoldigd zou worden vervuld, dan komt bij een overeenkomst van opdracht art. 7:405 BW in zicht.⁴¹⁸

In het Fundo-arrest was één van de drie aandeelhouders van Fundo niet rechtsgeldig vertegenwoordigd bij het ondertekenen van de overeenkomst met de twee bestuurders.

414 Meijer-Wagenaar 2006.

415 Bennaars & Vestering 2010, p. 20. Zie ook Bennaars 2015, p. 192.

416 Bennaars 2015, p. 192; Van Slooten & Zaal 2008, p. 299.

417 In Rechtbank Dordrecht 25 augustus 2010, *JAR* 2012/6 m.nt. Wiersma (Marbatin) was een overeenkomst van opdracht gesloten tussen de vennootschap en de bestuurder. Slechts was opgenomen dat vergoeding op declaratiebasis zou geschieden. De bestuurder was met zichzelf een uurtarief overeengekomen welk tarief niet was geaccordeerd door de algemene vergadering. De rechtbank oordeelde dat de bestuurder recht had op loon. Een opdrachtgever is het op de gebruikelijke wijze berekende loon of, bij gebreke daarvan, een redelijk loon verschuldigd (art. 7:405 BW). Wat in een concreet geval als ‘redelijk’ loon heeft te gelden, zal onder meer afhangen van de aard en de – zo nodig schattenderwijs te bepalen – omvang van de verrichte werkzaamheden en hetgeen in de desbetreffende branche gebruikelijk is (HR 19 december 2008, nr C07/133HR *LJN*: BG1680). Indien het loon van de bestuurder, qua uurtarief of qua aantal gedeclareerde uren, hoger is geweest dan redelijk, dan is dat meerdere onverschuldigd betaald door de vennootschap en zal de bestuurder dat moeten terugbetalen (r.o. 5.8).

418 De vraag of de bestuurder wel de overeenkomst zou zijn aangegaan voor de ‘redelijke’ vergoeding doet er in dat geval niet toe, althans behoort voor risico van de bestuurder te komen.

Hierdoor was het bezoldigingsbesluit buiten vergadering zonder het statutair vereiste quorum – met algemene stemmen – genomen en dus nietig.⁴¹⁹ Toen Fundo vervolgens failliet ging, vorderde de curator de uitgekeerde voorschotbetalingen terug die de bestuurders op grond van de overeenkomst anders definitief hadden mogen behouden. De bestuurders stelden vervolgens dat zij recht hadden op een redelijke vergoeding. Het hof oordeelde dat de bestuurders onvoldoende feitelijk hadden gemotiveerd dat tussen hen en Fundo een arbeidsovereenkomst dan wel een overeenkomst van opdracht bestond, op grond waarvan zij aanspraak kunnen maken op een redelijke vergoeding voor uitgevoerde werkzaamheden. Nu door de bestuurders tevens niet was gesteld dat zij, ter zake van een vordering tot vaststelling of tot betaling van een hun toekomende redelijke vergoeding, zich in de onderhavige procedure op verrekening beroepen met de vordering die door de curator tegen hen was ingesteld, slaagde de vordering van de curator tot terugbetaling van de voorschotten.⁴²⁰ Mijns inziens hadden de bestuurders eenvoudig het bestaan van een overeenkomst aan kunnen tonen door te wijzen op de overeenkomst tussen de vennootschap en de bestuurders die tot stand komt vanwege het aanvaarden van hun benoeming. Verder acht ik een beroep op art. 2:16 lid 2 BW in onderhavige situatie ook niet geheel kansloos.

387. Beroep op onverschuldigde betaling is onaanvaardbaar

Indien het bezoldigingsbesluit nietig is, kan de vennootschap op grond van onverschuldigde betaling de reeds uitgekeerde bezoldiging terugvorderen.⁴²¹ Onder omstandigheden kan worden betoogd dat een beroep op onverschuldigde betaling op grond van de redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is. Deze route werd gehonoreerd door de rechtbank Amsterdam tijdens een volgende Imeko-episode, maar weer verworpen door het hof Amsterdam.⁴²² In de onderhavige casus ging het om een commissaris die tijdelijk bestuurstaken had verricht zonder formeel als bestuurder benoemd te zijn. De commissaris kon derhalve geen beroep doen op het door de raad van commissarissen genomen bezoldigingsbesluit. De vennootschap stelde een vordering in uit hoofde van onverschuldigde betaling om de reeds uitgekeerde managementvergoedingen terug te krijgen. De commissaris vorderde daarentegen betaling van de nog niet uitgekeerde managementvergoedingen.

419 Het hof kwam tot deze conclusie omdat de handtekening van meerderheidsaandeelhouder Fundo Holding BV was gezet door haar aandeelhouder en niet door haar bestuurder. Van vertegenwoordiging van de bestuurder van Fundo Holding B.V. bij volmacht door de aandeelhouder was volgens het hof geen sprake. Hof Amsterdam 27 november 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BV0059, r.o. 3.8 (Fundo).

420 Hof Amsterdam 27 november 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BV0059 (Fundo) r.o. 3.15.

421 Art. 6:203 BW.

422 Rechtbank Amsterdam 15 oktober 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:7118, r.o. 4.12 (Imeko II); Hof Amsterdam 23 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1951, r.o. 3.11 (Imeko III).

De rechtbank overwoog dat Imeko in niet onaanzienlijke mate profijt heeft gehad van de door de commissaris verrichte werkzaamheden. Daarnaast heeft Imeko in het geheel niet toegelicht dat en waarom de vergoedingen onredelijk zouden zijn. Ook heeft Imeko niet naar voren gebracht waaruit kan volgen dat zij, vertegenwoordigd door de AVA, in de loop van de jaren mocht verwachten dat de commissaris alle nodige werkzaamheden zou verrichten zonder enige andere vergoeding dan zijn vaste commissarissenvergoeding. Bij deze stand van zaken is het beroep van Imeko op onverschuldigde betaling naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar, aldus de rechtbank.⁴²³ De commissaris had daarentegen geen recht op uitbetaling van de nog niet uitgekeerde managementvergoedingen. De bezoldigingsafspraken waren immers nietig. Het beroep van de commissaris op ongerechtvaardigde verrijking ex artikel 6:212 BW wordt verworpen. Volgens de rechtbank was het enerzijds weliswaar naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar dat de commissaris de aan hem betaalde vergoedingen voor al zijn werkzaamheden moest terugbetalen, maar was anderzijds door de commissaris onvoldoende gesteld om de conclusie te wettigen dat het redelijk is dat Imeko het onderhavige restant van het door de commissaris gedeclareerde bedrag moet betalen. Ook was de weigering van Imeko om het restant te betalen op grond van de redelijkheid en billijkheid niet onaanvaardbaar.⁴²⁴ Het hof volgt de redenering van de rechtbank niet en oordeelt dat in zijn ogen het terugvorderen van de beloning naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid niet onaanvaardbaar is. De commissaris is alsnog gehouden de door hem ontvangen managementvergoeding terug te betalen.⁴²⁵

Vorenstaande laat naar mijn mening zien dat, zelfs indien niet toegekomen wordt aan het vaststellen van een redelijke vergoeding, de omstandigheden aanleiding kunnen geven tot de vaststelling dat de bezoldigingsafspraken weliswaar nietig zijn, maar dat een beroep op onverschuldigde betaling onaanvaardbaar is. Gemakkelijk zal het echter niet zijn om een dergelijk beroep gehonoreerd te krijgen, getuige de uitspraak van het hof.

Ik wijs nog op een arrest van de Hoge Raad van 17 december 2010 waaruit de regel lijkt voort te vloeien dat de redelijkheid en billijkheid geen grondslag kunnen vormen

423 Rechtbank Amsterdam 15 oktober 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:7118 (Imeko II), r.o. 4.4, onder verwijzing naar art. 2:8 lid 2 en 6:248 lid 2 BW. Ook had de commissaris recht op vergoeding van de door hem gemaakte onkosten. Dit recht had hij als commissaris, al dan niet handelend in zijn hoedanigheid van voorlopig met het bestuur belast persoon.

424 Rechtbank Amsterdam 15 oktober 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:7118 (Imeko II), r.o. 4.12.

425 Hof Amsterdam 23 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1951 (Imeko III), r.o. 3.11.

voor een verplichting tot toekenning van een beloning. De casus was als volgt. Twee bestuurders van een besloten vennootschap hadden zichzelf gelden toegekend vanwege het uitblijven van een (uiteindelijk) besluit over hun beloningsvoorstel.⁴²⁶ De vennootschap vordert de gelden terug en wordt door de rechtbank in het gelijk gesteld. De vordering in reconventie van de bestuurders, namelijk dat aan hen een redelijke vergoeding zou worden toegekend, wordt afgewezen. Het hof Amsterdam bekrachtigt het vonnis van de rechtbank en overweegt dat de rechtbank met juistheid heeft overwogen, dat *uitsluitend* de redelijkheid en billijkheid geen grondslag kunnen vormen voor een verplichting tot toekenning van een beloning. Dit is niet anders voor de redelijkheid en billijkheid in het verband van de gedragingen van hen die bij een rechtspersoon zijn betrokken, aldus het hof. De bestuurders gaan tegen dit oordeel in cassatie. In cassatie concludeert A-G Vlas dat het op de weg ligt van de partij die zich beroept op de aanvullende of beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid om de voor de beoordeling van dat beroep relevante feiten en omstandigheden te stellen en bij tegenspraak te bewijzen.⁴²⁷ Nu de bestuurders dat hebben nagelaten, hoefde het hof de algemene regel niet verder uit te werken.⁴²⁸ De Hoge Raad verworpt het cassatieberoep vervolgens op grond van art. 81 RO.⁴²⁹ Het ontbreken van een deugdelijke onderbouwing van de vordering van de bestuurders zorgt er aldus voor dat deze uitspraak geen brede toepassing verdient. Sterker nog, uit de overwegingen van A-G Vlas lijkt voort te vloeien dat, indien wel relevante feiten en omstandigheden worden gesteld, een beroep op de aanvullende of beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid als grondslag voor een verplichting tot toekenning van een bezoldiging mogelijk is.

388. Onverschuldigde betaling en rechtsverwerking

Ten slotte kan onder omstandigheden aangevoerd worden dat de vennootschap haar recht om de bezoldiging terug te vorderen heeft verwerkt. Deze horde is niet gemakkelijk te nemen omdat voor het aannemen van een beroep op rechtsverwer-

426 De AVA had in september 1997 over het voorstel beraadslaagd en twee personen aangewezen om namens de aandeelhouders naar het systeem van beloning te kijken en met het bestuur te overleggen. “Het is maar de vraag of daarover nog apart vergaderd zal moeten worden. De vergadering stemt in ieder geval in met de conclusie van een van beide bestuurders dat kosten natuurlijk in rekening kunnen worden gebracht.” Vervolgens wordt de meerderheid van de aandelen in december 1997 verworven door een persoon waar de bestuurders niet goed mee overweg kunnen. Na een sommatie aan de beide personen om “binnen 24 uur hun standpunt over de beloning van het bestuur te laten weten bij gebreke waarvan het bestuur naar bevinding van zaken zal handelen” zijn de bestuurders in februari 1998 overgegaan de beloning aan zichzelf uit te keren, ondanks het door de bestuurders verkregen antwoord dat volgens de beide personen de AVA over het voorstel diende te besluiten. Bestuurders ontkennen overigens niet dat zij ervan uitgingen dat de meerderheidsaandeelhouder niet van plan was een bezoldiging vast te stellen.

427 Onder verwijzing naar Asser/Hartkamp & Sieburgh 2010, nrs. 396, 399 en 415.

428 PHR 17 december 2010, ECLI:NL:PHR:2010:BO1805, onder 2.4.

429 HR 17 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BO1805.

king enkel tijdsverloop of stilzitten onvoldoende is. Vereist is de aanwezigheid van bijzondere omstandigheden als gevolg waarvan hetzij bij de wederpartij het gerechtvaardigd vertrouwen is gewekt dat de gerechtigde zijn aanspraak niet (meer) geldend zal maken, hetzij de wederpartij in zijn positie onredelijk zou worden benadeeld in geval de gerechtigde zijn aanspraak alsnog geldend zou maken.

Een beroep op rechtsverwerking werd gehonoreerd door de rechtbank Breda in het !Go-arrest. De bestuurder had daar betoogd dat van rechtsverwerking sprake was doordat alle betalingen aan de bestuurder deel hadden uitgemaakt van vastgestelde, goedgekeurde jaarstukken in welke vergaderingen aan de bestuurder tevens décharge was verleend. In hoger beroep wordt het vonnis echter vernietigd door het hof Den Bosch, onder meer omdat uit de desbetreffende jaarrekeningen niet de omvang bleek van het salaris van de bestuurder.⁴³⁰

430 Hof Den Bosch 19 april 2011, ECLI:NL:GHSHE:2011:BQ1752 (!GO), r.o. 4.5.1 e.v.

De positie van Nederland

389. De inherente onzekerheid van het Nederlandse systeem

Wanneer de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders in Nederland wordt afgezet tegen de onderzochte landen valt op, dat het Nederlandse systeem een mogelijk probleem in zich bergt. De potentiële bestuurder krijgt in de regel immers bij zijn benoeming en het vaststellen van zijn bezoldiging te maken met twee verschillende organen, terwijl de beoogd bestuurder in Duitsland, het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten slechts met één orgaan te maken heeft. Hierdoor brengt het Nederlandse systeem een inherente onzekerheid met zich voor de bestuurder. Zelfs nadat alle onderhandelingen geresulteerd hebben in een overeenkomst, is benoeming door de AVA nodig om deze overeenkomst rechtsgeldig in te laten gaan. In het bijzonder rijst de vraag welke zekerheid de bestuurder geboden kan worden wanneer benoeming door de AVA wordt geweigerd. Wie mag, gezien de strikte bevoegdsverdeling die in Nederland wordt gehanteerd in het licht van de rechtszekerheid, namens de vennootschap een vergoeding overeenkomen met de beoogd bestuurder als hij niet wordt benoemd en daardoor schade lijdt?¹

In de praktijk zal benoeming in de regel doorgang vinden, maar dat neemt deze onzekerheid niet weg. De wetgever doet er goed aan hier een oplossing voor te vinden. Tot die tijd is voor de praktijk aan te bevelen om de raad van commissarissen een expliciete statutaire bevoegdheid toe te kennen om een dergelijke vergoeding overeen te mogen komen, dan wel om het bestuur mee te laten tekenen of ervoor zorg te dragen dat het bestuur deze bevoegdheid expliciet delegeert aan de raad van commissarissen.

390. De vermeende botsing tussen het vennootschaps- en arbeidsrecht

Het Nederlandse systeem zorgt eveneens voor enige onduidelijkheid over de precieze verhouding tussen de benoeming, de vaststelling van de bezoldiging en de overeenkomst. Ten grondslag aan deze onduidelijkheid ligt de vraag of met het aanvaarden van de benoeming alleen de functionele of ook de contractuele band tot stand komt. De heersende leer in Nederland is dat beide ontstaan. De

¹ Zie randnummer 341.

benoeming wordt, als direct extern werkend besluit, aangemerkt als een aanbod. Aanvaarding van dat aanbod door de bestuurder zorgt op grond van art. 6:217 lid 1 BW in Nederland voor het tot stand komen van een overeenkomst. De functionele band is in beginsel inherent aan de contractuele band die door aanvaarding ontstaat. Een onderscheid tussen enerzijds de benoeming en anderzijds het tot stand komen van de overeenkomst wordt in Nederland dan ook niet gemaakt.

Het maken van een onderscheid tussen benoeming en overeenkomst is naar mijn mening ook niet nodig. Zoals in het voorgaande uiteengezet brengt het Nederlandse systeem minder problemen mee dan die zijn voorzien in de literatuur. Ook de vermeende botsing tussen het vennootschapsrecht en het arbeidsrecht is in mijn ogen vele malen beperkter dan door enkele auteurs is gesteld. Er is een vrij overzichtelijke scheiding aan te brengen tussen enerzijds de benoeming en de totstandkoming van de overeenkomst die zich grotendeels afspelen binnen het vennootschapsrecht en worden beheerst door bevoegdheidsvraagstukken en anderzijds de uitvoering die gegeven wordt aan de overeenkomst die onderworpen is aan de arbeidsrechtelijke regels. De huidige systematiek volstaat naar mijn mening dus op dit punt.

391. Een bindende say-on-pay over het bezoldigingsbeleid

De bindende say-on-pay brengt ons bij een regeling waarmee Nederland zich vooralsnog onderscheidt van de meeste landen. Met de invoering van art. 2:135 lid 1 BW is in 2004 een deel van de bevoegdheid om de bezoldiging van bestuurders te bepalen dwingendrechtelijk bij de AVA neergelegd. Nederland was daarmee zijn tijd ver vooruit. Pas recent heeft het Verenigd Koninkrijk het Nederlandse voorbeeld gevolgd, terwijl de Verenigde Staten even daarvoor nog voor de niet-bindende variant hebben gekozen.² Duitsland kent zelfs een nog lichter regime.³ Op Europees niveau lijkt de voorkeur tegenwoordig uit te gaan naar het strikte Nederlandse model, hoewel een adviserende stem als alternatief mogelijk is.⁴ Ingrijpende aanpassingen zal deze nieuwe Europese regelgeving voor Nederland op dit onderdeel dan ook niet meebrengen.⁵ De door de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn voorgeschreven vereisten waaraan het bezoldigingsbeleid moet voldoen, zorgen daarentegen wel voor aanpassingen door de wetgever.

² Zie randnummer 303 en 313.

³ Zie randnummer 317.

⁴ Zie randnummer 321.

⁵ De enige wijziging is dat de stemming nu ook iedere vier jaar dient plaats te vinden.

392. Een adviserende say-on-pay over het remuneratierapport

Nederland kent op grond van art. 2:135 lid 5a BW de verplichting voor beursgenoteerde vennootschappen om, voorafgaand aan de vaststelling van de jaarrekening, de opgaven zoals bedoeld in de artt. 2:383c-e BW gezamenlijk als afzonderlijk onderwerp op de agenda van de algemene vergadering te zetten. De wijze waarop het bezoldigingsbeleid is toegepast wordt dus jaarlijkse verplicht besproken in de algemene vergadering aan de hand van de verschillende toegekende bedragen. Met de invoering van deze regeling werd voornamelijk getracht te voorkomen dat door de AVA wordt geweigerd de jaarrekening vast te stellen of decharge te verlenen vanwege een onvrede over de bezoldiging van bestuurders. Het verplicht bespreken van de wijze waarop het bezoldigingsbeleid uitwerkt in de praktijk moet de dialoog tussen aandeelhouders en de top van de onderneming bevorderen. Een stemming over de toepassing van het bezoldigingsbeleid, en eventuele consequenties bij een afwijzend oordeel, heeft de wetgever – in afwijking van het oorspronkelijke amendement – niet willen opnemen.⁶

Nederland wijkt met deze regeling af van de onderzochte landen. In het Verenigd Koninkrijk, bijvoorbeeld, wordt de AVA niet alleen de mogelijkheid geboden jaarlijks te stemmen over de uitvoering die is gegeven aan het bezoldigingsbeleid, maar is aan een negatieve stem de consequentie verbonden dat de AVA in de gelegenheid moet worden gesteld op de volgende algemene vergadering over het bezoldigingsbeleid te stemmen.

Door de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn zal Nederland ook een jaarlijkse stemming over de toepassing van het bezoldigingsbeleid zoals opgenomen in het remuneratierapport moeten invoeren.⁷ Bij een afwijzende stem moet de vennootschap in het daaropvolgende remuneratierapport vervolgens uitleggen hoe er rekening is gehouden met de negatieve stemming van de aandeelhouders.⁸ Een aanpassing van art. 2:135 lid 5a BW is derhalve nodig.⁹

6 In het oorspronkelijke amendement was opgenomen dat de algemene vergadering voorafgaand aan de vaststelling van de jaarrekening een oordeel geeft over de wijze waarop het bezoldigingsbeleid in het afgelopen boekjaar in praktijk is gebracht. *Kamerstukken II*, 2012/13, 32 512, nr. 20.

7 Art. 9b lid 4 Richtlijn (EU) 2017/828. Het gaat om een stemrecht waarmee de algemene vergadering kan aangeven in hoeverre zij het eens is met de wijze waarop toepassing is gegeven aan het bezoldigingsbeleid. Het remuneratierapport wordt dus niet ‘vastgesteld’.

8 Art. 9b lid 4 Richtlijn (EU) 2017/828. Uit overweging 31 volgt dat deze verplichting alleen geldt wanneer de aandeelhouders tegen het bezoldigingsverslag stemmen.

9 Met dien verstande dat Nederland voor kleine en middelgrote ondernemingen als gedefinieerd in artikel 3, leden 2 en 3, van Richtlijn 2013/34/EU de bepaling kan handhaven dat het remuneratierapport voor het meest recente boekjaar als afzonderlijk agendapunt ter bespreking wordt voorgelegd op de algemene vergadering. In dat geval legt de

393. Toezicht houden als doel voor de machtsverschuiving

De herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn zorgt bij beursgenoteerde ondernemingen voor een verdere verschuiving van de bevoegdheden om de bezoldiging vast te stellen in de richting van de aandeelhouders. Ook al blijft deze verschuiving voor Nederland op het eerste gezicht beperkt, het verdient desalniettemin de aandacht. Ik licht dat nader toe.

De Nederlandse keuze voor een bindende say-on-pay is niet verwonderlijk wanneer gekeken wordt naar de traditionele visie op de bevoegdheidsverdeling bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders in Nederland. Van oudsher ligt deze bevoegdheid primair bij de AVA.¹⁰ Bij de invoering van art. 2:135 lid 1 BW in 2004 werd dan ook gesproken over het herstellen van de scheefgroei in de vennootschappelijke verhoudingen. De bevoegdheid werd deels ‘teruggegeven’ aan de AVA, zonder het praktische voordeel te verliezen om bij beursgenoteerde vennootschappen (of andere grote naamloze vennootschappen) de individuele bezoldiging te laten vaststellen door de raad van commissarissen. De Nederlandse benadering verschilt daarin principieel van de Duitse, waar de primaire bevoegdheid tot het vaststellen van de bezoldiging al vroeg dwingendrechtelijk bij de Aufsichtsrat is komen te liggen.¹¹ Op grond hiervan is de aversie in Duitsland tegen een bindende say-on-pay te verklaren.

Dit principiële verschil tussen Nederland en Duitsland is wel opmerkelijk te noemen. De ‘shareholder empowerment’, die ten grondslag ligt aan het Britse corporate governance model, is het Nederlandse vennootschapsrecht hedentendage immers vreemd.¹² Met zijn *stakeholders*benadering zit Nederland dichterbij Duitsland. Een verklaring kan worden gevonden in de golfbeweging vóór het versterken van de positie van de aandeelhouder die ten tijde van de aanpassing van art. 2:135 BW in 2004 door Nederland trok.¹³ De opkomst van aandeelhoudersactivisme en het intreden van de financiële crisis hebben gezorgd voor een tegenreactie. Een aversie tegen het versterken van de positie van aandeelhouders heeft de kop

vennootschap in het volgende remuneratierapport uit hoe rekening is gehouden met de bespreking op de algemene vergadering.

10 Afgevraagd kan worden of deze traditionele visie, met name bij beursgenoteerde vennootschappen, nog wel gerechtvaardigd was en in hoeverre aansluiting bij het Duitse model niet meer voor de hand zou hebben gelegen. In 2004 is echter een duidelijke keuze gemaakt voor het huidige model.

11 Niet vergeten dient te worden dat Duitsland deze dwingende bevoegdheidsverdeling combineert met onder meer §87 AktG en een verhoogde kans op aansprakelijkheid van de commissarissen.

12 BIS 2012, p. 15.

13 Overkleef 2017, hoofdstuk 5.

opgestoken.¹⁴ Tegenwoordig wordt er juist gepleit voor meer ruimte voor het bestuur en de raad van commissarissen om ten koste van een directe uitoefening van de rechten door aandeelhouders het belang van de vennootschap af te kunnen wegen.¹⁵ Het is dan ook zeer de vraag of in de huidige tijdgeest in Nederland een bindende say-on-pay over het bezoldigingsbeleid zou zijn opgenomen.

Trude Maas, voormalig commissaris bij ABN AMRO, blikte op deze pro-aandeelhoudersperiode terug met de volgende overweging:

“Sommige dingen hebben we als vanzelfsprekend aangenomen. Zo is er gekozen om aandeelhouderswaarde als criterium voor succes te nemen. Over die verreikende beslissing is heel weinig doorgesproken. We leefden allemaal in de sfeer die ook de achtergrond vormde voor de code-Tabaksblat: de aandeelhouder was in Nederland te lang te klein gehouden. Wat betreft beloningen wilden we indertijd allemaal wel geloven in die alignment theorie: zorg dat de bestuurders dezelfde belangen hebben als de aandeelhouders. Een vorm van groupthink natuurlijk, vinden we nu.”¹⁶

Vorenstaande betekent niet dat de versterkte positie van de algemene vergadering binnen het Nederlandse vennootschapsrecht zonder grond is. Het invoeren van een bindende say-on-pay in Nederland in 2004 steunde voor een belangrijk deel op een licht wantrouwen in de wil en/of kunde van commissarissen om op armengte afstand met bestuurders te onderhandelen. In het verlengde daarvan speelt mee dat het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders geen toezichtstaak maar een bestuurstaak is die door de raad van commissarissen wordt uitgeoefend. Het houden van toezicht door een ander orgaan is in dit specifieke geval dan ook noodzakelijk om te zorgen voor de juiste ‘*checks and balances*’ binnen de vennootschap. Binnen die context valt een verzwaring van de macht van de AVA in het Nederlandse vennootschapsrecht te verklaren. Nederland neemt hiermee een positie in tussen Duitsland en het Verenigd Koninkrijk.

De say-on-payregelingen vinden dus hun ingang zowel in de meer aandeelhoudersgeoriënteerde landen als in landen waarbij de oriëntatie uitgaat naar de belangen van alle stakeholders. Dealniettemin zijn er verschillende rechtvaardigingsgronden

14 Overkleef 2017, hoofdstuk 6.

15 Zie in dit kader ook het voorstel voor een wettelijke bedenktijd in geval van overnames: <https://www.rijksoverheid.nl/actueel/nieuws/2017/05/20/kabinet-onderneemt-extra-acties-voor-sterk-vestigings--en-investeringsklimaat> (laatst bezocht op 16 augustus 2017).

16 Een verwijzing naar de voordracht van Trude Maas tijdens de Nationale Commissarissendag van 15 januari 2009) is opgenomen in Schenk e.a. (red.), ‘Deelonderzoek 1: overzicht en analyse van de relevante nationale en internationale regelgeving voor het financiële stelsel’, onderzoek in opdracht van de Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (Commissie De Wit) van 10 juni 2010. *Kamerstukken II*, 2009/10, 31 980, nr. 6, p. 130-131.

voor invoering te onderscheiden. De drie meest in het oog springende rechtvaardingsgronden voor het invoeren van dergelijke regelingen zijn (i) het verkrijgen van steun van aandeelhouders voor de bezoldiging van bestuurders, (ii) het houden van toezicht door aandeelhouders op de bezoldiging van bestuurders en (iii) het uitgangspunt dat het vaststellen van de bezoldiging primair de taak van de aandeelhouders is. Deze laatste rechtvaardigingsgrond kan weer opgedeeld worden in enerzijds het belang dat aandeelhouders hebben om de totale bezoldiging van bestuurders te bepalen en anderszijds het belang van aandeelhouders om ervoor te zorgen dat de bezoldiging in lijn is met de belangen van de aandeelhouders.

Deze verschillende benaderingen worden ook met zoveel woorden onderkend in de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

“Het is dan ook van belang om rekening te houden met de diversiteit van de corporate governance systemen binnen de Unie. Deze vormen immers een afspiegeling van de uiteenlopende opvattingen in de lidstaten over de rol van vennootschappen en van organen die verantwoordelijk zijn voor de vaststelling van het bezoldigingsbeleid en de bezoldiging van individuele bestuurders.”¹⁷

De herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn benadrukt dat het bezoldigingsbeleid voor vennootschappen een van de sleutelinstrumenten is om hun belangen in overeenstemming te brengen met die van hun bestuurders. Gezien de cruciale rol die bestuurders spelen in het succes van de vennootschap op de lange termijn, is het belangrijk dat het bezoldigingsbeleid op passende wijze wordt vastgesteld door de bevoegde vennootschapsorganen én dat de aandeelhouders de mogelijkheid hebben zich uit te spreken over het bezoldigingsbeleid van de vennootschap.¹⁸ In de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn wordt dus niet ingezet op een verdergaande machtsverschuiving dan dat de algemene vergadering zich over het bezoldigingsbeleid mag uitspreken. Benadrukt wordt juist dat de vorm en de structuur van de bezoldiging van bestuurders primair vallen onder de verantwoordelijkheid van de (i) vennootschap, (ii) haar directies, (iii) aandeelhouders en (iv) eventuele werknemersvertegenwoordigers.¹⁹ De reden om de algemene vergadering een stem te geven over het remuneratierapport is volgens de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn om te waarborgen dat het bezoldigingsbeleid wordt uitgevoerd overeenkomstig dat beleid.²⁰ Ook de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn neemt derhalve als uitgangspunt het versterken van het toezicht door de algemene vergadering op de bezoldiging van bestuurders. Het verkrijgen van steun van aandeelhouders voor de bezoldiging is daarin impliciet meegenomen.

17 Richtlijn (EU) 2017/828, overweging 28.

18 Richtlijn (EU) 2017/828, overweging 28.

19 Richtlijn (EU) 2017/828, overweging 28.

20 Richtlijn (EU) 2017/828, overweging 31.

394. Het bezoldigingsbeleid en de lange termijn belangen van de vennootschap

Vorenstaande is niet verwonderlijk wanneer gekeken wordt naar een andere wijziging die de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn met zich brengt. Daarmee doel ik op het vereiste dat het bezoldigingsbeleid duidelijk en begrijpelijk is en bijdraagt aan de ondernemingsstrategie, lange termijn belangen en de duurzaamheid van de vennootschap.²¹ In deze bepaling weerspiegelt zich de tendens – zoals ook zichtbaar in de Code 2016 – dat het bezoldigingsbeleid vooreerst moet worden ingezet ter bevordering van het succes van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming op de lange termijn. Voor de meer aandeelhoudersgeoriënteerde landen zal dat succes gemeten worden naar gecreëerde lange termijn aandeelhouderswaarde.²² In Nederland is het uitgangspunt het bestendige succes van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.²³ Hiermee wordt ruimte gelaten om in het licht van de verschillende karakteristieken van een vennootschap het doel te bepalen.²⁴ Voor de beursgenoteerde onderneming geeft de Code 2016 een invulling aan het bestendig succes. De Code 2016 zet in principe 1.1 lange termijn waardecreatie voorop en neemt daarmee afscheid van het streven naar lange termijn aandeelhouderswaarde zoals nog was opgenomen in de Code 2008. In bpb 3.2.1 Code 2016 is opgenomen dat bij het formuleren van het bezoldigingsbeleid de doelstellingen voor de strategie ter uitvoering van lange termijn waardecreatie in overweging moeten worden genomen. Het bezoldigingsbeleid in de Nederlandse beursvennootschap moet aldus dienend zijn aan het creëren van waarde op de lange termijn.

In het licht van vorenstaande is het voor Nederland niet logisch om het zwaartepunt van de macht over de bezoldiging van bestuurders bij de algemene vergadering neer te leggen.²⁵ Aandeelhouders mogen binnen de vennootschapsrechtelijke deelrechtsorde hun eigen belang voorop stellen, behoudens de grenzen van de redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 BW.²⁶ Aandeelhouders hoeven bij het stemmen over een bezoldigingsbeleid dus geen rekening te houden met de lange termijn waardecreatie waartoe het bezoldigingsbeleid moet leiden. Dat hierin een gevaar

21 Art. 9a lid 6 Richtlijn (EU) 2017/828 en overweging 29.

22 Zie in dit kader onder meer de principes van ‘enlightened shareholder value’ die ten grondslag liggen aan de UK Companies Act 2006: Keay 2013.

23 Vgl. HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799 (Cancun).

24 Zo kan bij een naamloze vennootschap met een meer besloten karakter het belang van de aandeelhouders een prominentere plaats innemen bij het bepalen van het doel van de desbetreffende vennootschap.

25 Zie in soortgelijke zin: Dijkhuizen & Nijland 2017.

26 HR 30 juni 1944, ECLI:NL:HR:1944:BG9449, *NJ* 1944/465 (Wennex); HR 13 november 1959, *NJ* 1960/472 (Distilleerderij Melchers).

schuilt wordt in de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn met zoveel woorden onderkend met de overweging dat “[d]oor de financiële crisis is duidelijk geworden dat aandeelhouders het nemen van buitensporige korte termijn risico’s door bestuurders in veel gevallen hebben ondersteund.”²⁷ In dit kader is in het bijzonder van belang dat door de opkomst van de pay-for-performancebenadering bezoldiging wordt ingezet om bestuurders te sturen. In de woorden van de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn is bezoldiging voor vennootschappen “een sleutelinstrument om hun belangen in overeenstemming te brengen met die van hun bestuurders.” De huidige machtsverdeling in Nederland gaat in dat opzicht dus al ver. De AVA zou met een strikt vormgegeven bezoldigingsbeleid de financiële prikkels van de bestuurders kunnen bepalen en daarmee de strategie van de onderneming kunnen beïnvloeden of zelfs kunnen vormgeven.

De oorspronkelijke regeling waarin was opgenomen dat de bezoldiging wordt vastgesteld door de algemene vergadering stamt nog uit 1928, de tijd dat de meeste naamloze vennootschappen een besloten karakter hadden en de beloningsstructuren bij de open naamloze vennootschappen eenvoudig waren. Het ging voornamelijk om de hoogte van de bezoldiging die door de algemene vergadering moest worden vastgesteld. Het belang dat de AVA heeft bij het bepalen van de (maximale) hoogte van de bezoldiging van bestuurders doet ook nu nog opgeld.²⁸ Het is het inzetten van de bezoldiging om de bestuurder te sturen, dat ervoor zorgt dat de macht over de bezoldiging van bestuurders tegenwoordig niet overwegend bij de AVA zou moeten liggen. Ook dit lijkt de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn impliciet te onderkennen, waarin wordt benadrukt dat *de vorm en de structuur* van de bezoldiging van bestuurders primair vallen onder de verantwoordelijkheid van de vennootschap, haar directies, aandeelhouders en eventuele werknemersvertegenwoordigers.²⁹

De reden dat in de praktijk de macht van de AVA bij beursgenoteerde vennootschappen beperkt is, komt vooreerst doordat het bezoldigingsbeleid wordt opgesteld door de raad van commissarissen. De AVA kan in beginsel alleen het gepresenteerde beleid goedkeuren of afwijzen. Dit samenspel zorgt voor een onmisbare balans. In tegenstelling tot de AVA, moet de raad van commissarissen zich bij het opstellen van het bezoldigingsbeleid richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.³⁰ Om te waarborgen dat het bezoldigingsbeleid gericht is op lange termijn waardecreatie van de vennootschap dient in Nederland

27 Richtlijn (EU) 2017/828, overweging 2.

28 Het voorstel om verplicht een maximumhoogte van de bezoldiging op te nemen in het bezoldigingsbeleid, zoals voorgesteld in het Verenigd Koninkrijk, zou dus ook in Nederland ingevoerd kunnen worden. Zie over dit voorstel randnummer 308.

29 Richtlijn (EU) 2017/828, overweging 28.

30 Art. 2:140 lid 2 BW.

het primaat voor het bepalen van de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen daarom te (blijven) liggen bij de raad van commissarissen.

395. Consequenties

Het doel van de say-on-payregelingen in Nederland zou aldus het waarborgen van gedegen toezicht op de wijze waarop de raad van commissarissen zijn bevoegdheid tot vaststelling van de bezoldiging van bestuurders uitoefent. Daarnaast is het doel van deze regelingen gelegen in het bepalen van de (maximale) hoogte van de bezoldiging van bestuurders door de algemene vergadering. De bevoegdheid tot vaststelling van de individuele bezoldiging en het bezoldigingsbeleid en de bevoegdheid om te discussiëren of te stemmen over het remuneratierapport moeten in dat licht worden gezien en gewogen. Bij de beoordeling – en eventuele wijziging – van de bestaande say-on-payregelingen dient naar mijn mening daarom voorkomen te worden dat de wetgever komt met regelgeving waardoor bij beursgenoteerde vennootschappen meer macht over het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders bij de algemene vergadering komt te liggen dan nodig is om adequaat toezicht te kunnen houden. Dit brengt enkele consequenties met zich mee.

Allereerst kan worden heroverwogen of de vaststelling van de individuele bezoldiging primair bij de algemene vergadering moet liggen. Immers, alleen als deze bevoegdheid statutair is gedelegeerd aan de raad van commissarissen ligt deze bevoegdheid bij dit orgaan. Voor beantwoording van deze vraag is van belang dat art. 2:135 lid 4 BW van toepassing is op alle naamloze vennootschappen, dus ook op die met een (meer) besloten karakter. Zo komt het voor dat een naamloze vennootschap geen raad van commissarissen heeft. Gekozen zou kunnen worden voor een aanpassing van art. 2:135 lid 4 BW door de bevoegdheid tot vaststelling van de bezoldiging van bestuurders bij de raad van commissarissen neer te leggen indien aanwezig. Bij afwezigheid van een raad van commissarissen zou de algemene vergadering bevoegd zijn of kan de bevoegdheid statutair worden gedelegeerd aan een ander orgaan. Deze regeling voor de naamloze vennootschap boet daarmee wel in aan flexibiliteit, aangezien de mogelijkheid in dat geval wordt ontnomen om de vaststelling van de bezoldiging over te laten aan een ander orgaan dan de raad van commissarissen als de vennootschap een raad van commissarissen heeft.³¹ Voor de praktijk zal deze aanpassing overigens beperkte waarde hebben. Is er sprake van een open naamloze vennootschap van een bepaalde omvang, dan zal deze vennootschap in de regel een raad van commissarissen hebben aan wie in de

31 Zie voor een vergelijkbare beperking de tweede zin van art. 2:244 lid 1 BW in geval van benoeming van de bestuurder door de raad van commissarissen bij een structuurvennootschap.

regel statutair de bevoegdheid is gedelegeerd om de individuele bezoldiging van bestuurders vast te stellen. Voor beursgenoteerde vennootschappen is dit zonder uitzondering het geval.

Ten tweede kan worden vastgesteld dat de bindende say-on-payregeling over het bezoldigingsbeleid zoals wij die in Nederland kennen, een vrij verregaande vorm van het houden van toezicht betreft. Bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen zou deze mate van zeggenschap daarom altijd gepaard moeten gaan met een bevoegdheid voor de raad van commissarissen om het bezoldigingsbeleid op te stellen. Het is aan het bestuur en de raad van commissarissen om te bepalen op welke wijze het beste gekomen kan worden tot lange termijn waardecreatie.³² Een bezoldigingsbeleid dat is vormgegeven door een (groep) aandeelhouder(s) en vervolgens wordt vastgesteld door de AVA behelst het gevaar dat het bezoldigingsbeleid te veel gericht is op het creëren van aandeelhouderswaarde in plaats van waarde voor de onderneming op de lange termijn. In de Code 2016 is bepaald dat het de raad van commissarissen is die het bezoldigingsbeleid ter vaststelling voorlegt aan de algemene vergadering.³³ Deze route lijkt mij dwingend en zou wettelijk vastgelegd kunnen worden.³⁴ Wordt van een wettelijke vastlegging afgezien, dan zal de raad van commissarissen moeten toetsen of een bezoldigingsbeleid dat ter vaststelling wordt voorgesteld door een (groep) aandeelhouder(s) in lijn is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Is hiervan onvoldoende sprake, bijvoorbeeld omdat het bezoldigingsbeleid te veel inzet op het in lijn brengen van de belangen van bestuurders met de belangen van de aandeelhouder(s), dan mag naar mijn mening de raad van commissarissen weigeren het voorstel ter stemming in de algemene vergadering van aandeelhouders te brengen. Indien de raad van commissarissen buitenspel wordt gezet, bijvoorbeeld omdat het bestuur het voorstel agendeert, dan zal de raad van commissarissen via de rechter de vaststelling van het bezoldigingsbeleid (preventief dan wel achteraf) moeten aanvechten.³⁵

32 Het bepalen van de strategie om tot lange termijn waardecreatie te komen, is een aangelegenheid van het bestuur waar de raad van commissarissen toezicht ophoudt (HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970 (ABN Amro). De raad van commissarissen zal vervolgens bij het vormgeven van het bezoldigingsbeleid moeten bepalen hoe de bezoldiging van de bestuurders het beste kan leiden tot deze lange termijn waardecreatie.

33 Bpb 3.1.1 Code 2016.

34 Bij beursgenoteerde vennootschappen is het dan wel mogelijk om als aandeelhouder een conceptbezoldigingsbeleid voor te leggen aan de raad van commissarissen. Het is de raad van commissarissen die het voorgestelde bezoldigingsbeleid vervolgens na toetsing aan het vennootschappelijk belang voorlegt aan de algemene vergadering.

35 Zie in dit kader de PCM-beschikking waarin de Ondernemingskamer in het ingevoerde bezoldigingssysteem aanleiding zag tot het oordeel wanbeleid, onder meer omdat hierdoor de belangen van (een deel van) het management te veel in lijn waren met het belang van één van de aandeelhouders. Hof Amsterdam (OK) 10 januari 2008, *JOR* 2008/39

Vanwege de hernieuwde kijk op de positie van de aandeelhouder kan ook worden getwijfeld aan de verplichting dat het bezoldigingsbeleid te allen tijde door de algemene vergadering wordt vastgesteld. Het zou evengoed mogelijk zijn om de vaststelling van het bezoldigingsbeleid statutair toe te kennen aan het orgaan dat ook de individuele bezoldiging vaststelt. In dat geval zal de algemene vergadering wel te allen tijde een adviserende stem moeten krijgen over het bezoldigingsbeleid om te waarborgen dat aandeelhouders op een adequate manier toezicht kunnen houden. Verder dient ook in dat geval de individuele bezoldiging in overeenstemming te zijn met dat bezoldigingsbeleid. Een dergelijke aanpassing zou enigszins ironisch zijn, aangezien dit zou betekenen dat de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn in Nederland aanleiding geeft om een bestaand recht van de algemene vergadering af te zwakken. Een consequentie zou verder zijn dat de algemene vergadering ook het recht verliest om haar rechtmatig belang te dienen bij het vaststellen van de hoogte van de totale bezoldiging. Daarbij dient te worden opgemerkt dat in de praktijk blijkt dat over de hoogte alleen negatief wordt gestemd als er sprake is van abnormaal hoge beloningsniveaus in combinatie met relatief slechte prestaties.³⁶ Alleen over de hoogte lijken aandeelhouders zich voorsnog weinig te bekommeren.

Ook bij de toekenning van de individuele bezoldiging dient het houden van toezicht door de AVA als uitgangspunt te worden genomen. De AVA dient aldus een terughoudende rol te krijgen bij de in te voeren adviserende say-on-pay over het remuneratierapport. Dit volgt onder meer uit de gedachte zoals opgenomen in de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn dat deze stemming primair tot doel heeft om te waarborgen dat het bezoldigingsbeleid wordt uitgevoerd overeenkomstig dat beleid. De informatieve waarde van die stemming zou in dat kader voornamelijk betrekking hebben op de vraag of de uitvoering van het vastgestelde beleid in de praktijk voldoet aan de verwachtingen die het bezoldigingsbeleid bij vaststelling heeft geschapen. Is de individuele bezoldiging klaarblijkelijk in strijd met het bezoldigingsbeleid, dan is deze bezoldiging immers nietig. Uiteraard zal een negatieve stem ook het resultaat kunnen zijn van een ander soort onvrede, bijvoorbeeld met de gekozen strategie. De raad van commissarissen doet er goed aan om bij een substantieel aantal tegenstemmers in overleg te treden met deze aandeelhouders om te achterhalen waar de onvrede op ziet. In het volgende remuneratierapport zal bij een negatieve stem moeten worden uitgelegd hoe door de vennootschap rekening is gehouden met deze stemming.³⁷ Naar mijn mening gaat het echter

m.nt. Brink (PCM). Over deze beschikking, zie randnummer 452.

36 Thomas & Van der Elst 2015, p. 728-730.

37 In art. 9b lid 4 Richtlijn (EU) 2017/828 is overigens opgenomen dat te allen tijde in het volgende remuneratierapport uitgelegd moet worden hoe rekening gehouden is met de stemming over het vorige rapport. Uit overweging 31 van de herziene richtlijn volgt echter dat uitleg alleen nodig is indien de algemene vergadering tegenstemt, bij meer dan 50% dus. Het lijkt mij best practice om al een uitleg op te nemen wanneer een substantieel deel van de aandeelhouders tegenstemt.

te ver om een consequentie te verbinden aan een afwijzende stem. Ik ben daarom geen voorstander van de regeling zoals in het Verenigd Koninkrijk, waarin na een afkeurende stem door de AVA het bezoldigingsbeleid opnieuw ter goedkeuring moet worden voorgelegd aan de AVA. De AVA zou daarmee, in combinatie met haar vaststellingsrecht, te veel grip krijgen op de individuele bezoldiging van bestuurders. Dit werkt een oneigenlijk stem over het remuneratierapport in de hand. Ook wordt hiermee miskend dat de onvrede veelal kan worden weggenomen door het geven van een andere invulling aan de individuele bezoldiging binnen het (eerder door de AVA) vastgestelde beleid. Daarnaast wordt hiermee miskend dat er andere redenen ten gronde kunnen liggen aan een afwijzende stem. In dit kader speelt ook mee dat conform de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn de regeling moet worden ingevoerd om het bezoldigingsbeleid iedere vier jaar ter stemming voor te leggen aan de AVA. Een jaarlijkse adviserende stemming over het remuneratierapport zonder verdere consequenties lijkt mij voor de Nederlandse situatie dan ook het meest gepast.

396. De bevoegdheidsverdeling als remedie

Het samenspel tussen de bevoegdheden van de raad van commissarissen en de algemene vergadering maakt het mogelijk dat druk vanuit de aandeelhouders zou kunnen bijdragen aan een paradigmaverandering om de in het tweede deel gesignaleerde kernproblemen tegen te gaan. Te hooggespannen verwachtingen zal men daar niet van moeten hebben. In de praktijk zijn de aandeelhouders eerder de kwaal dan de remedie. Vele institutionele beleggers delen de visie op de bezoldiging van de top van de onderneming. Zij verwachten dat bezoldiging wordt ingezet als managementtool en eisen dat bezoldiging gekoppeld wordt aan vooraf bepaalde, objectief meetbare prestaties, met een nadruk op het creëren van aandeelhouderswaarde. Daarnaast wordt het bepalen van de ex ante hoogte op basis van externe referentie gezien als gangbaar.³⁸ Aandeelhouders roeren zich slechts bij abnormaal hoge beloningsniveaus in combinatie met relatief slechte prestaties. De aandacht gaat daarbij, mede vanwege de invloedrijke stemadviesbureaus, voornamelijk uit

38 Zie ook Vletter–Van Dort 2014, nr. 5 waarin zij verwijst naar een artikel van de New York Times over de ‘fidel castro-like election results’ en geconcludeerd wordt dat de say-on-payregeling in de VS juist heeft geleid tot hogere bezoldigingsniveaus (zie https://dealbook.nytimes.com/2013/06/26/in-shareholder-say-on-pay-votes-more-whispers-than-shouts/?_php=true&_type=blogs&_r=0, laatst geraadpleegd op 7 augustus 2017).

naar de verhouding tussen beloning en prestatie.³⁹ De bemoeienis van aandeelhouders blijft daarnaast beperkt tot uitschieters.⁴⁰

Een veelgehoorde negatieve werking van (bindende) say-on-payregelingen zou verder zijn dat veel aandeelhouders ondeskundig of rationeel apathisch zijn, wat een stemming over het bezoldigingsbeleid of het remuneratierapport betreft. Zij zullen zich laten leiden door stemadviesbureaus waardoor de macht van deze bureaus toeneemt. Vennootschappen zouden daardoor worden aangezet tot het ontwerpen van uniforme bezoldigingsstructuren conform de richtlijnen van deze stemadviesbureaus en de belangrijke institutionele beleggers, zonder de bezoldiging af te stemmen op de specifieke onderneming. Vooralsnog komt uit onderzoek echter naar voren dat het stemadvies van deze stemadviesbureaus in Nederland niet altijd doorslaggevend is voor de uitkomst van de stemming.⁴¹

De instrumenten om druk te zetten op de raad van commissarissen om tot een andere wijze van vaststellen of bezoldigen te komen, zijn dus aanwezig. De vennootschapsrechtelijke bepalingen die betrekking hebben op de bevoegdheidsverdeling bij het vaststellen van de bezoldiging zullen op zichzelf echter niet (snel) bijdragen aan de noodzakelijke paradigmaverandering.⁴² Wel kan het Nederlandse vennootschapsrechtelijke systeem een belangrijke rol spelen bij het oplossen van de gesignaleerde kernproblemen nadat deze paradigmaverandering zich bij de institutionele (en particuliere) beleggers heeft voltrokken.

397. Een versterkte rol voor de ondernemingsraad?

Om de raad van commissarissen te dwingen bij het vaststellen van de ex ante hoogte van de bezoldiging minder te steunen op externe referentie zou gedacht kunnen worden aan het versterken van de positie van de ondernemingsraad bij het vaststellingsproces. Een duidelijke scheidslijn is daarbij aan te brengen tussen enerzijds het aanvullen van de bevoegdheden die de ondernemingsraad heeft om zijn visie op de bezoldiging van bestuurders over te brengen aan de bestuurders, commissarissen en aandeelhouders en anderzijds het toekennen van een instem-

39 “Wij blijven bezorgd over de discrepantie tussen bonussen en financiële prestaties”, aldus Glass Lewis. Zie o.a. <http://www.rtlz.nl/business/adviesbureau-kritisch-over-bonus-shell-baas>; http://www.telegraaf.nl/dft/bedrijven/royal_dutch_shell_a/25766696/___Adviesbureau_kritisch_over_bonus_Shellbaas___html. Zie ook Fisch e.a. 2017 die erop wijzen dat er sprake is van een negatieve correlatie tussen hoge aandeelhoudersrendementen en negatieve say-on-paystemmingen.

40 Thomas & Van der Elst 2015, p. 728-730.

41 Thomas & Van der Elst 2015, p. 704-705.

42 Zie voor een onderzoek uit het VK op grond waarvan de auteurs concluderen dat over het algemeen de invoering van say-on-pay weinig verandert aan het bezoldigingsniveau of de structuur van de bezoldiging van bestuurders: Conyon & Sadler 2010, p. 296-312.

mingsrecht over het bezoldigingsbeleid in welk geval er een driehoeksverhouding ontstaat bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders.

Momenteel heeft de ondernemingsraad een ‘adviserende say-on-pay’ over het bezoldigingsbeleid. Op grond van art. 2:135 lid 2 BW wordt de ondernemingsraad immers in staat gesteld een standpunt te bepalen over het voorgestelde bezoldigingsbeleid. De gedachte achter het toekennen van het (spreek- en) standpuntbepalingsrecht aan de ondernemingsraad is, dat aandeelhouders bij hun besluitvorming kunnen beschikken over informatie die zo volledig mogelijk is. Hiertoe behoort dat de aandeelhouders eveneens kennis hebben kunnen nemen van de visie van de werknemers, zodat zij zicht krijgen op het draagvlak voor het te nemen besluit. Nu aan de AVA een recht wordt verleend om jaarlijks te stemmen over het remuneratierapport zou een mogelijkheid kunnen zijn om de ondernemingsraad ook een standpunt te laten bepalen over dit rapport alvorens de AVA tot stemming zal overgaan.

Het invoeren van een instemmingsrecht voor de ondernemingsraad over het bezoldigingsbeleid is een paardenmiddel. Ik zou daar geen voorstander van zijn. Binnen het vennootschapsrecht bestaat consensus dat de ondernemingsraad geen recht heeft om de hoogte van de bestuurders te bepalen.⁴³ Naast het vaak gehoorde, meer principiële punt dat de werknemer niet de bezoldiging van zijn baas dient vast te stellen, zijn er diverse redenen waarom een instemmingsrecht tot een gemankeerd vennootschapsrechtelijk systeem leidt.⁴⁴ Een grotere invloed van de ondernemingsraad ten aanzien van de vaststelling van het bezoldigingsbeleid van bestuurders is vanuit een zuivere benadering van de bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap mijns inziens dan ook niet gewenst. Hetzelfde geldt voor het vaststellen van de individuele bezoldiging.⁴⁵

43 Zie hiervoor allereerst de uitleg over de reikwijdte van art. 27 WOR. Zie Holtzer 2004, p. 66 e.v.; Ter Haseborg 2008, par. 2.2. In het vennootschapsrecht wordt tot op heden geen afbreuk gedaan aan de uiteindelijke verdeling van de bevoegdheid om besluiten te nemen. Zie hierover Holtzer 2010, alinea 1; Zie over de vraag of de positie van de ondernemingsraad versterking behoeft eveneens het SER-advies ‘Evenwichtig ondernemingsbestuur’, 15 februari 2008, 08/01.

44 Zo zal het bijvoorbeeld de slagvaardigheid van de raad van commissarissen tijdens de onderhandelingen met de bestuurder ernstig verminderen. Ook zal het mijns inziens niet direct bijdragen aan een bewustwordingsproces bij de raad van commissarissen dat een paradigmaverschuiving noodzakelijk is, maar partijen eerder tegenover elkaar plaatsen. Verder kan het instemmingsrecht oneigenlijk gebruikt worden voor het bereiken van andere doeleinden.

45 Zie in gelijke zin onder ander Ter Haseborg 2008, par. 2.4. De ondernemingsraad heeft reeds feitelijke macht om excessen tegen te gaan, zoals onder meer zichtbaar was bij KPN. Zie <http://fd.nl/ondernemen/1099202/blok-geeft-extraatje-terug> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

De kans dat een dergelijk recht aan de ondernemingsraad wordt toegekend acht ik overigens klein. Tot op heden is de wetgever blijven steken bij het verlenen van een overleg-, informatie-, standpuntbepalings- of spreekrecht. Ook met het aanhangige wetsvoorstel op grond waarvan de ondernemer verplicht wordt jaarlijks de verhouding tussen het bezoldigingsniveau van bestuurders en de rest van de werknemers te bespreken met de ondernemingsraad overschrijdt de minister de hiervoor getrokken grens niet.⁴⁶ Daarbij dient te worden opgemerkt dat de ondernemingsraad mijns inziens beschikt over voldoende juridische middelen om zijn visie op de bezoldiging van bestuurders voor het voetlicht te brengen.⁴⁷ De rol van de ondernemingsraad bij het vaststellen van de bezoldiging zal dan ook niet afhangen van nieuw vormgegeven regelingen, maar van de wijze waarop de desbetreffende ondernemingsraad gebruikmaakt van de bestaande juridische mogelijkheden. Daarbij kan de ondernemingsraad samenwerken met vakorganisaties om, onder gebruikmaking van de aan de vakorganisaties toekomende middelen, invloed uit te oefenen op het bezoldigingsbeleid.⁴⁸

398. Herziening van art. 2:135 BW

Nederland lijkt, ten slotte, eveneens af te wijken van de onderzochte landen doordat in de wet is opgenomen dat de bezoldiging wordt vastgesteld door de AVA of een statutair daartoe aangewezen orgaan, waarbij als uitgangspunt genomen wordt dat deze vaststelling geschiedt door middel van een direct extern werkend bezoldigingsbesluit. Zoals uiteengezet staat art. 2:135 lid 4 BW ook toe dat de bezoldiging bij overeenkomst wordt vastgesteld. Voor de toepassing van art. 2:135 lid 4 BW is aanpassing naar mijn mening dan ook niet vereist.

De wijze waarop het artikellid tekstueel is vormgegeven werkt wel onduidelijkheid in de hand, bijvoorbeeld over de vraag hoe een vastgestelde bezoldiging zich verhoudt tot een arbeidsovereenkomst of overeenkomst van opdracht. De woordkeuze voor het ‘vaststellen’ van de bezoldiging stamt nog uit de tijd dat een bezoldiging in de meeste gevallen eenzijdig werd bepaald door de AVA. Deze eenzijdige

46 Zie het wetsvoorstel Wijziging van de Wet op de ondernemingsraden in verband met de bevoegdheden van de ondernemingsraad inzake de beloningen van bestuurders; *Kamerstukken II*, 34 494, 2015/16, nr. 3 (MvT). Met deze nieuwe regeling lijkt nadere invulling te worden gegeven aan het reeds bestaande informatie- en overlegrecht van de ondernemingsraad. Naast art. 23 WOR heeft de ondernemingsraad op basis van 31d WOR al bevoegdheden ten aanzien van de beloningsverhoudingen.

47 De ondernemingsraad heeft onder meer een standpuntbepalings- en spreekrecht (art. 2:135 lid 2 BW), een informatierecht (art. 2:135 lid 2 BW en 31d WOR) en een overlegrecht (art. 23 WOR).

48 Holtzer 2012.

vaststelling weerspiegelt niet langer de gang van zaken waarop tegenwoordig de bezoldiging van bestuurders wordt overeengekomen. De wetgever doet er mijns inziens goed aan de woorden van art. 2:135 lid 4 BW te wijzigen zodat bij eerste oogopslag duidelijk is dat dit artikel moet worden aangemerkt als een vertegenwoordigingsbepaling, waarmee wordt afgeweken van de reguliere vertegenwoordigingsregel zoals opgenomen in art. 2:130 BW.

De amendering van art. 2:135 lid 4 BW kan de wetgever aangrijpen om meer helderheid te scheppen in de verhouding tussen het vaststellen van de individuele bezoldiging (lid 4) en het bezoldigingsbeleid (lid 1).⁴⁹ Zo zorgt het vervangen in lid 1 van de woorden ‘met inachtneming van’ door ‘in overeenstemming met’ ervoor dat het dwingende karakter van het bezoldigingsbeleid meer tot uiting komt.⁵⁰ Nog beter zou zijn wanneer de wetgever expliciet zou opnemen dat een bezoldiging nietig is wanneer deze in strijd is met of afwijkt van het bezoldigingsbeleid, behoudens de uitzondering zoals opgenomen in de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn. De vennootschap heeft daardoor de mogelijkheid om in uitzonderlijke omstandigheden tijdelijk af te wijken van het bezoldigingsbeleid, mits in het beleid is bepaald onder welke procedurele voorwaarden afwijking kan geschieden en van welke onderdelen van het beleid mag worden afgeweken. Onder deze uitzonderlijke omstandigheden vallen uitsluitend situaties waarin de afwijking van het bezoldigingsbeleid noodzakelijk is om de lange termijn belangen en duurzaamheid van de vennootschap als geheel te dienen of haar levensvatbaarheid te garanderen.⁵¹ In deze aanpassingsronde kan tegelijkertijd worden verduidelijkt dat een bezoldiging die niet in overeenstemming is met het bezoldigingsbeleid maar wel is goedgekeurd door de AVA, niet nietig is. De wetgever zou verder nog na kunnen denken over het tegengaan van onredelijke uitkomsten wanneer de bezoldiging nietig blijkt te zijn, bijvoorbeeld door de rechter de bevoegdheid te geven art. 3:53 lid 2 BW analoog toe te passen.

Ten slotte doet de wetgever er goed aan meer duidelijkheid te scheppen in de verhouding tussen het vaststellen van het bezoldigingsbeleid (lid 1) en het voorstel

49 Hoewel dit in de praktijk niet voor problemen zorgt, is de gehele vormgeving van art. 2:135 lid 4 BW ongelukkig, omdat daaruit voort lijkt te vloeien dat alleen wanneer de algemene vergadering de individuele bezoldiging vaststelt, het bezoldigingsbeleid in acht moet worden genomen. Ook op dit punt kan de regeling dus strakker worden vormgegeven.

50 Toevalligerwijs is deze wijziging ook noodzakelijk vanwege de implementatie van de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn, zie art. 9a lid 2 Richtlijn (EU) 2017/828.

51 Art. 9a lid 4 Richtlijn (EU) 2017/828. Het remuneratierapport moet informatie bevatten over de in dergelijke uitzonderlijke omstandigheden toegekende bezoldigingen. Richtlijn (EU) 2017/828, overweging 30.

DE POSITIE VAN NEDERLAND

tot goedkeuring van een regeling in de vorm van aandelen of rechten tot het nemen van aandelen (lid 5) door de algemene vergadering. Over het samenspel tussen beide bepalingen is mijns inziens onvoldoende nagedacht.

HET ACHTERAF AANPASSEN EN TERUGVORDEREN

399. Het *pacta sunt servanda*-beginsel in woelige wateren

De laatste remedie van de wetgever heeft te maken met het creëren of aanscherpen van de mogelijkheid om een bezoldiging achteraf aan te passen of terug te vorderen. De wetgever maakt daarbij inbreuk op een eeuwenoud beginsel van het recht. Een private onderneming mag in beginsel immers zelf bepalen hoeveel zij aan haar bestuurder wil betalen en een bestuurder is vrij te bepalen hoeveel hij voor zijn diensten wil ontvangen. Indien eenmaal een overeenkomst tussen beide gesloten is, dan is het recht hierover helder: *pacta sunt servanda*. De overeenkomst dient, behoudens buitengewoon bijzondere omstandigheden, nagekomen te worden.

Het beginsel van *pacta sunt servanda* is van essentieel belang voor een soepel verloop van het handelsverkeer en de bescherming van derden die rechtshandelingen met rechtspersonen aangaan. De rechtszekerheid die dit beginsel biedt, zorgt ervoor dat mensen bereid zijn tijd en geld te investeren, omdat ervan kan worden uitgegaan dat overeenkomsten in beginsel worden nagekomen. Deze zekerheid is een belangrijke bouwsteen voor iedere samenleving.

De financiële crisis heeft ervoor gezorgd dat bij de bezoldiging van bestuurders aan de stoelpoten van het *pacta sunt servanda* beginsel wordt gezaagd, althans zo lijkt het. Door de ontstane financiële malaise worden steeds meer gevallen voor het voetlicht gebracht waarbij het nakomen van een afgesproken bezoldiging tot onvrede leidt van aandeelhouders, werknemers of het grote publiek. De roep om de bezoldiging van bestuurders achteraf aan te passen wordt steeds luider, waarbij de wetgever in de onderzochte landen zich niet onbetuigd heeft gelaten. De algemene onvrede over de gang van bezoldigingszaken bij diverse ondernemingen heeft ertoe geleid dat verschillende initiatieven zijn ontplooid waarmee de desbetreffende wetgever tracht te voorzien in de mogelijkheid de hoogte van een reeds uitgekeerde of nog uit te keren bezoldiging achteraf te wijzigen.¹ In dit hoofdstuk zal ik ingaan op deze initiatieven waarbij ik mij beperk tot de mogelijkheden die specifiek betrekking hebben op de bezoldiging van bestuurders. Vervolgens komen de sinds

¹ Zie voor Nederland onder andere lid 6, 7 (oud) en 8 van art. 2:135 BW. Zie voor de invoering van deze leden: Staatsblad 2013, 589.

de recente crisis in Nederland ingevoerde wettelijke regelingen aan bod, waarna gekeken zal worden naar de positie van Nederland ten opzichte van de onderzochte landen. Verder zal worden ingegaan op de vraag of de huidige wettelijke regelingen een bijdrage kunnen leveren aan het oplossen van de kernproblemen die betrekking hebben op de structuur en de hoogte van de bezoldiging van bestuurders.

Aanpassen en terugvorderen in de onderzochte landen

29.1 Aanpassen en terugvorderen in het Verenigd Koninkrijk

400. De UK Corporate Governance Code

Vooropgesteld dient te worden dat een wettelijke regeling die specifiek betrekking heeft op het aanpassen of terugvorderen van (een deel van) de bezoldiging van bestuurders in het Verenigd Koninkrijk ontbreekt. In de UK Corporate Governance Code is slechts een aanbeveling opgenomen om in de overeenkomst met de bestuurder een claw back-bepaling op te nemen. In een vorige versie was in Schedule A nog opgenomen: “consideration should be given to the use of provisions that permit the company to reclaim variable components in exceptional circumstances of misstatement or misconduct.”¹ Sinds 2014 is een meer dwingende bepaling te vinden in deze code. D.1.1. CGC 2014 stelt dat ondernemingen bij het vormgeven van prestatiegerelateerde beloningsvormen voor uitvoerende bestuurders bepalingen dienen op te nemen “that would enable the company to recover sums paid or withhold the payment of any sum, and specify the circumstances in which it would be appropriate to do so”.² Deze bepaling is ongewijzigd overgenomen in de herziene code van 2016.³ De juridische basis voor het aanpassen of terugvorderen van de bezoldiging van bestuurders is in het Verenigd Koninkrijk dan ook afhankelijk van de aanwezigheid van een dergelijke bepaling in de overeenkomst.⁴ Een specifieke, wettelijke regeling kent het Verenigd Koninkrijk niet.

In D.1.4. CGC 2016 is nog opgenomen dat de remuneratiecommissie zorgvuldig de bezoldigingsverplichtingen dient af te stemmen op een mogelijk vroegtijdig vertrek van de uitvoerende bestuurder. Het doel daarvan is het tegengaan van *pay-for-failure*. De commissie: “should take a robust line on reducing compensation to reflect departing directors’ obligations to mitigate loss.” Ook hier zal de remuneratiecommissie het verminderen van de bezoldiging moeten vastleggen in de overeenkomst.

1 UK Code 2012, Schedule A.

2 UK Code 2014, D.1.1.

3 UK Code 2016, D.1.1.

4 Verder zou het mogelijk kunnen zijn op grond van een algemene verbintenissenrechtelijke regeling. Daarbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het Engelse verrijktingsrecht.

29.2 Aanpassen en terugvorderen in de Verenigde Staten

401. Clawback onder Sarbanes-Oxley

Op 30 juli 2002 ondertekende president Bush de Sarbanes-Oxley Act. Deze wet was een rechtstreekse reactie op de (boekhoud)schandalen in de Verenigde Staten. Bestuurders van verschillende grote ondernemingen, waaronder het energieconcern Enron, hadden jarenlang de cijfers gemanipuleerd, om zo de winst en daarmee hun beloning kunstmatig hoog te houden.⁵ Een doorn in het oog van de politiek waren de vele ‘financial restatements’ die plaatsvonden in 2000 en 2001. Er was aanleiding te vermoeden dat deze restatements het gevolg waren van een bewust handelen door bestuurders om een maximale waarde voor hun aandelenopties te genereren. Om deze praktijken tegen te gaan, werd §304 in de Sarbanes-Oxley Act opgenomen. Dit artikel bepaalt, dat in het geval waarin een vennootschap verplicht is tot het uitbrengen van een financial restatement vanwege ‘misconduct’, de CEO en de CFO iedere vorm van variabele bezoldiging moeten teruggeven die zij in de twaalf maanden volgend op de originele financial statement hebben ontvangen, inclusief iedere winst die zij hebben weten te realiseren met de verkoop van aandelen van de vennootschap gedurende die periode.⁶

§304 (a) Additional compensation prior to noncompliance with commission financial reporting requirements.

“If an issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer, as a result of misconduct, with any financial reporting requirement under the securities laws, the chief executive officer and chief financial officer of the issuer shall reimburse the issuer for:

- (1) any bonus or other incentive-based or equity-based compensation received by that person from the issuer during the 12-month period following the first public issuance or filing with the Commission (whichever first occurs) of the financial document embodying such financial reporting requirement; and
- (2) any profits realized from the sale of securities of the issuer during that 12-month period.”

Enige onzekerheid bestond er over de vraag of onbehoorlijk gedag van iemand anders dan de CEO of CFO ook zou leiden tot toepassing van §304. In de rechtszaak SEC v. Jenkins kwam hierover meer duidelijkheid. CSK Auto Corporation zag zich gedwongen tot een financial restatement vanwege een massale fraude die was gepleegd door een aantal senior officers. Ondanks dat de CEO Maynard Jenkins geen misconduct ten laste werd gelegd, deed de SEC een beroep

⁵ Van Ginneken 2003, p. 63.

⁶ Bainbridge 2012, p. 130.

op §304 om de bezoldiging van Jenkins terug te vorderen. De SEC nam daarbij het standpunt in dat: “the misconduct of corporate officers, agents or employees acting within the scope of their agency or employment is sufficient misconduct to meet this element of the statute.”⁷ De rechter volgde de SEC in haar standpunt.

“the Court holds that the text and structure of Section 304 require only the misconduct of the issuer, but do not necessarily require the specific misconduct of the issuer’s CEO or CFO. Moreover, Section 304’s legislative history supports this textual reading. Because Congress’s intent is evident from these main methods of statutory interpretation, the Court need not resort to the additional canons raised by Defendant.”⁸

Daarbij speelde een rol dat verschillende bepalingen van de Sarbanes-Oxley Act expliciet zagen op de persoonlijke verantwoordelijkheid van de CEO en CFO voor de juistheid van de cijfers van de vennootschap.⁹ Ook speelde mee, dat in het verleden legio voorbeelden waren te vinden waarin de CEO en CFO het wangedrag van ondergeschikten door de vingers hadden gezien. Aangenomen werd dan ook dat de CEO en CFO niet zouden mogen profiteren van het wangedrag van hun werknemers, ongeacht of zij hiervan op de hoogte zijn of niet.¹⁰ In deze terugvorderingsregel is aldus een duidelijke “pay-for-responsibility” gedachte te ontwaren waarbij aan bestuurders een prikkel wordt gegeven om fraude tegen te gaan.

402. Clawback onder Dodd-Frank Act

De clawback-regeling wordt verder aangevuld door de invoering van §954 van de Dodd-Frank Act.¹¹ §954 is in het leven geroepen om ervoor te zorgen dat iedere beursgenoteerde onderneming in de Verenigde Staten een beleid heeft op grond waarvan een deel van de prestatiegerelateerde bezoldiging van de bestuurder

7 Zie SEC v. Jenkins, 718 F. Supp. 2d 1070 (D. Ariz. 2010). In de literatuur werd getwijfeld over deze verregaande uitleg van §304: “It remains to be seen whether a federal agency may constitutionally deprive a person who is not alleged to have violated any law of compensation that was lawfully received, particularly where the statute’s intended reach is ambiguous”. Savarese & Carlin 2009.

8 Zie SEC v. Jenkins, 718 F. Supp. 2d 1070 (D. Ariz. 2010). In onderhavige zaak ging het om een motion to dismiss. De rechter hoefde dan ook niet in te gaan op wat uiteindelijk voortvloeit uit de feiten. De rechter ging wel in op de vraag of de grondslag plausibel is. Op 15 november 2011 is uiteindelijk een schikking getroffen tussen de SEC en Jenkins. Zie ter informatie onder meer <https://corpgov.law.harvard.edu/tag/sec-v-jenkins/> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

9 Zie onder andere de certificatieverplichting uit §302 Sarbanes-Oxley Act. Zie over deze verplichting Van Ginneken 2003, par. 3.

10 SEC v. Jenkins, 718 F. Supp. 2d 1070 (D. Ariz. 2010). In ieder ander geval zouden zij immers een prikkel hebben om een oog dicht te knijpen.

11 §954 Dodd-Frank Act creëert sectie 10D van de Securities Exchange Act.

kan worden teruggevorderd wanneer deze is gebaseerd op een onjuiste toepassing van de accounting regels. Het gaat daarbij om dat deel van de prestatiegerelateerde bezoldiging waar de uitvoerende bestuurder geen recht op zou hebben gehad wanneer de regels wel op een juiste wijze waren nageleefd.¹²

“The Committee believes it is unfair to shareholders for corporations to allow executives to retain compensation that they were awarded erroneously. This proposal will clarify that all issuers must have a policy in place to recover compensation based on inaccurate accounting so that shareholders do not have to embark on costly legal expenses to recoup their losses or so that executives must return monies that should belong to the shareholders.”¹³

Op 1 juli 2015 heeft de SEC uitvoering gegeven aan §954 en regel 10D-1 Securities Exchange Act 1934 ter consultatie voorgelegd.¹⁴ Op grond van deze regel wil de SEC de Amerikaanse effectenbeurzen ertoe bewegen, dat iedere effectenbeurs de verplichting oplegt aan bij deze beurs genoteerde ondernemingen om een beleid voor het terugvorderen van prestatiegerelateerde beloningsvormen¹⁵ van (voormalige) bestuurders te ontwikkelen, openbaar te maken en toe te passen.¹⁶ Dit terugvorderingsbeleid hoeft slechts te zien op het geval van een

12 Senate Report nummer 111-176, §954. “Companies would be required to recover the amount of incentive-based compensation received by an executive officer that exceeds the amount the executive officer would have received had the incentive-based compensation been determined based on the accounting restatement.” Voorzien wordt dat het berekenen van het terug te vorderen bedrag bij prestatiegerelateerde bezoldiging gebaseerd op de aandelenkoers of TSR voor problemen kan zorgen. Ondernemingen mogen in dat geval een redelijke schatting maken van het effect van de ‘restatement’ op de toepasbare maatstaf om het bedrag te bepalen. Daarnaast mag van het terugvorderen van de bezoldiging worden afgezien indien de kosten om terug te vorderen hoger liggen dan het terug te vorderen bedrag of, in het geval van buitenlandse ondernemingen, wanneer terugvorderen in strijd zou zijn met het recht van het thuisland.

13 Senate Report nummer 111-176, §954.

14 SEC 17 CFR Parts 229, 240, 249 en 274 (te raadplegen op <https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/33-9861.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)). Zie ook <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-136.html> (laatst bezocht op 5 augustus 2017). Deze regeling is nipt aanvaard door de SEC met een stemming van 3-2.

15 Prestatiegerelateerde bezoldiging wordt in het voorgestelde 10D-1(c)(4) gedefinieerd als “any compensation that is granted, earned or vested based wholly or in part upon the attainment of a financial reporting measure.”

16 Iedere beursgenoteerde onderneming moet zijn terugvorderingsbeleid toevoegen aan zijn bestuursverslag op grond van de Securities Exchange Act. Daarnaast is iedere beursgenoteerde onderneming verplicht iedere toepassing van het terugvorderingsbeleid openbaar te maken in het bestuursverslag, indien er in het laatste fiscale jaar sprake is geweest van een restatement.

financial restatement vanwege een onjuiste toepassing van de accounting regels.¹⁷ Voldoet een beursgenoteerde vennootschap niet aan het hebben, openbaar maken en/of toepassen van een terugvorderingsbeleid, dan verliest deze vennootschap haar notering aan de beurs.¹⁸

De voorgestelde verplichting is op bepaalde punten ruimer dan de regel zoals opgenomen in de Sarbanes-Oxley Act. Allereerst wordt geëxpliciteerd dat ‘misconduct’ van de uitvoerende bestuurder of iemand anders geen vereiste is voor het terugvorderen van een deel van de bezoldiging.¹⁹ Daarnaast moet het vereiste beleid betrekking hebben op het terugvorderen van de ten onrechte uitgekeerde bezoldiging die de uitvoerende bestuurder heeft ontvangen gedurende de drie fiscale jaren voorafgaand aan de datum waarop de verplichting tot het uitbrengen van een financial restatement ontstond.²⁰ Het terugvorderingsbeleid is daarnaast niet beperkt tot de CEO en CFO, maar dient te zien op alle huidige en voormalige executive officers.²¹

Het is ondernemingen expliciet verboden bestuurders te vrijwaren van een clawback. Een bestuurder kan wel zelf een verzekering afsluiten, maar de premies mogen niet betaald worden door de vennootschap.²²

-
- 17 Het voorgestelde 10D-1(c)(1) definieert een ‘accounting restatement’ als een verplichte herziening van “previously issued financial statements to reflect the correction of one or more errors that are material to those financial statements.”
 - 18 Senate Report nummer 111-176, 135.
 - 19 “It does not require adjudication of misconduct in connection with the problematic accounting that required restatement.” Senate Report nummer 111-176, §954. Zie ook “The recovery would be required on a ‘no fault’ basis, without regard to whether any misconduct occurred or an executive officer’s responsibility for the erroneous financial statements” (te raadplegen op <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-136.html> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).
 - 20 De verplichting tot herziening kan op twee momenten ontstaan, namelijk (i) wanneer de onderneming “concludes, or reasonably should have concluded, that the issuer’s previously issued financial statements contain a material error” of op (ii) “the date a court, regulator or other legally authorized body directs the issuer to restate its previously issued financial statements to correct a material error.”
 - 21 Onder de executive officers vallen volgens de SEC in ieder geval de “president, principal financial officer, principal accounting officer, any vice-president in charge of a business unit, and any other person who performs policy-making functions for the company”. Zie voor een nog uitgebreidere beschrijving: SEC 17 CFR Parts 229, 240, 249 en 274, p. 34.
 - 22 17 CFR Parts 229, 240, 249 en 274, p. 94 e.v.

29.3 Aanpassen en terugvorderen in Duitsland

403. §87 Abs. 2 AktG na de VorstAG

“Die Neueregulung wird kaum dazu führen, das § 87 II AktG aus seinem Dornröschenschlaf erwacht.”²³

Sinds 5 augustus 2009 is in Duitsland de ‘Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung’ (“VorstAG”) van kracht. Met deze wet is de bevoegdheid van de raad van commissarissen aangescherpt om de bezoldiging van bestuurders achteraf aan te passen.²⁴ Tot deze aanpassing was de toegevoegde waarde van § 87 Abs. 2 AktG beperkt vanwege de restrictieve uitleg die aan het artikel werd gegeven.²⁵ Het artikel werd gezien als een ultimum remedium, waardoor bijzonder strenge eisen waren vereist voor het doen van een beroep op § 87 Abs. 2 AktG.²⁶ Voorop staat ook in Duitsland het beginsel van pacta sunt servanda.²⁷ Het achteraf aanpassen van de bezoldiging was slechts mogelijk indien er sprake was van een ‘wesentlichen Verschlechterung in den Verhältnissen der Gesellschaft’ en het nakomen van de bezoldigingsafspraken een ‘schwere Unbilligkeit’ voor de vennootschap was. Deze hoge eisen zorgden ervoor dat toepassing alleen mogelijk was waneer er sprake was van een dusdanige financiële noodsituatie bij de vennootschap dat haar voortbestaan in gevaar is.²⁸ De restrictieve uitleg van § 87 Abs. 2 AktG 1965 leidde ertoe, dat de wettelijke mogelijkheid om de bezoldiging aan te passen als een ‘Papiernorm’ werd gezien. In de praktijk werd de bezoldiging zelden achteraf aangepast.²⁹

23 Diller 2009, p. 1006 en 1009 naar verwezen in Meyer 2012, p. 266.

24 Zie het huidige §87 Abs. 2 AktG.

25 Rieble & Schmittlein 2011, p. 79; Zie ook Fleischer 2009, p. 801-804; Meyer 2012, p. 271.

26 “Das Recht des Aufsichtsrats zur einseitigen Herabsetzung der Bezüge wird vom Gesetzgeber als äußerster Notbehelf betrachtet.” Zie Schlegelberger e.a. 1937, §78 Rn. 8. Zie ook Meyer 2012, p. 267.

27 § 87 Abs. 2 AktG wordt gezien als een lex specialis van § 313 BGB dat enigszins vergelijkbaar is met het Nederlandse art. 6:258 BW. Zo bepaalt het eerste lid van § 313 BGB: “Haben sich Umstände, die zur Grundlage des Vertrags geworden sind, nach Vertragsschluss schwerwiegend verändert und hätten die Parteien den Vertrag nicht oder mit anderem Inhalt geschlossen, wenn sie diese Veränderung vorausgesehen hätten, so kann Anpassung des Vertrags verlangt werden, soweit einem Teil unter Berücksichtigung aller Umstände des Einzelfalls, insbesondere der vertraglichen oder gesetzlichen Risikoverteilung, das Festhalten am unveränderten Vertrag nicht zugemutet werden kann.”

28 Stenzel 2012, p. 248.

29 Meyer 2012, p. 268 en 271; Schüller 2002, p. 115; Rieble & Schmittlein 2011, p. 79. Zie ook Fleischer 2009, p. 801-804; Stenzel 2012, p. 247; Martens 2005, p. 124-154.

In 2009 wordt § 87 Abs. 2 AktG aangescherpt. De bedoeling van de wetgever is om de vereisten voor toepassing van de wettelijke mogelijkheid om onder omstandigheden een overeengekomen bezoldiging aan te passen zonder dat daarvoor een contractuele bepaling nodig is, ‘klarer und schärfer’ te krijgen.³⁰ De drempel voor toepassing wil de wetgever onder meer verlagen door de woorden ‘wesentlichen’ en ‘schwere’ te schrappen. Het doel van het artikel blijft gelijk.³¹

Voorgesteld werd om § 87 (2) AktG als volgt aan te passen: “Verschlechtert sich die Lage der Gesellschaft nach der Festsetzung so, dass die Weitergewährung der Bezüge nach Absatz 1 unbillig wäre, so hat der Aufsichtsrat [...] die Bezüge auf die angemessene Höhe herabzusetzen.”³²

Op het oorspronkelijke wetsvoorstel was veel kritiek, onder meer omdat deze voorgestelde regeling geen discretionaire bevoegdheid leek in te houden voor de Aufsichtsrat, iedere onbillijkheid kon leiden tot aanpassing en het gehele aan voormalige bestuurders toegekende pensioen kon worden aangepast. Naar aanleiding van de kanttekeningen die werden geplaatst bij het voorgestelde § 87 Abs. 2 AktG, werd het artikellid gewijzigd in een ‘Soll’-bepaling,³³ werd de reikwijdte van de ‘onbillijkheid’ beperkt door op te nemen dat het nakomen van de bezoldigingsafspraken onbillijk moest zijn ten opzichte van de vennootschap en werd eveneens een beperking opgenomen van de mogelijkheid om bepaalde bezoldigingsvormen zoals pensioenbetalingen aan te passen. Uiteindelijk kwam de nieuwe regeling er als volgt uit te zien:³⁴

§ 87 (2) AktG: “Verschlechtert sich die Lage der Gesellschaft nach der Festsetzung so, dass die Weitergewährung der Bezüge nach Absatz 1 unbillig für die Gesellschaft wäre, so soll der Aufsichtsrat oder im Falle des § 85 Absatz 3 das Gericht auf Antrag des Aufsichtsrats die Bezüge auf die angemessene Höhe herabsetzen. Ruhegehalt, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art können nur in den ersten drei Jahren nach

30 BT-Drucks. 16/12278, p. 6.

31 Het primaire doel is het beschermen van aandeelhouders, schuldeisers en werknemers tegen een vermindering van het vermogen van de vennootschap. Zie Meyer, 2012, p. 268 en 271. Stenzel noemt verder nog het versterken van de koppeling tussen de financiële toestand van de vennootschap en de prestaties van het bestuur, het zorgdragen voor een ‘passende’ bezoldiging en het versterken van de solidariteit binnen de onderneming. R. Stenzel 2012, p. 249.

32 Art. 1, nr. 1b Entwurf VorstAG. BT-Drucks. 16/12278, p. 3 (te raadplegen op <http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/16/122/1612278.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

33 Het woord ‘hat’ is dwingender, dan het woord ‘soll’.

34 Opgemerkt dient te worden dat § 87 (2) AktG, in tegenstelling tot § 87 (1) Satz 2 AktG, niet beperkt is tot alleen beursgenoteerde ondernemingen, maar van toepassing op alle Aktiengesellschaften. Meyer 2012, p. 267. Het OLG Köln acht § 87 (2) AktG zelfs analoog van toepassing op de GmbH, zie OLG Köln 6 november 2007, NZG 2008, 637.

Ausscheiden aus der Gesellschaft nach Satz 1 herabgesetzt werden. Durch eine Herabsetzung wird der Anstellungsvertrag im übrigen nicht berührt. Das Vorstandsmitglied kann jedoch seinen Anstellungsvertrag für den Schluß des nächsten Kalendervierteljahrs mit einer Kündigungsfrist von sechs Wochen kündigen.”

Voor toepassing van het huidige § 87 (2) AktG zijn aldus twee cumulatieve vereisten nodig: (i) een verslechtering van de situatie van de vennootschap waardoor (ii) het nakomen van de bezoldigingsafspraken onbillijk is voor de vennootschap.³⁵ Ondanks deze aanscherping lijkt het beoogde doel niet bereikt doordat de precies te hanteren norm alsnog als ‘unklar’ wordt ervaren.³⁶

404. Verschlechterung der Lage der Gesellschaft

Door de wetgever is expliciet afscheid genomen van de eis dat er sprake zou moeten zijn van een ‘wezenlijke’ verslechtering van de toestand van de vennootschap. Op grond van de wetstekst lijkt dan ook snel te zijn voldaan aan het eerste vereiste, overigens ten onrechte. Het uitgangspunt blijft dat de bezoldigingsafspraken nagekomen dienen te worden door de vennootschap. Het pacta sunt servanda-beginsel wordt dus niet door iedere negatieve ontwikkeling van de toestand van de vennootschap doorbroken.³⁷ Maar wanneer dan wel?

De vereisten van het oude § 87 (2) AktG 1965 brachten mee dat aanpassing pas gerechtvaardigd was wanneer de vennootschap insolvent raakt of wordt geconfronteerd met een ‘unmittelbare Krise’.³⁸ Van een onmiddellijke crisis is bijvoorbeeld sprake wanneer de waarde van de activa lager is dan het minimumkapitaal³⁹ of wanneer de vennootschap krediet van een derde niet meer onder gewone marktomstandigheden kan aantrekken. Er is ook sprake van een onmiddellijke crisis wanneer het zeldzame geval zich voordoet dat het nakomen van de bezoldigingsafspraken ertoe leidt dat de belangen van de werknemers onmiddellijk in gevaar komen,

35 Voor de VorstAG ging het om een ‘wesentlichen Verschlechterung in den Verhältnissen der Gesellschaft’. Met de ‘Lage der Gesellschaft’ wordt nadrukkelijk aangesloten bij § 87 (1) AktG, zie BT-Drucks. 16/12278, p. 6. Vereist is overigens ook dat de verslechterring van de toestand van de vennootschap na het afsluiten van de bezoldiging is ingetreden. De Aufsichtsrat kan zich daarbij niet verschuilen achter het feit dat hij de financiële situatie van de onderneming bij het afsluiten van de bezoldigingsafspraken verkeerd ingeschat heeft.

36 Meyer 2012, p. 272; Seibert 2010, p. 964.

37 Seibert 2010, p. 964.

38 Meyer 2012, p. 272.

39 Het minimale aandelenkapitaal van de AG bedraagt op dit moment € 50.000.

bijvoorbeeld indien de bestuurdersbezoldiging de liquiditeit van de vennootschap ernstig vermindert.⁴⁰

Volgens de wetgeschiedenis brengt het nieuwe § 87 (2) AktG met zich, dat aan de eerste eis voor aanpassing ook kan zijn voldaan wanneer de vennootschap haar toevlucht moet nemen tot ontslagen of loonkortingen én geen winst meer kan uitkeren.⁴¹ Andere factoren die worden genoemd als indicatoren voor een verslechtering van de toestand van de vennootschap zijn het ontvangen van staatssteun, een verzoek tot werktijdverkorting, een (aanzienlijke) daling van de aandelenkoers en een (aanzienlijke) daling van de operationele winst.⁴² Ook bij deze omstandigheden geldt dat het moet gaan om een uitzonderingssituatie waardoor het bestuur wordt gedwongen over te gaan tot bezuinigings- en/of herstructureringsmaatregelen, waarbij eveneens geldt dat bij voortduren van de negatieve ontwikkeling van de toestand van de vennootschap niet is uit te sluiten dat de vennootschap in een onmiddellijke crisissituatie terechtkomt.⁴³ Van een verslechtering van de situatie van de vennootschap is dus niet zomaar sprake.⁴⁴ Het schrappen van het woord ‘wezenlijk’ heeft aldus tot gevolg dat de vennootschap niet meer direct in haar voortbestaan bedreigd hoeft te worden, maar laat onverlet dat de vennootschap zich in echte financiële moeilijkheden moet bevinden voordat aan de eerste eis van § 87 (2) AktG is voldaan.⁴⁵

Overigens bevat de parlementaire geschiedenis een tegenstrijdigheid als het gaat om de vraag of een verslechtering nu wezenlijk moet zijn of niet. Weliswaar is expliciet bepaald dat het woord ‘wesentlichen’ wordt geschrapt uit de wetstekst. In het algemene deel is echter opgenomen: “Der Aufsichtsrat ist verantwortlich für die angemessene Festsetzung der Vergütung. Diese Verantwortung soll nicht verwässert, sondern verdeutlicht werden. Deshalb werden dem Aufsichtsrat schärfere Kriterien der Angemessenheit vorgegeben. Dem Aufsichtsrat muss aber auch klar sein, dass er persönlich haftet, wenn er eine unangemessene Vergütung festsetzt. Er kann diese wichtige Aufgabe nicht mehr zur

40 Stenzel 2012, p. 252/253.

41 BT-Drucks. 16/12278, p. 6. Meyer gaat op basis van de tekst ervan uit dat het gaat om een cumulatie van omstandigheden, waartoe de onderneming wordt gedwongen. Meyer 2012, p. 272.

42 Seibert 2010, p. 965.

43 Stenzel 2012, p. 253. Een ontslagronde met het oog op een kostenbesparing voor het verbeteren van de duurzaamheid van de onderneming rechtvaardigt dus geen aanpassing van de bezoldiging. Zie ook Meyer 2012, p. 272/273. Het bestuur moet nu eenmaal impopulaire maatregelen kunnen nemen die in het belang van de onderneming zijn zonder daardoor direct geconfronteerd te worden met een aanpassing van de bezoldiging.

44 “Vereinzelte Entlassungen, vorübergehende Einsparmaßnahmen oder ein unerheblicher Gewinnrückgang bedeuten dagegen noch keine ‘Verslechterung der Gesellschaft’”. Meyer 2012, p. 274. De verslechtering dient overigens ook relatief te zijn, dus ten opzichte van het moment waarop de bezoldiging werd overeengekomen. Meyer 2012, p. 275.

45 Meyer 2012, p. 273.

endgültigen Behandlung in einen Ausschuss verlagern und es werden ihm wirksame Instrumente an die Hand gegeben, eine Vergütung nachträglich herabzusetzen, wenn die Verhältnisse der Gesellschaft sich *wesentlich* verschlechtert haben [cursief ECHJL].⁴⁶

405. Unbilligkeit für die Gesellschaft

Indien er sprake is van een verslechtering van de toestand van de vennootschap, dan moet daar vervolgens uit voortvloeien dat het nakomen van de bezoldigingsafspraken onbillijk is voor de vennootschap. Of hiervan sprake is, zal moeten worden bezien aan de hand van alle omstandigheden van het geval, waarbij eveneens de achtergrond voor de verslechtering van de toestand van de vennootschap dient te worden meegenomen.⁴⁷

De eis dat nakoming van de bezoldigingsafspraken onbillijk moet zijn *voor de vennootschap* zorgt voor een beperking van de reikwijdte van dit artikellid.⁴⁸ Het gaat dus niet zozeer om een meer algemeen onbillijkheidsoordeel, maar een onbillijkheid vanuit het perspectief van de vennootschap. Vereist is aldus dat de totale bezoldiging op enige wijze een last is die dusdanig drukt op het vermogen en de liquiditeit van de vennootschap dat doorgaan met het betalen van die bezoldiging voor haar onbillijk is.⁴⁹ Van een dergelijke onbillijkheid is niet snel sprake.⁵⁰

Het handelen van het bestuur is ook een omstandigheid voor de beantwoording van de vraag of aan toepassing van § 87 (2) AktG wordt toegekomen. Zo is het nakomen van de bezoldigingsafspraken onbillijk wanneer het bestuur ‘plichtwidrig’ gehandeld heeft. Dergelijk handelen is echter niet vereist. Er kan ook sprake zijn van een onbillijkheid jegens de vennootschap wanneer het bestuur “kein pflichtwidriges Verhalten vorzuwerfen ist, die Verschlechterung der Lage der Gesellschaft

46 BT-Drucks. 16/12278, p. 5.

47 De beide vereisten beïnvloeden elkaar dan ook. Stenzel 2012, p. 250/251. Een te lichtvaardige toepassing schaadt niet alleen het rechtsverkeer, maar geeft een bestuurder eveneens een prikkel om het openbaar maken van een verslechtering van de toestand van de vennootschap zo lang mogelijk uit te stellen.

48 Deze beperking vloeit voort uit de wens aan te sluiten bij de ‘Treuepflichten’ die gelden tussen organen binnen de vennootschap. De aanpassingsbevoegdheid dient dan ook te worden geplaatst in het belang van de onderneming en niet in een welzijn dat de onderneming overstijgt. Meyer 2012, p. 277/278.

49 Meyer 2012, p. 274.

50 Zo moet bijvoorbeeld geenszins worden aangenomen dat ieder ernstig nadelig gevolg voor de werknemers vanwege een verslechterde situatie er automatisch voor zorgt dat het nakomen van de bezoldigingsafspraken als onbillijk jegens de vennootschap aan te merken is. R. Stenzel, 2012, p. 254. Ook gaat het om de vennootschap en niet om het concern waar de vennootschap onderdeel van uitmaakt. Meyer 2012, p. 275.

jedoch in die Zeit seiner Vorstandsverantwortung fällt und ihm zurechenbar ist.”⁵¹ Duidelijkheid over in welke mate de verslechtering van de toestand de bestuurder moet kunnen worden toegerekend bestaat er niet.⁵² Dat het nakomen van de bezoldigingsafspraken onbillijk moet zijn voor de vennootschap betekent overigens niet dat geen rekening gehouden wordt met de bestuurder. Staat de onbillijkheid jegens de vennootschap vast, dan moet deze onbillijkheid vervolgens nog worden afgewogen tegen de persoonlijke belangen van de bestuurder.⁵³

406. Toepassing van § 87 (2) AktG

De woorden van § 87 (2) AktG geven ruimte aan de Aufsichtrat om tot het oordeel te komen of er sprake is van een situatie zoals uiteengezet in het artikel.⁵⁴ Komt de Aufsichtrat tot het oordeel dat § 87 (2) AktG dient te worden toegepast, dan is hij in beginsel ook verplicht over te gaan tot aanpassing van de bezoldiging, behoudens bijzondere omstandigheden.⁵⁵

De aanpassingsbevoegdheid van § 87 (2) AktG is daarbij niet beperkt tot het variabele gedeelte van de bezoldiging. Verwezen wordt immers naar de “Bezüge nach Absatz 1”.⁵⁶ In beginsel kan derhalve iedere vorm van bezoldiging die een bestuurder toekomt uit hoofde van zijn functie worden aangepast.⁵⁷ Daarnaast kan ook de bezoldiging worden aangepast van bestuurders die reeds uit functie zijn. De periode waarin aanpassing kan geschieden is in dit geval beperkt tot de

51 BT-Drucks. 16/12278, p. 6. “Es kommt dabei nicht nur auf die ‘Unbilligkeit’ für die Gesellschaft an.”

52 Meyer 2012, p. 285.

53 Meyer 2012, p. 278.

54 Seibert 2010, p. 964; Meyer 2012, p. 308.

55 Van dergelijke omstandigheden is volgens Stenzel bijvoorbeeld sprake wanneer er ernstig rekening mee moet worden gehouden dat een bestuurder zijn aanstelling zal beëindigen, terwijl deze bestuurder op dat moment onmisbaar is of wanneer er buitengewone inspanningen worden verwacht van de bestuurder. De angst voor demotivatatie is in ieder geval geen reden om niet over te gaan tot aanpassing van de bezoldiging. Stenzel 2012, p. 256/257. Hoewel uit de tekst van § 78 (2) AktG 1937 (evenals uit § 87 (2) AktG 1965) volgt dat de Aufsichtrat ‘berechtigd’ is om de bezoldiging aan te passen, werd overigens ook toen al aangenomen dat de verplichting tot aanpassing bestond, zie Schlegelberger e.a. 1937, p. 348.

56 § 87 (2) AktG 1965 verwees nog uitdrukkelijk naar § 87 (1) Satz 1 AktG waardoor de in zin twee van lid 1 genoemde bezoldigingsvormen (‘Ruhegehälter, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art’) niet onder het aanpassingsrecht vielen.

57 ‘Fürsorgemaßnahmen’, zoals de premie voor de D&O-verzekering, mogen niet worden aangepast op basis van § 87 (2) AktG. De dienstauto kan daarentegen wel worden afgenomen.

eerste drie jaar na het aftreden.⁵⁸ Wordt de bezoldiging binnen deze termijn verlaagd, dan gelden de drie jaren niet als eindtermijn voor deze verlaging. De aanpassing kan in dat geval, afhankelijk van de ontwikkeling van de toestand van de vennootschap, de gehele verdere looptijd van de bezoldigingsverplichting beslaan.⁵⁹ Het opnemen van de driejaarstermijn is een compromis tussen enerzijds het belang van de vennootschap om in een crisissituatie te kunnen besparen op een belangrijke kostenpost en anderzijds het beschermen van het gerechtvaardigde vertrouwen van bestuurders op nakoming.⁶⁰

De bezoldiging dient vervolgens door de Aufsichtrat te worden aangepast ‘auf die angemessene Höhe’. De wetgever doelt daarmee op de hoogte die op grond van § 87 (1) AktG passend is.⁶¹ De Aufsichtrat heeft dus enige speelruimte bij het bepalen welke hoogte onder de dan geldende omstandigheden wel als passend is aan te merken.⁶² Afhankelijk van hetgeen redelijk is, kan de aanpassing voor een bepaalde tijd of onbepaalde tijd worden doorgevoerd. Over het algemeen wordt aangenomen dat een bestuurder recht heeft op de oorspronkelijk overeengekomen

58 § 87 (2) AktG verbiedt overigens niet dat na de driejaarstermijn op grond van het algemene § 242 BGB alsnog zou worden overgegaan tot aanpassing wegens strijd met ‘Treu und Glauben’. De drempel voor aanpassing ligt in dat geval echter hoog. Stenzel 2012, p. 260/261.

59 Stenzel 2012, p. 259/260. De drie jaar gaan in na ‘Ausscheiden aus der Gesellschaft’. Indien de bestuurder terugtreedt, maar zijn overeenkomst wel blijft doorlopen kan men zich afvragen vanaf wanneer de driejaarstermijn in dat geval gaat lopen. Nu het gaat om het aanpassen van de bezoldiging van een bestuurder vanwege de bijzondere positie die de bestuurder binnen de vennootschap vervult, lijkt aansluiten bij het einde van zijn aanstelling als bestuurder meer voor de hand te liggen dan het einde van zijn (arbeids)-overeenkomst. Anders: Meyer 2012, p. 286/287.

60 Ook staat de reeds vertrokken bestuurder, in tegenstelling tot de bestuurder die nog in functie is, uiteraard niet de mogelijkheid ter beschikking van § 87 (2) Satz 4 AktG: het opzeggen van de overeenkomst. Met de keuze voor een stop na drie jaar lijkt de wetgever overigens impliciet een oordeel te vellen over een eventuele toerekenbaarheid van de financiële verslechtering aan de bestuurder. Omgekeerd kan overigens niet worden gesteld dat er in beginsel een vermoeden is dat een verslechtering van de toestand van de vennootschap de eerste drie jaar na het vertrek aan een voormalig bestuurder kan worden toegerekend. Meyer 2012, p. 284.

61 BT-Drucks. 16/12278, p. 6. Hier is overigens kans op een mogelijke tegenstrijdigheid aangezien de toets van lid 2 geen betrekking heeft op de ‘gepastheid’ van de bezoldiging op grond van lid 1. Een bezoldiging kan dus passend zijn conform lid 1 en desalniettemin aanpassing verdienen op grond van de vereisten van lid 2.

62 Het kan zijn dat er bij het aanpassen van de bezoldiging onderscheid wordt gemaakt tussen de verschillende bestuurders. Voor dat onderscheid moet wel een rechtvaardigingsgrond aanwezig zijn. Het is niet toegestaan de bezoldiging van bepaalde bestuurders willekeurig te verminderen. OLG Düsseldorf NZG 2004, 141 (145); Zie Stenzel 2012, p. 263.

bezoldiging wanneer de toestand van de vennootschap weer verbetert.⁶³ De bestuurder heeft daarnaast het recht om zijn (arbeids)overeenkomst te beëindigen indien van § 87 (2) AktG gebruik wordt gemaakt.⁶⁴

Opgemerkt dient nog te worden dat § 87 (2) AktG van dwingend recht is en dus niet contractueel kan worden weggeschreven.⁶⁵ Vaak worden bestuurders echter niet geconfronteerd met een aanpassing van hun bezoldiging. Sinds de aanscherping van § 87 (2) AktG zijn rechtszaken waarin een beroep wordt gedaan op dit artikel vooralsnog schaars. In één uitspraak van het Oberlandesgericht ('OLG') Frankfurt werd een aanpassing van de bezoldiging gehonoreerd vanwege een catastrofale toestand van de vennootschap en een dreigende insolventie.⁶⁶ Desalniettemin blijft zichtbaar dat § 87 (2) AktG, ondanks het schrappen van de woorden 'wesentlichen' en 'schwere', restrictief wordt uitgelegd. Ruimte voor het aanpassen van de bezoldiging lijkt dan ook slechts mogelijk in uitzonderingssituaties wanneer de vennootschap zich ofwel in een crisis bevindt waardoor haar voortbestaan wordt bedreigd ofwel in een dergelijke crisis dreigt te belanden. De verwachting is dat ook van het aangescherpte § 87 (2) AktG zelden gebruik zal worden gemaakt.⁶⁷

“Die Reform des § 87 Abs. 2 AktG n.F. hat somit zwar nicht viel neues geschaffen, sie ist aber eine überzeugende Erinnerung der Aufsichtsratsmitglieder, sich an das immer schon geltende Recht zu halten und verpflichtet die Organmitglieder dieses Recht konsequent anzuwenden.”⁶⁸

407. Clawback

Duitsland kent geen wettelijke bepaling die expliciet betrekking heeft op het terugvorderen van een uitgekeerde bezoldiging.

63 Het OLG Frankfurt overwoog dat de bezoldiging passend dient te zijn aan de hand van de gekozen hoogte en tijdsduur. Daarmee bedoelde het OLG onder meer dat bij een verbetering van de toestand de bezoldiging weer dient te worden verhoogd. Het aanvaarden van de eenzijdige aanpassing brengt volgens het OLG in ieder geval niet een stilzwijgend overeengekomen verandering van de (arbeids)overeenkomst mee. OLG Frankfurt 25 mei 2011, AG 2011, 790.

64 Zie de laatste zin van § 87 (2) AktG. Verkeert de onderneming in faillissement en wordt de (arbeids)overeenkomst ontbonden door een curator, dan kan de bestuurder alleen een vergoeding vorderen voor het verlies aan bezoldiging voor een periode van twee jaren volgend op de beëindiging van de overeenkomst, § 87 (3) AktG.

65 Stenzel 2012, p. 264.

66 OLG Frankfurt 25 mei 2011, AG 2011, 790.

67 Stenzel 2012, p. 266; Seibert 2010, p. 965. Volgens Seibert is vooral nut te verwachten van de aan deze regeling verbonden dreiging waardoor een bestuurder eerder zal kunnen worden aangezet vrijwillig tot aanpassing over te gaan.

68 Meyer 2012, p. 319.

Over een dergelijke regeling is in het verleden wel nagedacht: “Auch an die Einführung einer Verpflichtung zur Rückzahlung auf der Basis falscher Bilanzen geleisteter Vergütungen und überzogener Abfindungen ist zu denken. Alternativ könnte dem Aufsichtsrat analog §87 Abs. 2 AktG eine gesetzliche Ermächtigung eingeräumt werden, auch ohne entsprechenden vertraglichen Vorbehalt in den Vertrag des Vorstands ex post einzugreifen.”⁶⁹ Van een dergelijke expliciete regeling werd afgezien, omdat een reeds uitgekeerde bezoldiging die gebaseerd is op ‘falscher Bilanzzahlen’ op grond van de algemene verbintenissenrechtelijke bepalingen zou kunnen worden teruggevorderd.⁷⁰

Het terugvorderen van een reeds uitbetaalde bezoldiging op grond van § 87 (2) AktG is in ieder geval niet mogelijk, aangezien aanpassing op grond van dit artikel niet met terugwerkende kracht kan geschieden. Hierdoor is het ook niet mogelijk om de omvang van een bonus, waarop het recht op grond van de overeenkomst voor de bestuurder reeds is ontstaan maar die om welke reden dan ook nog niet is uitbetaald, op grond van § 87 (2) AktG alsnog aan te passen.⁷¹ Is een bestuurder gerechtigd tot het ontvangen van een bonus op grond van voorgaande jaren, dan kan § 87 (2) AktG uitbetaling ervan niet in de weg staan.⁷² Voor het terugvorderen van een reeds uitgekeerde bezoldiging is de Aufsichtsrat in Duitsland dus aangewezen op algemene verbintenissenrechtelijke bepalingen of de aanwezigheid van een ‘claw back-Klauseln’ in de overeenkomst.

69 Zie Seibert 2010, p. 963 waarin hij wijst op het ‘10-Punkte-Programm zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Unternehmensintegrität’ uit 2003.

70 Seibert 2010, p. 963. Denk bijvoorbeeld aan het Duitse leerstuk over het verrijktingsrecht of via het aansprakelijkheidsrecht.

71 Meyer 2012, p. 781. Lopende verplichtingen, zoals het betalen van pensioenen, kunnen wel aangepast worden. Meyer 2012, p. 286.

72 Vorenstaande volgt uit de keuze voor het woord ‘Weitergewährung’.

Aanpassen en terugvorderen in Nederland¹

30.1 Inleiding

408. De wet aanpassen en terugvorderen van bonussen

Het vergroten van de transparantie en de nieuwe regels voor het vaststellen van de bezoldiging hebben niet kunnen voorkomen dat het bezoldigingsdebat de afgelopen jaren weer is opgelaaide. Niet lang na de corporate governance-schandalen wordt de wereld geteisterd door de kredietcrisis die uit zou groeien tot een mondiale financiële crisis. Wederom wordt aan beloningen een negatieve rol toegedicht.

Als reactie op het uitbreken van de financiële crisis worden er diverse initiatieven ontplooid die bezoldigingsmisstanden in de toekomst moeten voorkomen. De Nederlandse wetgever laat zich daarbij niet onbetuigd. De belangrijkste vennootschapsrechtelijke wijziging die in Nederland wordt doorgevoerd ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders, is de introductie van een aanpassings- en terugvorderingsbevoegdheid van bonussen en winstdelingen van bestuurders van naamloze vennootschappen en financiële ondernemingen.² Vier leden voegt deze ‘wet claw back’ toe aan art. 2:135 BW waarmee een redelijkheidstoets (lid 6), een corporate event-regeling (lid 7) en een claw back-bevoegdheid (lid 8) in boek 2 BW worden geïntroduceerd.³ Met deze wijziging van art. 2:135 BW tracht de wetgever de

1 Een op dit hoofdstuk gebaseerde bijdrage verscheen reeds. Zie Lokin 2015.

2 Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet op het financieel toezicht in verband met de bevoegdheid tot aanpassing en terugvordering van bonussen en winstdelingen van bestuurders en dagelijkse beleidsbepalers en deskundigheidstoetsing van commissarissen (32 512). De wet geldt voor alle naamloze vennootschappen en voor banken of verzekeraars die worden gedreven in de vorm van een besloten vennootschap, coöperatie of onderlinge waarborgmaatschappij. De regeling in de Wft geldt voor alle financiële ondernemingen. Zie over dit wetsvoorstel het artikel dat Alexander Schild en ik eerder schreven: Lokin & Schild 2012; Zie ook Lokin 2014; Lokin 2015; Lennarts & Meijer-Wagenaar 2011.

3 Naast deze drie leden is ook het al eerder behandelde 2:135 lid 5a BW door deze wet ingevoerd.

positie van de raad van commissarissen ten opzichte van de bezoldiging van bestuurders te versterken.⁴

409. De tweeledige kritiek op bonussen van de wetgever

De aanleiding voor de introductie van de aanpassings- en terugvorderingsbevoegdheid moet worden gevonden in de kritiek op variabele beloningen, die het gevolg is van de financiële crisis. Deze kritiek is tweeledig. Allereerst overheerst – zoals blijkt uit de parlementaire geschiedenis – de gedachte dat onjuist vormgegeven variabele beloningen perverse prikkels hebben gegenereerd die aan hebben gezet tot handelingen die goed waren voor de desbetreffende persoon, maar niet voor de onderneming.⁵ In het bijzonder wordt de nadruk gelegd op het feit dat buitensporige bonussen geleid hebben tot – achteraf gezien – onverantwoorde risicobereidheid en tot onvoldoende gerichtheid op het lange termijn belang van de onderneming.⁶ Daarnaast wordt in de memorie van toelichting gewezen op een tweede vorm van kritiek die betrekking heeft op de omstandigheid dat er bonussen zijn toegekend of uitgekeerd in perioden waarin de desbetreffende bedrijven gebukt gingen onder grote financiële problemen, mede als gevolg van de wereldwijde financiële crisis.⁷ De gedachte die hieraan ten grondslag ligt, is dat het onrechtvaardig wordt geacht om een bonus uit te keren waar de bestuurder volgens zijn overeenkomst recht op heeft, vanwege (externe) omstandigheden die een verslechtering van de financiële toestand van de onderneming tot gevolg hebben. Het gaat in dit geval dus niet zozeer om de inzet en bijdrage van de bestuurder, maar louter om het feit dat de vennootschap in slecht weer verkeert. De mening overheerst dat het eisen van nakoming van de in goede tijden gesloten overeenkomst door de bestuurder in dat geval onredelijk is.⁸

4 *Kamerstukken II*, 2010/11, 32 512, nr. 3, p. 1. Daarbij dient te worden opgemerkt dat uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat het versterken van deze positie voornamelijk moet plaatsvinden door het *verduidelijken* en nader te *concretiseren* dat de raad van commissarissen beschikt over de bevoegdheid een bonus terug te vorderen en de hoogte ervan aan te passen. *Kamerstukken II*, 2010/11, 32 512, nr. 3 (MvT), p. 3.

5 Een verklaring voor deze praktijken is te vinden in het onderzoek naar de structuur van de bezoldiging van bestuurders, zoals opgenomen in het tweede deel.

6 *Kamerstukken II*, 2009/10, 32 512, nr. 3 (MvT), p. 6.

7 *Kamerstukken II*, 2009/10, 32 512, nr. 3 (MvT), p. 1, 2 en 6.

8 Zoals in het eerste deel uiteengezet ziet deze gedachte van de wetgever op de ‘traditionele’ visie op de functie van bezoldiging.

410. De twee beoogde doelen

Op grond van deze door de regering geleverde kritiek zijn twee doelen te onderscheiden die de invoering van de nieuwe vennootschapsrechtelijke bezoldigingsregelingen moeten rechtvaardigen. Allereerst is daar het trachten te voorkomen dat bonussen aan bestuurders perverse prikkels geven die leiden tot een onverantwoorde risicobereidheid en myopisch gedrag. Een bonus moet gericht zijn op het bevorderen van het belang van de vennootschap op de lange termijn. Ten tweede wordt met de nieuwe wet beoogd te bewerkstelligen dat, ondanks mogelijke contractuele aanspraken en onafhankelijk van de persoonlijke inzet en bijdrage van de bestuurder, er geen bonussen worden toegekend of uitgekeerd indien er sprake is van een (aanzienlijke) verslechtering van de financiële situatie van de onderneming. Met de invoering van art. 2:135 lid 6 en 8 BW is getracht deze beide doelen te verwezenlijken.

Art. 2:135 lid 7 BW kent een eigen geschiedenis en haar invoering heeft een andere reden. Deze ‘afroomregeling’ is in het leven geroepen met als doel bij te dragen aan een zuivere besluitvorming binnen de vennootschap bij een ‘corporate event’ door mogelijke tegenstrijdige belangen van de bestuurder tegen te gaan. Een onderliggende reden voor invoering van art. 2:135 lid 7 BW is verder voorkomen dat bestuurders kunnen ‘binnenlopen’ bij een overname op grond van hun aandelenbezit.⁹ Lid 7 is inmiddels alweer vervallen.

De wetgever lijkt bij zijn keuze voor een aanpassings- en terugvorderingsbevoegdheid geïnspireerd te zijn door de oplossingen zoals deze zijn bedacht in de Verenigde Staten en Duitsland. Om het eerste doel te bereiken is in de Verenigde Staten als reactie op de schandalen rond de millenniumwisseling onder meer een claw back-regeling ontworpen. De recente crisis heeft voor een voorstel ter aanvulling van deze bepaling gezorgd.¹⁰ Om tot het tweede doel te komen heeft Duitsland als reactie op de schandalen tijdens de Grote Depressie een aanpassingsbevoegdheid opgenomen in het Aktiengesetz. De bezoldigingspraktijken tijdens de financiële crisis hebben in Duitsland gezorgd voor een aanscherping van het huidige §87 AktG.¹¹

Daarbij dient te worden opgemerkt dat Nederland al sinds 2004 een say-on-pay kent, een regeling die als reactie op de financiële crisis pas recent in de Verenigde Staten en

9 Zie hierover Lokin & Schild 2012.

10 Zie hierover randnummers 401 en 402.

11 Zie hierover randnummer 403 e.v.

Duitsland is ingevoerd.¹² Het ziet er dan ook naar uit dat Nederland met de Verenigde Staten en Duitsland, wat de bezoldigingsregelgeving betreft, ‘stuivertje gewisseld’ heeft.

In het hiernavolgende zullen de Nederlandse aanpassings- en terugvorderingsbevoegdheid nader worden behandeld om te zien in hoeverre deze regelingen gelijkwaardig zijn aan de regelingen zoals opgenomen in de Verenigde Staten en Duitsland en in hoeverre deze bijdragen aan het bereiken van de twee beoogde doelstellingen. Daarnaast zal eveneens de inmiddels vervallen ‘corporate event’-regeling van art. 2:135 lid 7 BW onder de loep worden genomen.

411. Een excessieve bonus

Allereerst dient te worden opgemerkt dat de aanpassings- en terugvorderingsbevoegdheid van art. 2:135 lid 6 en 8 BW niet van toepassing is op de gehele bezoldiging van een bestuurder, maar alleen op zijn bonus.¹³ Een ‘bonus’ beslaat daarbij een breed spectrum. Hieronder wordt verstaan het niet vaste deel van de bezoldiging waarvan de toekenning geheel of gedeeltelijk afhankelijk is gesteld van het bereiken van bepaalde doelen of van het zich voordoen van bepaalde omstandigheden.¹⁴ Onder deze definitie valt dus niet alleen een in hoogte variabele beloning, maar ook een incidentele in hoogte vaststaande beloning die afhankelijk is gesteld van het bereiken van een doel of het zich voordoen van een omstandigheid, zoals bijvoorbeeld een gegarandeerde bonus.¹⁵ Het in hoogte vaststaande deel van de bezoldiging dat structureel wordt toegekend valt niet onder het begrip ‘bonus’, bijvoorbeeld een jaarlijkse vaste eindejaarsvergoeding (dertiende maand). Een met de vennootschap overeengekomen vertrekvergoeding valt in beginsel wel onder het begrip bonus zoals gehanteerd in art. 2:135 BW.¹⁶ De toekenning van

12 En in het Verenigd Koninkrijk recent is aangescherpt. Wel dient te worden opgemerkt dat de say-on-paybepalingen in de Verenigde Staten en Duitsland vele malen vrijblijvender zijn dan de bindende say-on-pay zoals die in Nederland geldt. Zie hierover randnummer 391.

13 Lid 7 van art. 2:135 BW zag wel op de gehele bezoldiging van een bestuurder.

14 Oorspronkelijk sprak het wetsvoorstel over het ‘variabele deel’. Het woord ‘variabel’ is vervolgens vervangen door het ‘niet vaste’ deel van de bezoldiging. *Kamerstukken II*, 2010/11, 32 512, nr. 7 p. 3.

15 Gedacht kan onder meer worden aan een ‘golden hello’ die wordt toegekend om het verlies van een bij de vorige werkgever achtergelaten lange termijn bezoldiging te compenseren. Een gegarandeerde bonus wordt incidenteel uitgekeerd en behoort daarom niet tot het vaste deel van de bezoldiging. Daarnaast is een dergelijke vorm van bezoldiging veelal afhankelijk van het aantreden van de bestuurder, of hij de eerste zes maanden naar behoren functioneert. *Kamerstukken II*, 2010/11, 32 512, nr. 7 p. 3.

16 *Kamerstukken II*, 2010/11, 32 512, nr. 7, p. 3; *Kamerstukken I*, 2012/13, 32 512, C, p. 12.

de vergoeding zal immers afhankelijk zijn gesteld van het (voortijdig) vertrek van de bestuurder.¹⁷

In de parlementaire geschiedenis wordt hierover opgemerkt dat de kans dat een in het vooruitzicht gestelde bonus buitensporig kan uitvallen naar verwachting groter is, naarmate er meer tijd ligt tussen de toekenning en de uitkering. Dit speelt in mindere mate bij gegarandeerde bonussen. Mede gelet op de veelal relatief korte termijn tussen het overeenkomen van een dergelijke bonus en de uitbetaling ervan, zullen zich naar verwachting niet snel omstandigheden voordoen die ertoe leiden dat uitkering van een in het vooruitzicht gestelde gegarandeerde bonus naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn. Dit kan anders liggen indien de bestuurder zijn taak onbehoorlijk heeft vervuld. Het is dan ook van belang dat, indien zich uitzonderlijke omstandigheden voordoen, de raad van commissarissen van de bevoegdheden gebruik kan maken en daarin niet wordt beperkt door de definitie van het begrip 'bonus'. In geval van vertrekvergoedingen ligt er normaal gesproken enige tijd tussen het aantreden van de bestuurder – waarbij een vergoeding in geval van vertrek kan zijn overeengekomen – en het vertrek zelf. Er kunnen uitzonderlijke omstandigheden zijn die aanpassing van een vooraf overeengekomen in hoogte vaststaande vertrekvergoeding rechtvaardigen, bijvoorbeeld een ernstige verslechtering van de bedrijfseconomische omstandigheden waarmee onvoldoende rekening is gehouden bij het overeenkomen van de vertrekvergoeding.¹⁸

In de parlementaire geschiedenis is verder te lezen, dat de aanpassings- en terugvorderingsbevoegdheid slechts betrekking hebben op de gevallen waarin er sprake is van een 'excessieve' bonus.¹⁹ De regering noemt drie situaties waarin een bonus excessief kan zijn, waarmee hij enige duiding geeft aan de oplossing die elk lid moet bieden. Ten aanzien van lid 6 wordt gesteld dat een bonus als excessief kan worden aangemerkt wanneer een bedrijf onverwacht zwaar verlies lijdt, waardoor massaontslagen dreigen. "De kredietcrisis heeft geleerd dat zulke situaties zich kunnen voordoen. Dan is het gek dat een bestuurder wel het afgesproken bedrag krijgt", aldus de bewindspersoon.²⁰ Van een excessieve bonus kan daarnaast sprake zijn wanneer deze achteraf gezien onterecht is uitbetaald. De terugvorderingsbevoegdheid van lid 8 dient dergelijke excessieve bonussen tegen te gaan. Ten slotte kan een 'bonus' ook als excessief worden bestempeld wanneer deze zo hoog is dat een bestuurder geneigd is zijn eigen belang bij het welslagen van een over-

17 In de parlementaire geschiedenis wordt opgemerkt, dat een uitkering door de vennootschap aan de bestuurder die door de rechter wordt vastgesteld, in het kader van een procedure tot beëindiging van het dienstverband van de bestuurder, niet onder deze definitie van bonus te scharen valt, aangezien de uitkering door de rechter niet wordt toegekend door de vennootschap. *Kamerstukken II*, 2010/11, 32 512, nr. 7, p. 3.

18 *Kamerstukken II*, 2010/11, 32 512, nr. 7 p. 3.

19 *Kamerstukken II*, 2009/10, 32 512, nr. 3 (MvT), p. 17.

20 *Kamerstukken II*, 2012/13, 32 512, nr. 25, p. 15.

name voorop te stellen “omdat hij een ‘klapper’ kan maken met de verkoop van de aandelen”.²¹ Lid 7 moest dit probleem mitigeren.

30.2 Het aanpassen van de bezoldiging

412. Art. 2:135 lid 6 BW: Het achteraf aanpassen van de bezoldigingsovereenkomst

Lid 6 van art. 135 boek 2 BW kent aan het orgaan dat bevoegd is conform art. 2:135 lid 4 BW de bezoldiging vast te stellen een aanpassingsbevoegdheid toe, indien blijkt dat nakoming van de overeenkomst de redelijkheidstoets niet kan doorstaan. De hoogte van een bonus kan worden aangepast tot een passende hoogte, indien uitkering van de bonus naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn.

De aanpassingsbevoegdheid van lid 6 is in het leven geroepen voor de situatie dat de economische toestand van de vennootschap of de markt ongunstig is, terwijl met die omstandigheid onvoldoende rekening is gehouden bij het vaststellen van de doelen waarop de bonus is gebaseerd.²² Indien een vennootschap onverwachte ernstige verliezen lijdt waardoor massaontslagen dreigen, kan een bonus als excessief worden bestempeld.²³ De prestaties van de bestuurder zijn in een dergelijk geval dus van ondergeschikt belang.²⁴ Art. 2:135 lid 6 BW lijkt dan ook, in elk geval deels, de Nederlandse variant van §87 (2) AktG te zijn.²⁵ De vraag die daarbij rijst is wanneer succesvol een beroep gedaan kan worden op art. 2:135 lid 6 BW en het pacta sunt servanda moet wijken.

21 *Kamerstukken II*, 2012/13, 32 512, nr. 25, p. 15. In deze derde situatie gaat het niet zozeer om een bonus maar om de premie die een bestuurder ontvangt op de verkoop van aandelen in de vennootschap die hij bij wijze van bezoldiging heeft verkregen. Overigens kan een transactiebonus eenzelfde uitwerking hebben. Art. 2:135 lid 7 BW zag alleen op de genoemde premie.

22 *Kamerstukken II*, 2009/10, nr. 3 (MvT), p. 18.

23 *Kamerstukken II*, 2012/13, 32 512, nr. 25, p. 15. Indien een vennootschap ernstige verliezen lijdt, zal eerder kunnen worden geconcludeerd dat uitkering van een bonus onaanvaardbaar is. *Kamerstukken II*, 2009/10, nr. 3 (MvT), p. 18.

24 Dat de wetgever voor toepassing van lid 6 telkens alleen aanpassing van de bonus vanwege een verslechterde financiële toestand van de onderneming voor ogen stond, onafhankelijk van het handelen van de bestuurder laat onverlet dat het handelen van de bestuurder van belang kan zijn voor beantwoording van de vraag of er sprake is van een onaanvaardbare excessieve beloning.

25 *Kamerstukken II*, 2009/10, nr. 3 (MvT), p. 4.

413. Toepassing van de aanpassingsbevoegdheid

De wetgever heeft bij de invulling van art. 2:135 lid 6 BW aansluiting gezocht bij de beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid zoals opgenomen in art. 6:248 lid 2 BW.²⁶ Bij toetsing van de toepassing van art. 2:135 lid 6 BW dient dus gekeken te worden naar de maatstaf die geldt voor art. 6:248 lid 2 BW op grond waarvan het mogelijk is een regeling niet van toepassing te verklaren, indien naleving van een tussen partijen geldende regel in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is.

Van belang is, dat slechts met succes een beroep gedaan kan worden op art. 6:248 lid 2 BW wanneer toepassing van de regel naar redelijkheid en billijkheid *onaanvaardbaar* is. Een bonus kan dus niet aangepast worden op grond van de omstandigheid dat een lagere bonus redelijker of billijker zou zijn.²⁷

In zijn arrest d.d. 24 januari 2003 heeft de Hoge Raad het onderscheid tussen de maatstaf 'redelijkheid en billijkheid' en 'op basis van de redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar' benadrukt. Volgens de Hoge Raad is het onwenselijk wanneer de rechter de beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid, zoals deze te vinden is in art. 6:248 lid 2 BW, 'verder oprekt' in de richting van een meer directe toets aan de redelijkheid en billijkheid.²⁸

De formulering 'naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar' brengt volgens Hartkamp en Sieburgh de bedoeling van de wetgever tot uitdrukking dat de rechter de beperkende werking terughoudend zal toepassen.²⁹ De rechter zal een verzoek marginaal toetsen. Daar komt bij dat jegens een sterk te achten wederpartij meer geoorloofd zal zijn dan jegens een zwakkere: de onaanvaardbaarheidsgrens zal bij professionele partijen relatief laat worden bereikt.³⁰

De hoge drempel die opgeworpen wordt vanwege het onaanvaardbaarheidsvereiste en de marginale toetsing door de rechter zorgen ervoor dat het niet snel geoorloofd zal zijn de bonus aan te passen. Daar komt bij dat raden van commissarissen van beursgenoteerde vennootschappen zich zonder uitzondering laten bijstaan door diverse deskundigen bij het vaststellen van de bezoldigingsovereenkomst met

26 Zie in dit kader ook art. 2:8 BW, 6:2 lid 2 BW en 6:258 lid 1 BW.

27 Asser/Hartkamp & Sieburgh 2009, nr. 421.

28 Zie HR 24 januari 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF0165, r.o. 3.6.3. Zie tevens HR 9 januari 1998, *NJ* 1998, 363, HR 31 december 1993, *NJ* 1995, 389 en HR 25 februari 2000, *NJ* 2000, 471. Timmerman 2006. Zie hierover eveneens de conclusie van A-G Timmerman bij Hoge Raad 15 oktober 2004, ECLI:NL:PHR:2004:AP1664, *JOR* 2004/342.

29 Asser/Hartkamp & Sieburgh 2009, nr. 412 en 413.

30 Zie Parket bij de Hoge Raad, 15-10-2004, ECLI:NL:PHR:2004:AP1664, *JOR* 2004/342; Hijma 2003, p. 78 e.v.

de bestuurder, waardoor zij aangemerkt kunnen worden als een sterk te achten wederpartij.³¹ Hierdoor slinkt de (reeds zeer beperkte) kans op toewijzing door de rechter van het aanpassen van een bonus aanzienlijk.

De rechtspraak bevestigt dit beeld. Zo leverden externe onvoorziene omstandigheden, een drastisch slechtere financiële situatie en de maatschappelijke kritiek op bonussen in de rechtszaken over de bezoldiging bij ABN AMRO op zichzelf geen reden op om tot aanpassing van beloningen van bestuurders over te gaan.³² Weliswaar kan de financiële crisis gezien worden als een onvoorziene omstandigheid,³³ desondanks bleef ABN AMRO gehouden de bezoldigingsovereenkomsten na te komen, aangezien “de kredietcrisis niet tot gevolg heeft dat ABN AMRO de [...] toegezegde vergoedingen niet kan betalen.”³⁴ Deze arresten doen de vraag rijzen wanneer dan wel met succes op basis van art. 2:135 lid 6 BW achteraf een bonus kan worden aangepast.

-
- 31 Zie bijvoorbeeld Rechtbank Limburg 11 juni 2015, ECLI:NL:RBLIM:2015:4936, r.o.3.11 e.v. waarin een beroep op aanpassing van een vertrekregeling van een voormalig bestuurder van APG op grond van art. 6:248 lid 2 BW wordt afgewezen. De voorzieningenrechter overweegt onder meer dat de tussen partijen gesloten vaststellingsovereenkomst tot stand is gekomen tussen twee deskundige partijen die beiden goed geïnformeerd waren over de stand van zaken inzake de beloning in de financiële sector en die zich beiden ook bewust waren van de impact van een vertrekregeling die niet zou passen in de door APG reeds vrijwillig gevolgde codes en regelgeving.
- 32 Het hof merkt in de ABN AMRO-arresten op dat ABN AMRO weliswaar een grote organisatie is waarvan een daarbij behorende maatschappelijke verantwoordelijkheid verwacht mag worden. De gevolgen van het door haar in het verleden gehanteerde beloningsbeleid behoren echter eerder voor haar rekening dan voor die van de individuele werknemer te komen. Hof Amsterdam 28 september 2010, *JAR* 2010/270, r.o. 5.27.
- 33 In Hof Amsterdam 28 september 2010, *JAR* 2010/270, r.o. 5.20 overweegt het hof: “De omvang en de hevigheid van de kredietcrisis, zowel voor ABN AMRO als voor de economie als geheel, zijn niet door partijen verdisconteerd. De kredietcrisis heeft dermate verstrekende gevolgen dat dit geen omstandigheid is waarvan partijen zijn uitgegaan bij het doen van de uitingen. Derhalve is op zichzelf genomen sprake van onvoorziene omstandigheden”.
- 34 Hof Amsterdam 28 september 2010, *JAR* 2010/270, r.o. 5.25. In de ABN Amro-zaken stond art. 6:258 BW centraal. Uit de memorie van toelichting wordt duidelijk, dat overwogen is om voor art. 2:135 lid 6 BW aan te sluiten bij de norm van de onvoorziene omstandigheden in art. 6:258 BW. Hiervoor is niet gekozen, omdat deze norm als uitwerking kan worden beschouwd van de beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid. Door in plaats daarvan aan te sluiten bij art. 6:248 lid 2 BW wordt dus impliciet ook aangesloten bij art. 6:258 BW, aldus de regering. Zie *Kamerstukken II*, 2009/10, 32 512, nr. 3 (MvT), p. 17.

Opgemerkt zij dat de gevallen bij ABN AMRO vrij specifiek waren.³⁵ Desalniettemin kan uit deze arresten opgemaakt worden dat een beroep op art. 2:135 lid 6 BW alleen kans van slagen heeft, indien door het uitkeren van de bonus een dusdanig groot belang van de rechtspersoon in het geding komt, dat het belang van de bestuurder tot uitbetaling van de bonus moet wijken. Daarbij moet de onaanvaardbaarheid voor de rechtspersoon om de bonus uit te keren ook nog eens overduidelijk zijn, gezien de marginale toetsing door de rechter. Van een dergelijk geval lijkt pas sprake te zijn als de onderneming die de rechtspersoon drijft dusdanig verliezen heeft geleden dat nakoming van de bonusovereenkomst ertoe zal leiden dat het voortbestaan van de onderneming in gevaar komt.³⁶ De enkele (schaarse) voorbeelden in de jurisprudentie, waarbij aanpassing van een bonus op basis van de slechte financiële omstandigheden waarin het bedrijf verkeerde door de rechter werd goedgekeurd, bevestigen dit beeld.³⁷ Van het pacta sunt servanda-beginsel wordt dus pas afgestapt indien er sprake is van een ander beginsel: *ad impossibile nemo tenetur*.

De formulering van art. 2:135 lid 6 BW doet een bredere toepassing vermoeden. Immers, iedere uitkering van een bonus die op basis van de redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is, komt voor aanpassing in aanmerking. Gedacht zou kunnen worden aan de situatie waarin de financiële situatie niet dusdanig is dat het uitkeren van de bonus het voortbestaan van de vennootschap bedreigt, maar uitkering van de bonus desalniettemin naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is vanwege handelingen die aan de bestuurder zijn toe te rekenen, zoals bijvoorbeeld het plegen van fraude om de bonus ten koste van de vennootschap

35 In deze arresten ging het voornamelijk om afvloeiingsregelingen en retentiebonussen waarbij ook nog eens de problematiek speelde dat ABN AMRO net overgenomen was door het consortium met alle onduidelijkheden die deze overname met zich bracht.

36 Uit de ABN AMRO-arresten blijkt dat, indien het voortbestaan slechts gewaarborgd is doordat de Staat ingegrepen heeft, de toestand in beginsel al niet (meer) erg genoeg is om uitkering van de bonussen tegen te gaan. Deze benadering lijkt te verschillen van die in Duitsland.

37 Zie Kantonrechter Amersfoort, 1 juni 2005, *JAR* 2005/158; Kantonrechter 7 juli 2010, *JAR* 2010/226 (ASR/X). Opgemerkt dient wel te worden dat de kantonrechter bij ASR een beroep op art. 7:613 BW honoreerde. De vraag is of hetzelfde beroep op grond van art. 6:248 lid 2 BW ook gehonoreerd zou worden. De kantonrechter benadrukte expliciet dat de aanwezigheid van een eenzijdig wijzigingsbeding de werkgever hier de ruimte geeft om af te zien van betaling van de variabele beloning. Een beroep op de uitspraken van de Utrechtse kantonrechter in de ABN AMRO-zaken ging naar het oordeel van deze kantonrechter niet op, omdat in die zaken geen beroep kon worden gedaan op art. 7:613 BW.

te bemachtigen.³⁸ Een dergelijke situatie doet zich niet snel voor. Bij ontdekking van fraude zal veelal een correctie plaatsvinden van de onderliggende cijfers op basis waarvan de bonus wordt berekend welke correctie er in de regel toe leidt dat de bestuurder niet zal profiteren van zijn laakbaar handelen. De bonus wordt in dat geval ofwel niet uitgekeerd of is al uitgekeerd. In beide gevallen wordt niet toegekomen aan art. 2:135 lid 6 BW,³⁹ tenzij aanpassing wordt gehonoreerd als bestraffing van de bestuurder. Het is maar zeer de vraag of een rechter in dat geval art. 2:135 lid 6 BW van toepassing zal verklaren.⁴⁰

Er zijn uiteraard ook andere omstandigheden denkbaar die ertoe kunnen leiden dat een beëindigingsovereenkomst op grond van art. 6:248 lid 2 BW mag worden aangepast. Een voorbeeld hiervan is het Tiscali-arrest waarin bestuurder Huisman een rante vertrekvergoeding met zijn echtgenote en mede-bestuurder, Spuijbroek, overeen was gekomen.⁴¹ Het hof overwoog dat de beëindigingsregeling op zichzelf een in het oog springende, voor Tiscali nadelige transactie was omdat deze Tiscali noopte tot betaling aan Spuijbroek van een aanzienlijk bedrag, terwijl (achteraf) vast is komen te staan dat de arbeidsovereenkomst tussen Spuijbroek en Tiscali tegen een veel lager bedrag kon worden ontbonden. Nu Spuijbroek bovendien zelf statutair bestuurder van Tiscali was en ten tijde van het aangaan van de beëindigingsregeling was gehuwd met de statutair bestuurder van Tiscali die deze regeling met haar overeenkwam, mag worden aangenomen dat Spuijbroek zonder eigen onderzoek wist, althans behoorde te weten, dat die nadeligheid werd beïnvloed door een tegenstrijdig belang bij haar echtgenoot. Daar komt nog bij dat Spuijbroek, mede gelet op het gemotiveerde verweer van Tiscali op dit punt, niet, althans onvoldoende concreet heeft gesteld en evenmin anderszins is gebleken dat haar echtgenoot tevoren met zijn medebestuurder en enig aandeelhouder van Tiscali, Tiscali International, omtrent die regeling heeft overlegd en vooraf goedkeuring daarvoor heeft verkregen. Onder deze omstandigheden is het ingevolge artikel 6:248 lid 2 BW naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar als Spuijbroek zich jegens Tiscali op nakoming van de beëindigingsregeling zou kunnen beroepen. De omstandigheid dat andere managers binnen Tiscali vergelijkbare beëindigingsregelingen aangeboden zouden hebben gekregen, zoals Spuijbroek aanvoert, kan – ook indien (veronderstellenderwijs) van de juistheid van dit

38 Voormalig Minister Dijsselbloem wijst nadrukkelijk op deze mogelijkheid in zijn brief d.d. 19 juli 2017 aan de Tweede Kamer. Hij schrijft daarin: “In gevallen waarin sprake is van fraude, ernstige misdraging of nalatigheid van de bestuurder zal lid 6 een grondslag kunnen vormen voor verlaging van een toegezegde maar nog niet uitbetaalde bonus.”

39 In het laatste geval zal de bonus moeten worden teruggevorderd op grond van art. 2:135 lid 8 BW of 6:203 BW.

40 Het vorderen van schadevergoeding via art. 2:9 BW ligt in een dergelijk geval meer voor de hand. Het toestaan van aanpassing van de bonus zou daar bovenop komen als extra straf.

41 Spuijbroek en haar echtgenoot Huisman waren samen met Tiscali International B.V. bestuurder van Tiscali B.V. Enig aandeelhouder van Tiscali B.V. was Tiscali International B.V. Huisman was samen met twee andere personen bestuurder van Tiscali International B.V.

feit wordt uitgegaan – aan het voorgaande niet afdoen, evenmin als de stelling van Spuijbroek dat de beëindigingsregeling werd aangeboden om – kort samengevat – haar gemotiveerd te houden.⁴² Het hof paste hier dus de Bibolini-correctie toe.⁴³

414. De toegevoegde waarde van de aanpassingsbevoegdheid

In de praktijk is gebleken dat in geval van uitzonderlijke omstandigheden door raden van commissarissen reeds een beroep wordt gedaan op de algemeen verbintenissenrechtelijke regels die betrekking hebben op het aanpassen van overeenkomsten.⁴⁴ De vraag is dan ook wat de wetgever precies voor ogen stond met het invoeren van art. 2:135 lid 6 BW. Uit de parlementaire geschiedenis blijkt, dat het wetsvoorstel geenszins nieuwe bevoegdheden beoogt te scheppen, maar slechts de reeds bestaande wettelijke mogelijkheden dient te verduidelijken.⁴⁵ De gedachte is dat hierdoor aan raden van commissarissen meer houvast wordt gegeven bij het uitoefenen van hun bevoegdheden inzake de bezoldiging van bestuurders.⁴⁶ Een voorvraag die gesteld dient te worden is of aanpassing van een bonus, in geval een onderneming in zwaar weer verkeert, achterwege blijft omdat de aanpassingsbevoegdheid niet duidelijk is of omdat een eenzijdige aanpassing van de bonus zelden wordt gehonoreerd. Het doet zich voor dat het gesignaleerde ‘probleem’ een gevolg is van de hoge drempel die wordt opgeworpen om tot aanpassing over te gaan.⁴⁷

Door aan te sluiten bij de strenge maatstaf van art. 6:248 lid 2 BW lijkt de kans dat succesvol een beroep gedaan kan worden op art. 2:135 lid 6 BW te verwaar-

42 Hof Amsterdam 12 augustus 2008, *JOR* 2008/264 m.nt. Leijten (Tiscali), r.o. 4.9.

43 HR 17 december 1982, *NJ* 1983/480 (Bibolini). Zie tevens de noot van A.F.J.A. Leijten bij dit arrest, *JOR* 2008/264.

44 Zie Kantonrechter Amersfoort 1 juni 2005, *JAR* 2005/158; Kantonrechter Utrecht 7 juli 2010, *JAR* 2010/226 (ASR/X).

45 Opgemerkt wordt in de parlementaire geschiedenis dat het verschil tussen artikel 6:248 lid 2 BW en het voorgestelde artikel 2:135 lid 6 BW is, dat de eerste correctie van rechtswege plaatsvindt, terwijl de tweede een grondslag voor een bevoegdheid creëert. *Kamerstukken II*, 2009/10, nr. 3 (MvT), p. 19. Hieruit volgt enkel dat art. 6:248 lid 2 BW eerder toepasbaar lijkt dan art. 2:135 lid 6 BW.

46 *Kamerstukken I*, 32 512, nr. C, p. 10/11.

47 De invoering van art. 2:135 lid 6 BW heeft ook op dit onderdeel overigens niet het gewenste effect. Vooralsnog wordt er uiterst zelden een beroep gedaan op de aanpassingsbevoegdheid. Zie voor een schaars voorbeeld: Rechtbank Limburg 11 juni 2015, ECLI:NL:RBLIM:2015:4936, r.o. 3.8. waarin de voorzieningenrechter het herbezien van een vertrekregeling van een voormalig bestuurder van APG naar analogie van art. 2:135 lid 6 BW afwijst.

lozen.⁴⁸ Uiteraard is het aan de rechter om invulling te geven aan art. 2:135 lid 6 BW. De hoop dat een rechter in ruime zin zal oordelen dat het uitkeren van de bonus op basis van de redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is, is mijns inziens echter ijdel. De verwachting is dan ook dat lid 6, zelfs als de raden van commissarissen zich meer bewust zijn van de hun toekomende bevoegdheid, niet veel zal opleveren. Op grond hiervan heeft art. 2:135 lid 6 BW in zijn huidige vorm mijns inziens geen bestaansrecht.⁴⁹

415. De aanpassingsbevoegdheid in rechtsvergelijkend perspectief

Wanneer art. 2:135 lid 6 BW wordt afgezet tegen §87 (2) AktG, dan valt op dat deze laatste regeling enerzijds beperkter is vormgegeven, doordat daarin expliciet is opgenomen dat aanpassing slechts mogelijk is als de toestand van de vennootschap verslechterd is én uitkering van de bonus daarom onbillijk is voor de vennootschap. Doordat in Nederland een dergelijke explicitering niet is opgenomen, lijkt de Nederlandse regeling in eerste instantie toepasbaar op een ruimer pallet aan omstandigheden. Het is maar zeer de vraag of dat in de praktijk ook zo is. Anderzijds is de Duitse regeling ruimer aangezien in Duitsland de gehele bezoldiging kan worden aangepast. De aanpassingsbevoegdheid in Nederland ziet (slechts) op het niet vaste deel.

De maatstaf voor het aanpassen van de bezoldiging in geval van een verslechterde financiële situatie lijkt in Duitsland minder streng te zijn dan in Nederland. In Duitsland dient het doorgaan met het betalen van de bezoldiging immers *onbillijk* te zijn voor de vennootschap. In Nederland wordt pas aan aanpassing toegekomen indien uitkering van de bonus naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid *onaanvaardbaar* is. In de praktijk lijkt ook dit onderscheid echter weinig uit te maken. Zowel in Duitsland als in Nederland is de horde voor toepassing van de redelijkheidstoets even onneembaar. Concluderend kan gesteld worden dat Nederland een redelijkheidstoets heeft geïntroduceerd, waarmee de raad van commissarissen geen nieuw instrument in handen heeft gekregen om bonussen aan te passen,

48 De minister had beter kunnen stellen dat het onaanvaardbaar is dat een bestuurder in een dergelijke situatie wel zijn afgesproken bonus krijgt in plaats van te stellen dat dit 'gek' is. Overigens werd in het Hoofdlijnenakkoord voor het kabinet van 16 mei 2003 ('meedoen, meer werk, minder regels') door de toenmalige regeringspartijen CDA, VVD en D66 nog wel expliciet geschreven dat het onverantwoord en 'niet aanvaardbaar' is dat in moeilijke economische tijden veel bestuurders van ondernemingen bovenmatige inkomensontwikkelingen kennen.

49 Voor het geven van een invulling aan art. 2:135 lid 6 BW die van meer toegevoegde waarde zou zijn, verwijs ik naar een eerdere bijdrage van mijn hand: Lokin 2014.

welke regeling veelal gelijk is aan de Duitse regeling en waarover onze oosterburen ons voor de invoering al konden vertellen dat het een dode letter zou blijken.

416. Een nieuwe aanpassingsbevoegdheid?

Een effectieve aanpassingsbevoegdheid in financieel slechte tijden is in overeenstemming met de gedachte van pay-for-responsibility.⁵⁰ De botsing tussen het pacta sunt servanda-beginsel en de wens om excessieve beloningen tegen te gaan, zorgt er echter voor dat het vormgeven van een effectieve bevoegdheid tot het achteraf aanpassen van bonussen geen gemakkelijke opgave is. Duidelijk is wel dat vooralsnog geen inspiratie hoeft te worden opgedaan in Duitsland. Mijns inziens zijn er drie mogelijkheden om tot een effectievere aanpassingsbevoegdheid te komen.

Een voor de hand liggende oplossing is het verlagen van de drempel door aanpassing mogelijk te maken, indien het uitkeren van de bonus in strijd is met de redelijkheid en billijkheid. Het onderscheid dat in Nederland gemaakt wordt tussen deze maatstaf en die van de onaanvaardbaarheid geeft de rechter ruimte om aanpassing eerder toe te staan. De consequentie van een dergelijke maatstaf is wel, dat afbreuk wordt gedaan aan de rechtszekerheid van de bestuurder bij het afsluiten van zijn overeenkomst met de vennootschap. Hierdoor zal de bestuurder meer waarde hechten aan het vaste deel van zijn beloning en compensatie verlangen voor het risico dat hij in slechtere tijden loopt.

De tweede optie is om te expliciteren wanneer uitkering van een bonus op grond van de redelijkheid en billijkheid in beginsel onaanvaardbaar is. De wet leent zich hier niet goed voor, maar de Corporate Governance Code zou uitkomst kunnen bieden. Door aan te geven onder welke omstandigheden aanpassing zou moeten worden toegestaan, wordt aan de rechter een handvat geboden bij de inkleuring van de maatstaf.⁵¹ Hierdoor wordt eveneens duidelijk voor de raad van commissarissen en de bestuurder wanneer gebruik kan worden gemaakt van de aanpassingsbevoegdheid. Uitgaande van de huidige regeling zou hierdoor de kans op een effectievere toepassing worden vergroot.

De derde oplossing heeft mijn voorkeur, namelijk om raden van commissarissen aan te sporen om een aanpassingsbeleid te ontwikkelen als onderdeel van het bezoldigingsbeleid. De raad van commissarissen dient in dat geval in de overeenkomst met de bestuurder een aanpassingsbevoegdheid op te nemen. Indien eveneens de omstandigheden worden geëxpliciteerd op grond waarvan gebruik mag worden

⁵⁰ Zie randnummer 132.

⁵¹ Het blijft uiteraard de vraag of rechters een ruimere toepassing op grond van zelfregulering zullen volgen, maar sinds HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434 (ABN Amro) is deze kans aanzienlijk toegenomen.

gemaakt van deze aanpassingsbevoegdheid, zal de kans toenemen dat hiertoe daadwerkelijk wordt overgegaan. Daarbij kan gedacht worden zowel aan omstandigheden die zien op de financiële toestand van de vennootschap als aan omstandigheden die zien op bepaalde gedragingen, zoals fraude.⁵²

Opgemerkt dient te worden dat in de Corporate Governance Code uit 2008 een dergelijke best practice bepaling was opgenomen. Deze bepaling moest de raad van commissarissen aansporen in de overeenkomst met de bestuurder een ‘ultimum remedium’ bevoegdheid op te nemen.

II.2.10 De raad van commissarissen heeft de bevoegdheid de waarde van een in een eerder boekjaar toegekende voorwaardelijke variabele beloningscomponent beneden- of bovenwaarts aan te passen, wanneer deze naar zijn oordeel tot onbillijke uitkomsten leidt vanwege buitengewone omstandigheden in de periode waarin de vooraf vastgestelde prestatiecriteria zijn of dienden te worden gerealiseerd.

Deze best practice bepaling is in de Code 2016 niet meer terug te vinden. Als reden voor het schrappen van deze bepaling wordt de overlap met de wettelijke regeling gegeven. Mijns inziens bijten beide regelingen elkaar niet en is een dergelijke best practice bepaling van groter nut dan de huidige wettelijke regeling. Het zou wat mij betreft in iets aangepaste vorm weer opgenomen kunnen worden in de Corporate Governance Code.⁵³ Indien de rechtspolitieke keuze uitvalt op een meer dwingende regeling dan ligt het invoeren van een wettelijke bepaling voor de hand die verplicht tot het opstellen van een aanpassingsbeleid en het opnemen van een aanpassingsbevoegdheid in de overeenkomst met de bestuurder.⁵⁴ Het aanpassingsbeleid zou onderdeel uit kunnen maken van het meer algemene bezoldigingsbeleid dat ter goedkeuring wordt voorgelegd aan de algemene vergadering. De uiteindelijke aanpassingsbevoegdheid zoals opgenomen in de overeenkomst met de bestuurder zou vervolgens op grond van bpb 3.4.2. van de Code 2016 openbaar gemaakt moeten worden.

52 Wanneer de gedachte van pay-for-responsibility breed wordt toegepast – zoals bijvoorbeeld in de VS bij de claw back op grond van Sarbanes-Oxley – hoeft de fraude niet gepleegd te zijn door de bestuurder zelf. Ook hoeft hij er in beginsel niet van op de hoogte te zijn.

53 Onder meer zou ik expliciteren dat de bevoegdheid wordt opgenomen in de overeenkomst. In de Code 2008 volgde dat uit de toelichting (zie de Code 2008, randnr. 35, p. 54).

54 De wetgever zou zich onder meer kunnen laten inspireren door art. 22 van de Regeling Beheerst Beloningsbeleid Wft 2014 waarin een soortgelijke regeling is opgenomen.

30.3 Het terugvorderen van de bezoldiging

417. Art. 2:135 lid 8: de terugvorderingsbevoegdheid (claw back)

De claw back-bevoegdheid van de raad van commissarissen werd door de wetgever gebracht als de panacee voor het herstellen van onrechtvaardigheden binnen de bezoldigingspraktijk.⁵⁵ Artikel 2:135 lid 8 BW geeft de raad van commissarissen immers de bevoegdheid om een ten onrechte uitgekeerde bonus terug te vorderen. Hierdoor werd de illusie geschapen dat de wetgever een krachtig middel heeft gecreëerd voor raden van commissarissen om bonussen van falende bestuurders terug te vorderen. In werkelijkheid is de toepassing van de terugvorderingsbevoegdheid uiterst beperkt.

418. Toepassing van de terugvorderingsbevoegdheid

De bevoegdheid tot terugvordering is slechts van toepassing indien aan de bestuurder een bonus is uitgekeerd terwijl de bestuurder op basis van hetgeen is overeengekomen recht heeft op een lagere bonus. Ook in dit geval speelt in beginsel dus op geen enkele wijze het wel of niet presteren van de bestuurder mee. Daarnaast blijkt uit de parlementaire geschiedenis dat het kabinet niet heeft overwogen om een terugvorderingsbevoegdheid te creëren als sanctie op het niet naleven van gedragscodes, statuten of wetten.⁵⁶

Voor toepassing van art. 2:135 lid 8 BW is slechts van belang de vraag of de financiële informatie op basis waarvan de bonus is uitgekeerd (i) correct is en (ii) correspondeert met de doelen of omstandigheden waarvan de bonus afhankelijk is gesteld. Van de terugvorderingsbevoegdheid kan bijvoorbeeld gebruik worden gemaakt wanneer op basis van financiële gegevens een bepaalde variabele beloning is uitgekeerd aan de bestuurder terwijl achteraf blijkt dat deze financiële gegevens onjuist zijn en aangepast dienen te worden.⁵⁷ De aangepaste financiële gegevens geven de bestuurder recht op een lagere variabele beloning dan hij ontvangen heeft.

55 Het invoeren van de wettelijke claw back-regeling is wisselgeld geweest voor de bancaire sector om via de Code Banken (deels) aan zelfregulering te mogen doen. *Kamerstukken II*, 2009/10, 32 013, nr. 3 (MvT).

56 *Kamerstukken I*, 32 512, nr. C, p. 3.

57 Bijvoorbeeld wanneer er fouten zijn gemaakt bij de berekening van de omzet en de omzet mede de hoogte van de bonus bepaalde. In een dergelijk geval is er sprake van onjuiste informatie en mag de bonus worden teruggevorderd. Ook kan gedacht worden aan de situatie dat uit de kwartaalcijfers blijkt dat er winst is gemaakt, maar kort daarna een voorziening moet worden getroffen vanwege een onverwachte tegenvaller. *Kamerstukken II*, 2012/13, 32 512, nr. 25, p. 20/21.

Er is in dit geval dus sprake van onverschuldigde betaling door de rechtspersoon. Daarbij dient te worden opgemerkt dat de regeling niet beperkt is tot fraudegeval-
len. Ook als er onbewust een fout wordt gemaakt, is er sprake van onjuiste informa-
tie.⁵⁸ Voor het terugvorderen van hetgeen onverschuldigd is betaald, geldt de
reguliere verjaringstermijn van vijf jaar.⁵⁹ De vordering kan worden ingesteld
door de raad van commissarissen, de niet uitvoerende bestuurders bij een one-tier
board of door een bijzondere vertegenwoordiger die is aangewezen door de algeme-
ne vergadering.

Toepassing van art. 2:135 lid 8 BW heeft dus tot gevolg dat de bonus wordt
aangepast – gecorrigeerd – conform de overeenkomst, waardoor de bestuurder het
te veel ontvangen bedrag terug moet betalen aan de vennootschap. De onderliggen-
de overeenkomst wordt dus niet achteraf aangepast. Slechts het bedrag dat reeds
is toegekend aan de bestuurder wordt achteraf gewijzigd en het overtollig uitgekeer-
de deel teruggevorderd. De terugvorderingsbevoegdheid is dus niet strijdig met
het pacta sunt servanda beginsel. Aan het beginsel wordt juist recht gedaan.

419. De toegevoegde waarde van de terugvorderingsbevoegdheid

De bevoegdheid tot het instellen van een vordering tot terugstorten van het te veel
betaalde deel van de bonus is geenszins een nieuwe bevoegdheid die de wetgever
met de introductie van art. 2:135 lid 8 BW heeft geschapen. Sinds jaar en dag kan
een dergelijke vordering al worden ingesteld op grond van art. 6:203 BW. Sterker
nog, bij het ontwerp van artikel 2:135 lid 8 BW is aangesloten bij het reeds bestaan-
de art. 6:203 BW, waardoor de maatstaf voor het succesvol toepassen van dit laatste
artikel exact gelijk is aan de maatstaf die geldt voor art. 2:135 lid 8 BW, met dien
verstande dat art. 2:135 lid 8 BW zich beperkt tot op basis van onjuiste financiële
informatie onverschuldigd betaalde bonussen, terwijl art. 6:203 BW van toepassing
is op iedere vorm van onverschuldigde betaling. De terugvorderingsbevoegdheid
levert juridisch gezien dus weinig tot niets nieuws op. Met recht kan de vraag
gesteld worden waarom lid 8 van art. 2:135 BW nu eigenlijk is ingevoerd.

Mijns inziens zijn er drie pluspunten te onderkennen. Het feit dat expliciet in
boek 2 BW genoemd wordt dat een bonus op grond van onverschuldigde betaling
kan worden teruggevorderd, geeft immers een duidelijk signaal af aan de raden
van commissarissen. Het terugvorderen van onverschuldigde bonussen is door het
opnemen van art. 2:135 lid 8 de norm geworden waarvan raden van commissarissen
bij uitzondering af mogen wijken. Daar komt bij dat wordt geëxpliciteerd dat de
bevoegdheid tot terugvordering niet afhangt van het antwoord op de vraag of de

⁵⁸ *Kamerstukken II*, 2012/13, 32 512, nr. 25, p. 20/21.

⁵⁹ Art. 3:309 BW.

bestuurder op de hoogte was van het feit dat de bonus onterecht is toegekend. Hierdoor worden aan de raden van commissarissen handvatten gegeven voor de afweging of er voldoende grondslag is voor terugvordering van (een deel van) de bonus. Ik wil wel inzien dat deze vereenvoudiging van het afwegingskader de kans dat bonussen worden teruggevorderd, vergroot.⁶⁰

In het verlengde hiervan zou ik willen betogen dat de individuele leden van een raad van commissarissen die niet overgaat tot het terugvorderen van een onverschuldigd betaalde bonus vanwege de explicitering van deze bevoegdheid in art. 2:135 lid 8 BW, eerder persoonlijk aansprakelijk kunnen worden gehouden. In het bijzonder bij ‘financial restatements’ dienen raden van commissarissen alert te zijn of de nieuwe cijfers invloed hebben op een reeds uitgekeerde bonus. Ten derde geeft de mogelijkheid om een bijzondere vertegenwoordiger aan te stellen aan de algemene vergadering een nieuwe bevoegdheid om te bewerkstelligen dat een onterecht uitgekeerde bonus daadwerkelijk wordt teruggevorderd.

Een verdergaande toegevoegde waarde kan ik, ondanks de hooggespannen gewekte verwachtingen, niet ontwaren.⁶¹ De ‘oplossing’ die de invoering van de claw back bevoegdheid biedt, kan mijns inziens dan ook niet de bombarie rechtvaardigen die met de invoering ervan gepaard ging.⁶²

420. De terugvorderingsbevoegdheid in rechtsvergelijkend perspectief

Wanneer de Nederlandse terugvorderingsbevoegdheid wordt afgezet tegen de Amerikaanse regeling die voortvloeit uit de Sarbanes-Oxley Act, dan verschillen beide in alle opzichten van elkaar. De Amerikaanse toezichthouder kan op basis van de claw back-regeling in specifieke omstandigheden bij een ‘financial restatement’ vanwege ‘misconduct’ eisen dat de CEO en CFO iedere vorm van variabele

60 *Kamerstukken I*, 2012/13, 32 512, C, p. 10 en 11. De vraag is natuurlijk wel of een wettelijke bepaling het geëigende middel is om een signaal af te geven zonder een nieuwe bevoegdheid te creëren. Het heeft er in ieder geval toe geleid dat zowel in de Code 2016 als in de Code Banken 2014 geen bepaling meer te vinden is die betrekking heeft op de bevoegdheid tot het terugvorderen van een onverschuldigd betaalde bonus. Deze discussie zal ik hier echter aan mij voorbij laten gaan.

61 Voormalig Minister Dijsselbloem heeft in een brief d.d. 19 juli 2017 aan de Tweede Kamer laten weten het denkbaar te achten dat de regeling ook toepassing kan vinden als het behoud van een al uitgekeerde bonus naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is, bijvoorbeeld door het toevoegen van de volgende zinsnede aan artikel 2:135 lid 8 BW: “of indien het behoud van de uitkering van de bonus naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn”. Een beslissing hierover heeft hij overgelaten aan het nieuwe kabinet. Zie de brief van Minister Dijsselbloem aan de Tweede Kamer d.d. 19 juli 2017 betreffende claw back bepaling variabele beloning.

62 Zie over deze hooggespannen verwachtingen Lokin 2015.

bezoldiging teruggeven die zij in de twaalf maanden volgend op de originele ‘financial statement’ hebben ontvangen, inclusief iedere winst die zij hebben weten te realiseren met de verkoop van aandelen van de vennootschap gedurende die periode. Zover gaat de Nederlandse regeling niet.⁶³ Aan het toekennen van een dergelijke rol aan een Nederlandse toezichthouder om variabele beloningen terug te vorderen wordt vooralsnog niet gedacht.

Gekozen is in Nederland voor een oplossing binnen de vennootschapsrechtelijke deelrechtsorde. De Nederlandse terugvorderingsbevoegdheid sluit dan ook eerder aan bij de Amerikaanse regeling zoals zal voortvloeien uit de Dodd-Frank Act. Een belangrijk verschil met deze regeling is, dat de bevoegdheid om terug te vorderen in de Verenigde Staten is gebaseerd op het terugvorderingsbeleid dat de beursgenoteerde vennootschap zelf dient te ontwikkelen en toe moet passen. De SEC stelt daarbij minimumeisen waaraan dit beleid moet voldoen. Voor het overige is het aan de vennootschap om te bepalen hoe het beleid wordt vormgegeven. Daarbij is ruimte om intern te discussiëren over de grondslagen voor het ontstaan van de terugvorderingsbevoegdheid. Hierdoor zet de Amerikaanse regeling vennootschappen aan om na te denken over de terugvorderingsproblematiek, zonder vrijblijvend te zijn. Een minder stringente, maar vergelijkbare aanpak is zichtbaar in het Verenigd Koninkrijk waar middels de UK Corporate Governance Code 2016 vennootschappen worden aangezet om bepalingen overeen te komen met de bestuurder op grond waarvan een variabele bezoldiging kan worden teruggevorderd.⁶⁴ De toegevoegde waarde van een dergelijke verplichting is mijn inziens groter dan het huidige art. 2:135 lid 8 BW.

421. Een nieuwe terugvorderingsbevoegdheid?

Voor een effectieve(re) terugvorderingsbevoegdheid zou naar mijn mening beter aangesloten kunnen worden bij een verplichting om een terugvorderingsbeleid te ontwikkelen, openbaar te maken en toe te passen. In dat licht dient te worden opgemerkt dat in bpb II.2.11 van de Code 2008 reeds een aansporing was opgenomen voor de raad van commissarissen om een terugvorderingsbevoegdheid op te

63 Een bestuurder kan bij valsheid in geschrifte wel strafrechtelijk worden vervolgd ex de artt. 225-227 Wetboek van Strafrecht. In art. 336 Sr is verder bepaald dat een bestuurder die opzettelijk onware jaarstukken openbaar maakt of openbaarmaking toelaat, gestraft kan worden met een gevangenisstraf van ten hoogste zes jaren of een geldboete van de vijfde categorie (heden €82.000).

64 UK Code 2016, D.1.1. Duitsland kent in het geheel geen expliciete terugvorderingsbevoegdheid van bonussen.

nemen in de overeenkomst met de bestuurder.⁶⁵ In de Code 2016 komt deze bepaling niet meer terug vanwege de invoering van art. 2:135 lid 8 BW. Mijns inziens laat de wettelijke terugvorderingsregeling onverlet dat een terugvorderingsbepaling in de Corporate Governance Code van toegevoegde waarde kan zijn. Deze best practice bepaling zou in dat geval de vennootschap aan moeten zetten tot het ontwikkelen van een terugvorderingsbeleid als onderdeel van het bezoldigingsbeleid (waaronder het specificeren van bepaalde gevallen waarin een variabele beloning kan worden teruggevorderd), tot het openbaar maken van dit beleid en tot het opnemen van deze terugvorderingsbevoegdheid van de raad van commissarissen in de overeenkomst met de bestuurder. Een wettelijke regeling met dezelfde inhoud geeft een dwingender variant.⁶⁶

De monitoringcommissie onder leiding van Van Manen deed overigens wel een voorstel om de raad van commissarissen op te dragen in het beloningsbeleid de parameters te specificeren op basis waarvan de vennootschap onder voorafgaand vastgestelde omstandigheden een toegekende variabele beloning kan terugvorderen of de hoogte naar beneden kan bijstellen.⁶⁷ Uiteindelijk is deze voorgestelde bepaling niet opgenomen in de Code 2016, omdat deze parameters volgens de Commissie Van Manen juist een begrenzing van de wettelijke mogelijkheden tot terugvordering zouden kunnen betekenen. Op grond van de wettelijke clawbackregeling kan een variabele beloning geheel of gedeeltelijk worden teruggevorderd, wanneer deze heeft plaatsgevonden op basis van onjuiste informatie. Volgens de Commissie Van Manen is daarmee reeds in een ruime grondslag voor terugvordering voorzien.⁶⁸

Zoals uiteengezet bestaat er geen ruimere grondslag voor terugvordering dan die op grond van onverschuldigde betaling. Daarnaast lijkt mij het gevaar voor een begrenzing van de wettelijke mogelijkheden gemakkelijk tegen te gaan. Vermoedelijk doelt de Commissie hiermee op de voorbeelden uit de praktijk waarbij beursvennootschappen op voorhand hun bevoegdheid tot terugvordering van de variabele bezoldiging beperken, bijvoorbeeld door de kwalificatie op te nemen dat de herziening van de financiële resultaten ‘materieel’ of ‘aanzienlijk’ moet zijn of dat het gedrag van de bestuurder significante schade aan de vennootschap moet hebben toegebracht. Ook zijn er voorbeelden dat de bevoegdheid tot het terugvorderen van bonussen beperkt wordt door het opnemen van een specifieke

65 “De raad van commissarissen heeft de bevoegdheid de variabele bezoldiging die is toegekend op basis van onjuiste (financiële) gegevens terug te vorderen van de bestuurder (claw back clause).” Zie ook de toelichting bij de Code 2008, randnr. 35, p. 54.

66 De wetgever zou zich onder meer kunnen laten inspireren door art. 22 van de Regeling Beheerst Beloningsbeleid Wft 2014 waarin een soortgelijke regeling is opgenomen.

67 Monitoring Commissie Corporate Governance, Voorstel voor herziening: een uitnodiging voor commentaar, 11 februari 2016, p. 42.

68 Monitoring Commissie Corporate Governance, Verantwoording van het werk van de Commissie, 8 december 2016, p. 21. Zie ook punt 7.2 van de reactie van Loyens & Loeff op het voorstel waarop de Commissie deze uitleg gebaseerd lijkt te hebben. Zie hierover ook Lokin 2017a, p. 26.

termijn waarbinnen de raad van commissarissen tot terugvordering mag overgaan.⁶⁹ Deze voorbeelden benadrukken eerder de noodzaak van een bepaling in de Code, waarin is opgenomen dat dergelijke beperkingen geen best practice zijn.

30.4 Aanpassen of terugvorderen vanwege een majeure vennootschappelijke gebeurtenis

422. Art. 2:135 lid 7: Het aanpassen van de bezoldiging bij een ‘major corporate event’

Het voormalige zevende lid van art. 2:135 BW, ten slotte, bevat een opmerkelijke regeling die van tijdelijke aard was: de regeling is op 1 juli 2017 van rechtswege komen te vervallen.⁷⁰ Op grond van art. 2:135 lid 7 (oud) BW hadden beursgenoteerde⁷¹ vennootschappen de verplichting om de waardestijging van de aandelen, certificaten of opties die een bestuurder als bezoldiging heeft ontvangen, in mindering te brengen op de bezoldiging van een bestuurder, indien deze meerwaarde het gevolg is van een in lid 7 geëxpliciteerd majeur ‘*corporate event*’.

Een eerste vennootschappelijke gebeurtenis die in art. 2:135 lid 7 (oud) BW werd genoemd, is een openbaar bod als bedoeld in art. 5 Besluit openbare biedingen Wft. De aankondiging van een dergelijk openbaar bod deed de verplichting ontstaan tot het vaststellen van de waardestijging op de aandelen, certificaten of opties van de bestuurder, evenals het verminderen van de bezoldiging van de bestuurder met deze waardestijging.⁷² Het daadwerkelijk uitbrengen van het bod of het gestand doen van het bod was geen vereiste.⁷³

69 In dit laatste geval zou overigens de vertegenwoordiger van de AVA uitkomst kunnen bieden. Zie voor de voorbeelden: Abma 2010; Holtzer 2012.

70 Zie het amendement van Van der Steur en Van Toorenburg, *Kamerstukken II*, 2011/12, 32 512, nr. 13 en nr. 15. Zie verder *Kamerstukken I*, 2012/13, 32 512, C, p. 3; *Kamerstukken I*, 2012/13, 32512, A. De wetgever heeft deze termijn niet verlengd.

71 Bulten wijst erop dat de definitie van de beurs-NV niet overeenkomt met de elders in Boek 2 BW gehanteerde definitie. Bulten 2014, p. 119. Onder meer de woorden ‘multilaterale handelsfaciliteit’ ontbreken.

72 Met ‘aankondiging’ werd bedoeld op ofwel het doen van een openbare mededeling over de naam van de bieder, de doelvennootschap en de voorgenomen prijs of ruilverhouding of een concreet omschreven voorgenomen tijdschema voor het verloop van het voorgenomen openbaar bod, ofwel een aankondiging van een verplicht bod dat is gedaan conform art. 5 lid 3 Bob Wft. *Kamerstukken I*, 2012/13, 32 512, C, p. 12.

73 Ook het intrekken van het bod had op de toepassing van art. 2:135 lid 7 BW geen uitwerking.

De verplichting op grond van art. 2:135 lid 7 (oud) BW ontstond ook op de dag waarop een besluit in de zin van art. 2:107a BW werd voorgelegd aan de AVA.⁷⁴ Anders dan het geval was bij een openbaar bod hoefde geen verrekening plaats te vinden indien het voorstel niet werd goedgekeurd.⁷⁵

Een derde vennootschappelijke gebeurtenis waardoor het zevende lid werd geactiveerd, was de aankondiging van een (grensoverschrijdende) juridische fusie of splitsing.⁷⁶ Hier gold weer, evenals bij het openbaar bod, dat de aankondiging voldoende was. De fusie of splitsing hoefde niet per se doorgang te vinden.

423. De waardering van de waardestijging

In de wet was bepaald op welke wijze de vaststelling van de waardestijging diende te geschieden.⁷⁷ Voor het openbaar bod gold dat gekeken diende te worden naar de waarde van de aandelenkoers na beurs:

- i) op de dag, vier weken voordat het openbaar bod is aangekondigd;
- ii) op de dag, vier weken na de beëindiging van het openbaar bod⁷⁸, en

74 Met de dag waarop het besluit wordt voorgelegd werd bedoeld de dag waarop de algemene vergadering wordt bijeengeroepen waarbij het bedoelde besluit op de agenda staat. Daarmee werd beoogd om een eventuele discussie over de vraag of een transactie een besluit is in de zin van artikel 107a, in dit kader te voorkomen. *Kamerstukken I*, 2012/13, 32 512, C, p. 13.

75 De reden die werd gegeven voor dit verschil is, dat een openbaar bod in zoverre verschilt van een 107a-besluit dat de eerste kan leiden tot verandering van de zeggenschap over de vennootschap. Een dergelijke verandering van de zeggenschap kan de prikkel voor oneigenlijke oordeelsvorming vergroten, ongeacht de uitkomst. Bij een artikel 107a-besluit zal in de regel geen sprake zijn van verandering van zeggenschap in de vennootschap. *Kamerstukken I*, 2012/13, 32 512, C, p. 14.

76 Zie de artt. 2:314 lid 3 BW, 2:333e lid 1 BW en 2:334h lid 3 BW.

77 Overigens was onduidelijk of het alleen ging om de aandelen die een bestuurder in die hoedanigheid als bezoldiging had ontvangen, of ook om aandelen die de bestuurder als bezoldiging had ontvangen voordat deze tot bestuurder werd benoemd. Indien dit laatste het geval is dan werden bestuurders uit eigen kweek in beginsel zwaarder gestraft. Zie hierover Lokin & Schild 2012. Gold het eerste geval, dan kon een bestuurder alsnog een substantieel financieel belang hebben door de waardevermeerdering van zijn aandelen die hij voor zijn benoeming als bezoldiging had ontvangen.

78 De term 'beëindiging van het openbaar bod' was ruimer dan de gestanddoening van het openbaar bod. Een bod kon ook beëindigd worden met de intrekking ervan. Eventuele procedures die naar aanleiding van de gestanddoening van het bod werden gevoerd, zoals een uitkoopprocedure ex 2:92a BW of 2:359c BW, vielen niet onder het begrip 'beëindiging'. *Kamerstukken I*, 2012/13, 32 512, C, p. 13.

- iii) op de dag, waarop ofwel de bestuurder zijn aandelen vervreemdt ofwel diens benoeming eindigt.⁷⁹

Lag de waarde van de aandelen, certificaten of opties, op de dag waarop de bestuurder deze vervreemdt of zijn benoeming eindigt, hoger dan op de dag vier weken voor het openbaar bod, dan werd deze waardevermeerdering in mindering gebracht op de bezoldiging van de bestuurder tot ten hoogste de waardevermeerdering tussen de waarde vier weken na de beëindiging van het bod en de waarde vier weken voor de dag waarop het openbaar bod wordt aangekondigd.

Indien er sprake was van een aankondiging van een 107a-besluit dan zag de waardevaststelling op de waarde die de aandelen, certificaten of opties hadden na beurs:

- i) op de dag vier weken voordat dit besluit aan de AVA wordt voorgelegd;
- ii) op de dag vier weken *na goedkeuring* van dit besluit; en
- iii) op de dag dat ofwel de bestuurder zijn aandelen vervreemdt ofwel diens benoeming eindigt.

Kondigde de vennootschap een voorstel tot fusie of splitsing aan, dan was allereerst van belang de vraag of de bestuurder zijn aandelen, certificaten of opties vervreemde of dat diens benoeming eindigde vóórdat de fusie of splitsing van kracht werd. Alleen als hiervan sprake was, werd de waardeinstijging vastgesteld door te kijken naar de waarde van de aandelen, certificaten of opties na beurs:

- i) op de dag vier weken voordat het voorstel wordt aangekondigd;
- ii) op de dag vier weken na het nemen van het besluit tot fusie of splitsing of op de dag vóór de dag waarop de fusie of splitsing van kracht wordt indien deze dag eerder is; en
- iii) op de dag waarop ofwel de bestuurder zijn aandelen vervreemdt ofwel diens benoeming eindigt.

De regeling van artikel 135 lid 7 (oud) BW had een beperkter toepassingsbereik in geval van fusie of splitsing in vergelijking met de aankondiging van het openbaar bod of goedkeuring van het artikel 107a-besluit. De reden hiervoor was dat een juridische fusie tot gevolg had dat twee rechtspersonen werden samengevoegd. Op het moment dat de fusie van kracht werd, werden de aandeelhouders van de

⁷⁹ Niet relevant was hoe de benoeming eindigt. Daarnaast volgde uit de parlementaire geschiedenis dat in geval van herbenoeming de relatie van de bestuurder met de vennootschap niet werd beëindigd, maar juist werd gecontinueerd en dus niet hoefde te worden afgerekend. *Kamerstukken I*, 2012/13, 32 512, C, p. 13.

twee fuserende vennootschappen van rechtswege aandeelhouder in de nieuwe vennootschap. Aangezien de aandelen in de nieuwe vennootschap niet goed vergelijkbaar zijn met de aandelen in de oude vennootschap, leidde dit ertoe dat artikel 135 lid (oud) 7 niet van toepassing was als de bestuurder zijn aandelen niet verkocht of als zijn benoeming niet werd beëindigd voordat de fusie of splitsing van kracht werd.⁸⁰

De vennootschap was verplicht om, wanneer er sprake was van een aankondiging van een openbaar bod, een goedkeuring van een 107a-besluit of een aankondiging van een voorstel tot fusie of splitsing,⁸¹ alvast de waarde vast te stellen op de eerste twee peilmomenten voor het aantal aandelen, certificaten en opties dat de bestuurder op het tweede peilmoment als bezoldiging was toegekend. Was de waarde van de aandelen vier weken na de beëindiging van het openbaar bod hoger dan de waarde vier weken voor de aankondiging van het openbaar bod, dan vond op het moment van vervreemding of vertrek van de bestuurder vervolgens de definitieve waardevaststelling plaats.⁸²

424. Kanttekeningen bij de gekozen peilmomenten

Er kunnen vraagtekens gezet worden bij de gekozen peilmomenten. Allereerst omdat de periode van vier weken arbitrair is.⁸³ Daarnaast gaat aan de ingrijpende beslissingen waarop art. 2:135 lid 7 (oud) BW zag veelal een langdurig proces vooraf. Het bekend raken van de markt met het voornemen tot het doen van een openbaar bod of de wens om te fuseren loopt in de praktijk veelal niet gelijk met het gekozen peilmoment. Zo was het eerste peilmoment bij de fusie afhankelijk van de dag van de aankondiging van het fusievoorstel. In de praktijk zal het voornemen tot fuseren echter op een eerder tijdstip door middel van een persbericht openbaar zijn gemaakt, met op dat moment beïnvloeding van de koers tot gevolg. Het voornemen van een openbaar bod kan uitlekken voordat het bod officieel is aangekondigd. En ook de verplichting tot onverwijlde bekendmaking van koersgevoelige informatie op grond van de Wft kan ervoor zorgen dat de markt reeds

80 *Kamerstukken I*, 2012/13, 32 512, C, p. 17.

81 Daarbij zij opgemerkt dat bij een fusie of splitsing die doorgang vond, eveneens gekeken diende te worden of de bestuurder zijn aandelen, certificaten of opties vervreemde of dat diens benoeming eindigde vóórdat de fusie of splitsing van kracht werd. Is dit niet het geval dan was art. 2:135 lid 7 (oud) BW immers niet van toepassing.

82 Deze waardevaststelling had eveneens betrekking op het aantal aandelen en opties dat de bestuurder op het tweede peilmoment was toegekend. Dit is immers het moment dat relevant was om de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming tegen te gaan. *Kamerstukken I*, 2012/13, 32 512, C, p. 16.

83 De evaluatiecommissie heeft berekend dat een periode van zes weken tot opvallend andere uitkomsten leidt. Huizink e.a. 2016, p. 50.

bekend is met het voornemen van een ‘major corporate event’ voordat de algemene vergadering bijeen wordt geroepen, bijvoorbeeld ter goedkeuring van een 107a-besluit. Hierdoor kan het voorkomen dat de bestuurder alsnog (aanzienlijk) kan profiteren van een waardestijging, doordat deze stijging buiten de periode valt die de peilmomenten van art. 2:135 lid 7 BW beslaan.

De commissie die tot taak had art. 2:135 lid 7 BW te evalueren, merkt op dat aansluiting bij een eerder peilmoment ook geen oplossing biedt, aangezien het tijdsbestek tussen het eerste en tweede peilmoment dan langer wordt. Hierdoor neemt de kans toe dat het koersverloop in de tussentijd wordt beïnvloed door andere gebeurtenissen dan die welke verband houden met art. 2:135 lid 7 BW. De aanwezigheid van deze andere gebeurtenissen ondergraaft de rechtvaardiging van de aan de afrooimregeling ten grondslag liggende toerekening van de koerswijziging in de peilperiode aan het bestuursbesluit met betrekking tot het major corporate event.⁸⁴

De keuze voor arbitraire, rigide peilmomenten bergt altijd het gevaar in zich dat toepassing van een artikel zoals art. 2:135 lid 7 (oud) BW zal leiden tot een onvolmaakte uitkomst. Om tot een regeling te komen die aansluit bij de werkelijkheid zal gekozen moeten worden voor het verlenen van een discretionaire bevoegdheid aan de raad van commissarissen om de waardestijging te bepalen.⁸⁵

425. De vordering ex art. 2:135 lid 7 (oud) BW

De vordering van de vennootschap op de bestuurder ontstond in beginsel op het moment dat de bestuurder de aandelen verkocht. Daarnaast was er eveneens voor gekozen de vordering te laten ontstaan op het moment dat de bestuurder zijn aandelen niet verkocht, maar zijn relatie met de vennootschap als bestuurder beëindigde. De primaire reden hiervoor was, dat de waardestijging in mindering diende te worden gebracht op zijn bezoldiging. Met de beëindiging van diens benoeming eindigde ook de aanspraak van de bestuurder op zijn bezoldiging. Daar kwam bij dat na het vertrek van een bestuurder de vennootschap niet langer in staat was om te controleren of de voormalig bestuurder zijn aandelen verkocht, vanwege het ontbreken van een rechtsverhouding tussen de vennootschap en de voormalig bestuurder. Bovendien had de vennootschap er geen belang meer bij dat de voormalig bestuurder aandelen in de vennootschap hield.⁸⁶

⁸⁴ Huizink e.a. 2016, p. 11, 50, 56 en 57.

⁸⁵ Zie eveneens Huizink e.a. 2016, p. 57.

⁸⁶ *Kamerstukken I*, 2012/13, 32 512, C, p. 15. Op deze aanname valt overigens wel het een en ander af te dingen. Het kan van belang zijn om te verlangen dat een bestuurder na vertrek zijn aandelen aanhoudt, zodat de horizon van de bestuurder verder strekt dan zijn afscheid.

Het was aan de vennootschap om tot vaststelling van de eventuele waardevermeerdering over te gaan en deze in te houden op de bezoldiging van de bestuurder. Daarbij dient te worden opgemerkt dat onder de bezoldiging van de bestuurder alle componenten vielen zoals bedoeld in artikel 383c lid 1, waaronder dus ook de uitkeringen betaalbaar op termijn en de uitkeringen bij beëindiging van het dienstverband. Wat was nu rechtens, wanneer de vordering ex art. 2:135 lid 7 (oud) BW meer bedroeg dan de bezoldiging waar de bestuurder (nog) recht op had? Uit de parlementaire geschiedenis volgt, dat indien de bezoldigingsaanpakken minder waren dan de vastgestelde waardevermeerdering, de vennootschap voor het resterende bedrag een vordering had uit onverschuldigde betaling op de bestuurder. “De vennootschap heeft immers teveel betaald aan de bestuurder, gelet op de verplichting voortvloeiend uit artikel 2:135 lid 7 BW”.⁸⁷

In het voorgestelde art. 2:129 lid 7 BW, opgenomen naar aanleiding van het amendement Tang/Irrgang en voorloper van art. 2:135 lid 7 (oud) BW, was bepaald dat de bestuurder de waardevermeerdering aan de vennootschap diende te betalen.⁸⁸ Op deze formulering was veel kritiek omdat deze terugbetalingsplicht in strijd zou zijn met het eigendomsrecht. Om strijd met het eigendomsrecht te voorkomen heeft de minister vervolgens gekozen voor een verrekeningsverplichting door het voorgestelde art. 2:135 lid 7 (oud) BW zo vorm te geven dat de waardevermeerdering in mindering dient te worden gebracht op de toekomstige bezoldiging van de bestuurder.⁸⁹ Uit de aangehaalde opmerking blijkt dat het uiteindelijke art. 2:135 lid 7 (oud) BW in beginsel weliswaar een verrekeningsverplichting bevatte, maar er alsnog sprake was van een terugbetalingsverplichting indien de waardevermeerdering niet kon worden verrekend met de toekomstige bezoldiging.

426. Geen sanctie, wel openbaarmaking

De wet bevatte geen specifieke sanctie om te bewerkstelligen dat art. 2:135 lid 7 (oud) BW ook daadwerkelijk werd toegepast. Wel was expliciet bepaald, dat over een eventuele toepassing verantwoording moest worden afgelegd. Conform art. 2:383c lid 6 BW is de vennootschap verplicht in de toelichting bij de jaarrekening opgave te doen van het bedrag van de aanpassing dan wel van de terugvordering van de bezoldiging als bedoeld in art. 2:135 lid 6 tot en met 8 BW.⁹⁰ Daarbij is

⁸⁷ *Kamerstukken I*, 2012/13, 32 512, C, p. 13.

⁸⁸ *Kamerstukken II*, 2009/10, 31 058, nr. 24.

⁸⁹ *Kamerstukken II*, 2009/10, 32 512, nr. 3 (MvT), p. 21.

⁹⁰ Overigens bestaat de verplichting ook op grond van art. 2:391 lid 2 BW, waarin de verplichting is opgenomen voor de vennootschap om in het bestuursverslag mededeling te doen van het beleid aangaande de bezoldiging van haar bestuurders en commissarissen en de wijze waarop dit beleid in het verslagjaar in de praktijk is gebracht. Hieronder valt eveneens de eventuele uitoefening van de bevoegdheden tot aanpassing en terugvordering van bonussen van bestuurders. De wet verplicht tot het doen van een mededeling.

eveneens een taak voor de accountant weggelegd. De accountant dient immers na te gaan of de jaarrekening aan de door de wet gestelde voorschriften voldoet. Hieronder valt ook de toelichting op de jaarrekening, waaronder art. 2:383c lid 6 BW. Verder geschiedt de vaststelling van de jaarrekening door de algemene vergadering. Tijdens de algemene vergadering konden door de aandeelhouders dan ook vragen worden gesteld over de uitoefening van de verplichting die volgt uit art. 2:135 lid (oud) 7 BW. Het was vervolgens aan de (organen van de) vennootschap om te bepalen welke gevolgen aan het niet vaststellen of niet verrekenen werden verbonden.⁹¹

Opgemerkt dient te worden dat het publiekelijk afleggen van verantwoording over de toepassing van art. 2:135 lid 7 BW conform art. 2:383c lid 6 BW in de praktijk vaak uitbleef. De reden hiervoor was, dat pas verantwoording hoefde te worden afgelegd in het jaar waarin de afroming plaatsvond (dus bij verkoop van de aandelen door of aftreden van de bestuurder). In veel gevallen was de vennootschap vanwege de voltrekking van het corporate event dan echter niet meer verplicht een eigen jaarrekening (volledig) te publiceren of bestond de vennootschap niet meer.⁹² Als oplossing hiervoor werd gedacht aan de verplichting om meer standaardinformatie over de toepassing van de afroming op te nemen in het biedingsbericht, het fusiedocument of in de communicatie van de vennootschap met aandeelhouders in geval van een 107a-besluit.⁹³

427. De kritiek op art. 2:135 lid 7 (oud) BW

Op art. 2:135 lid 7 (oud) BW is veel kritiek geuit. Deze kritiek was drieledig. Allereerst werd getwijfeld aan de rechtmatigheid van deze regeling in het licht van art. 1 Eerste Protocol van de Rechten van de Mens (hierna: 'EP'). Toetsing

Dit betekent dat de vennootschap kan volstaan met het vermelden dat van de bevoegdheid is gebruikgemaakt en het bedrag dat is aangepast of teruggevorderd. *Kamerstukken II*, 2010/11, 32 512, nr. 6, p. 10.

91 *Kamerstukken II*, 2011/12, 32 512, nr. 9, p. 2/3; *Kamerstukken I*, 2012/13, 32 512, C, p. 16.

92 In geval van een juridische fusie houdt de verdwijnende vennootschap op te bestaan. De evaluatiecommissie merkt op, dat daarmee ook de verplichting om over de afroming in de jaarrekening verslag te doen, tot een einde komt. Art. 2:383c lid 6 BW betreft geen vermogensrechtelijke verplichting die op de fusierende vennootschap overgaat, maar een op de verdwijnende vennootschap rustende wettelijke verplichting, die met de vennootschap ophoudt te bestaan. Huizink e.a. 2016, p. 51.

93 Eumedion pleitte hiervoor. Zie Huizink e.a. 2016, p. 43.

van de regeling zoals vervat in art. 2:135 lid (oud) 7 BW aan art. 1 EP heeft uiteindelijk nooit plaatsgevonden.⁹⁴

Ten tweede konden er vraagtekens worden gezet bij de noodzaak van deze regeling. Voor bestuurders van beursvennootschappen geldt al dat een persoonlijk financieel belang hen diskwalificeert voor deelname aan de besluitvorming.⁹⁵ Een zuivere besluitvorming wordt dus al gewaarborgd door de algemene tegenstrijdigbelangregeling zoals opgenomen in art. 2:129 lid 6 BW. Men kan zich afvragen in hoeverre een tweede regeling ter bescherming van een zuivere besluitvorming nodig is, te meer nu uit de evaluatie van lid 7 (oud) volgt, dat de regeling geen invloed leek te hebben op de opstelling van bestuurders bij de besluitvorming over major corporate events. Deze laatste gedachte zou worden onderschreven door Eumedion, die stelt dat de afroomregeling meetbaar noch zichtbaar heeft bijgedragen aan de zuiverheid van de oordeelsvorming van het bestuur ten aanzien van de besluiten waarop in art. 2:135 lid 7 (oud) BW werd gedoeld.⁹⁶ Eén van de redenen daarvoor is, dat in de bedoelde situaties de raad van commissarissen intern de regie over het besluitvormingsproces rond de transactie in meer of mindere mate overneemt van het bestuur, veelal in de vorm van een ‘special committee’. Hierdoor is de ruimte voor bestuurders beperkt om eigen (koers)overwegingen te laten meespelen in de besluitvorming. Ook kan worden getwijfeld aan de aanname over het gedrag van bestuurders die ten grondslag ligt aan de afroomregeling, namelijk dat bestuurders primair worden gedreven door hun persoonlijk financieel belang. Uit de evaluatie komt naar voren dat, indien het eigen belang van de bestuurders al een rol zou spelen, dit eerder gezocht zal moeten worden in de sfeer van carrièreperspectieven en persoonlijke reputatie. Er werden dan ook vraagtekens gesteld bij de aanwezigheid van het probleem dat de regeling probeerde op te lossen.⁹⁷ De afroomregeling zou daarbij niet ongevaarlijk zijn, vanwege de verschillende neveneffecten die deze met zich bracht. Zo blijkt uit de evaluatie dat de spanning tussen de raad van commissarissen en de raad van bestuur door de regeling zou toenemen op een moment dat samenwerking juist van belang is.⁹⁸ Ook werd gewezen op de spanning die zou worden veroorzaakt door de afroomregeling in de relatie tussen

94 Voor een uitvoerige bespreking van deze kritiek verwijs ik naar Lokin & Schild 2012. Zie ook de brief van VNO/NCW d.d. 2 september 2013 en de reactie op deze brief van de Minister, *Kamerstukken I*, 2013/14, E, p. 4.

95 Zo ook Assink, Kroeze & Verbrugh 2010, p. 1002. Lokin & Schild 2012.

96 Huizink e.a. 2016, p. 40.

97 Uit de reeds aangehaalde evaluatie volgt dat de betrokken bestuurders bij de vennootschap diep beledigd zouden zijn als gedacht zou worden dat zij gedreven zouden worden door eigen belang bij dit soort beslissingen. Huizink e.a. 2016, p. 40/41.

98 Daar komt bij dat de afroomregeling door bestuurders als onrechtvaardig wordt ervaren, aangezien de raad van commissarissen en de managementlaag onder het bestuur niet onder deze regeling vallen. Huizink e.a. 2016, p. 42.

bestuurders en aandeelhouders, doordat het gevoel hetzelfde belang te hebben bij de transactie (de zogenaamde 'alignment') minder werd: bestuurders zouden door de aandeelhouders aangewezen zijn om, na afweging van de verschillende relevante belangen, een goede prijs voor de aandelen te bewerkstelligen. De afroomregeling sloot dan ook niet aan op de internationale bedrijfsomgeving, waarin een aan koerswaarde gekoppelde beloningsstructuur vaak werd voorgestaan.⁹⁹

Een dergelijk '*alignment*' lijkt op het eerste gezicht in strijd met het Nederlandse stakeholdersmodel. In theorie hoeft dat niet te gelden voor alle gevallen. Bij een overname wordt een bestuurder geconfronteerd met twee belangrijke afwegingen. Allereerst is daar de vraag of de overname zoals deze gepresenteerd wordt, doorgang zou moeten vinden. Vervolgens voor welke prijs. Deze afwegingen lijken volledig met elkaar samen te hangen en dat is grotendeels waar. Als de prijs niet goed is, dan ook geen overname. Er is echter een verschil in het belang dat in ogenschouw genomen dient te worden bij de eerste en de tweede afweging. Bij de eerste afweging wordt het belang van de vennootschap immers gekleurd door de lange termijn waardecreatie waarbij de belangen van alle stakeholders een rol spelen. Bij de tweede afweging zijn de voornaamste belanghebbenden de aandeelhouders. Een (substantieel) persoonlijk financieel belang bij het slagen van de overname zorgt ervoor dat een bestuurder een tegenstrijdig belang heeft bij het maken van de eerste afweging. Bij de tweede afweging is er echter sprake van een belangenverstrengeling (de belangen lopen gelijk) in plaats van een belangenvermenging. Voorwaarde hiervoor is overigens wel dat de momenten waarop de afwegingen gemaakt worden, van elkaar te scheiden zijn en de prijs de enig overgebleven determinant is. In de praktijk zullen naast de prijs ook andere factoren worden meegewogen, waardoor van een nette scheiding niet snel sprake zal zijn.

Ten derde was er kritiek op de effectiviteit van artikel 2:135 lid 7 (oud) BW. Zo werd betwijfeld in hoeverre deze regeling daadwerkelijk de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming – aangenomen dat die er zou zijn – bij bestuurders wegnam, aangezien de toepassing van de regeling niet allesomvattend was. Lid 7 (oud) had bijvoorbeeld alleen betrekking op aandelen die de bestuurder als bezoldiging had ontvangen. De waarde stijging van aandelen die de bestuurder zelf had gekocht of geërfd kwam de bestuurder dus volledig toe.¹⁰⁰ Ook vielen derivaten, zoals phantom stocks en phantom stock appreciation rights, niet onder de regeling van

99 Huizink e.a. 2016, p. 42.

100 Hierdoor is het bijvoorbeeld mogelijk dat aandelen die als onderdeel van een beloningspakket worden ontvangen, door de bestuurder worden verkocht, om bij wijze van spreken een dag later weer te worden teruggekocht, zodat zij niet langer onder de overnameklem vallen.

art. 2:135 lid 7 (oud) BW.¹⁰¹ Het gevolg van deze onvolledigheid was, dat de afroomregeling gemakkelijk omzeild kon worden en willekeur op de loer lag.

Dat omzeiling niet louter theoretisch was, liet ook de praktijk zien. Sinds de invoering van lid 7 (oud) hebben verschillende beursgenoteerde vennootschappen voor hun raden van commissarissen de mogelijkheid gecreëerd om de waarde van de aan bestuurders onvoorwaardelijk toegekende prestatieaandelen en –opties uit te keren in contanten in het geval van een (aankondiging van een) openbaar bod op de aandelen van deze vennootschappen.¹⁰² Een ander voorbeeld deed zich voor bij de overname van DE Master Blenders. Toenmalig CEO Jan Bennink anticepeerde bij de overname van DE Master Blenders 1753 – nog voordat lid 7 (oud) in werking was getreden – op de afroomregeling door zijn beloning niet te laten betalen door DE Masterblenders, maar contant uit te laten keren door de overnemende partij: JAB.¹⁰³ Lid 7 (oud) werd dus al ondermijnd, voordat de afroomregeling het levenslicht had gezien.

Het pijnlijke van dit laatste voorbeeld is, dat de invoering van art. 2:135 lid 7 (oud) BW precies het tegenovergestelde voor elkaar gekregen had, dan hetgeen de wetgever probeerde te bewerkstelligen. De afroomregeling moest volgens de indieners immers zorgen voor een zuivere besluitvorming bij overnamesituaties door het financieel eigen belang van het bestuur weg te nemen.¹⁰⁴ Van een zuive-

101 De bestuurder van Roto Smeets Group ontsprong hierdoor de dans bij het bod van een aantal grootaandeelhouders op alle activa van een dochtervennootschap van Roto Smeets Group. Ondanks dat hier sprake was van een 2:107a-transactie, was art. 2:135 lid 7 BW niet van toepassing, aangezien de statutair bestuurder niet in aandelen werd beloofd, maar in phantom stock. Hetzelfde speelde bij de overname van Corio door het Franse Klépierre.

102 Dit gold onder meer voor OCI, BE Semiconductor Industries, Pharming Group, Vastned Retail, Telegraaf Media Group en Batenburg. Zie Eumedion Evaluatie van het AVA seizoen 2014, p. 9 (te raadplegen op <http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2014-ava-evaluatie.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)) en Eumedion Evaluatie van het AVA seizoen 2015, p. 9 en 10 (te raadplegen op <http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2015-ava-evaluatie.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)). Zie bijvoorbeeld “The Remuneration Committee has flexibility to settle PSP awards in cash rather than shares on change in control where it judges this to be appropriate.” Zie de 2014 Performance Share Plan Rules van OCI, p. 4 (te raadplegen op http://www.oci.nl/media/cms_page_media/75/OCI%20NV%20LTI%20Plan%20Fact%20sheet.pdf (laatst bezocht op 5 augustus 2017)). De raden van commissarissen van OCI, Vastned Retail en TMG hadden, mede op uitdrukkelijk verzoek van aandeelhouders, besloten de afroomregeling vrijwillig van toepassing te verklaren.

103 Zie onder andere <http://www.volkskrant.nl/economie/topman-de-omzeilt-bonuswetgeving-en-strijkt-57-miljoen-op~a3478680/> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

104 Het doel van lid 7 (oud) was het zoveel mogelijk wegnemen van de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming van bestuurders wegens een groot financieel belang in geval van overnames. *Kamerstukken II*, 2009/10, 32 512, nr. 3 (MvT), zie onder andere p. 21.

re besluitvorming lijkt mij geen sprake als de bestuurders bij een overname alvast onderhandelen met de acquirerende partij over hun eigen vergoeding indien de overname slaagt.¹⁰⁵ Ook de eigenlijke onderliggende reden voor het invoeren van de afroomregeling – de gedachte dat bestuurders niet zouden mogen verdienen aan een overname van ‘hun’ onderneming – werd niet bewaarheid. Bennink heeft in minder dan een jaar als CEO 10 miljoen euro verdiend op de overname van DE Master Blenders door JAB.¹⁰⁶

Ook bij één van de eerste beursgenoteerde vennootschappen die wel onder de afroomregeling viel – Nutreco – bleek de verwachting dat de bestuurders niet zouden profiteren van de waardestijging van hun aandelen ijdel.¹⁰⁷ De afroomverplichting bij Nutreco van ten minste € 819.000 werd namelijk deels gecompenseerd door de toekenning van een speciale overnamebonus ter waarde van € 530.000 aan de bestuurders.¹⁰⁸ De beide doelen die aan art. 2:135 lid 7 (oud) BW ten grondslag liggen werden ook hier dus niet bereikt.¹⁰⁹ Bij de overname van TNT

-
- 105 Met recht kan men zich afvragen welke rol het tegenstrijdig belang hier dient te spelen. Daarnaast wekte de werkwijze van Bennink de woede van aandeelhouders op. Kris Douma van pensioenuitvoerder MN, die namens een aantal grote beleggers het woord voerde op de bava waarop de overname werd voorgelegd aan de aandeelhouders, liet door de Volkskrant optekenen: “Er was al onvrede over de hoge beloning van Bennink, en die is hierdoor bepaald niet minder geworden. De enige manier om het tegen te houden, is door de hele overname weg te stemmen.” Tijdens de bava zou blijken dat beleggers niet zo ver wilden gaan, <http://www.volkskrant.nl/economie/topman-de-omzeilt-bonuswetgeving-en-strijkt-57-miljoen-op~a3478680/> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).
- 106 <http://nos.nl/artikel/494830-topman-pakt-10-mln-na-overname.html> (laatst bezocht op 5 augustus 2017). In totaal wordt de door hem gerealiseerde persoonlijke winst vanwege de verkoop van aandelen DE Master Blenders nog een stuk hoger geschat.
- 107 Zie het krantenartikel in het FD: <http://fd.nl/ondernemen/1083606/nieuwe-wet-kost-bestuurders-nutreco-geld> en het daarop gebaseerde artikel in de Volkskrant: <http://www.volkskrant.nl/economie/overname-diervoederbedrijf-is-eerste-onder-antigraai-wet~a3804996/> (beide laatst bezocht op 5 augustus 2017). Zie eveneens Lokin 2015 waarin al werd aangestipt dat niet te vroeg gejuicht moest worden, aangezien het bestuur na de overname door SHV aan zou blijven en er zodoende voldoende mogelijkheden zouden zijn om de bestuurders alsnog te compenseren voor de misgelopen koerswinst.
- 108 De toekenning van de overnamebonus werd overigens slechts met een minieme meerderheid van 50,72% van de uitgebrachte stemmen aangenomen. Indien de aandelen van bieder SHV buiten beschouwing worden gelaten, kon de transactiebonus slechts op steun van 10,3% van het ter BAVA aanwezige ‘minderheidskapitaal’ rekenen. Eumedion Evaluatie van het AVA seizoen 2015, p. 9 (te raadplegen op <http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2015-ava-evaluatie.pdf> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).
- 109 Overigens kan men zich afvragen welke rol lid 7 (oud) bij de besluitvorming over deze overname gespeeld heeft. Het bestuurder stond hier immers voor een keuze: overgenomen en opgesplitst worden door Cargill en Permira of overgenomen worden door SHV

Express door FedEx werden de effecten van de afroomregeling eveneens gecompenseerd door een al eerder overeengekomen change-of-controlregeling. Weer een andere manier om de regeling te omzeilen zagen we bij het openbaar bod op de aandelen Exact begin 2015. Bij dat openbaar bod werd de afroomregeling ontlopen, door het besluit van de raad van commissarissen van Exact om de voorwaardelijk toegekende bonusaandelen aan de bestuurders te schrappen en hen daarvoor in gelijke mate te compenseren in contanten.¹¹⁰

Naast het omzeilen van de afroomregeling zorgde art. 2:135 lid 7 (oud) BW eveneens voor een ongelijke behandeling, onder meer omdat de regeling niet van toepassing was op een naamloze vennootschap met een beursnotering buiten de Europese Economische Ruimte. Het voorbeeld van NXP liet zien dat een notering aan de NASDAQ ervoor zorgt dat haar topman zijn omstreden, doch rechtmatig opgebouwde bonus van \$428 miljoen mag houden na een overname door Qualcomm.¹¹¹ De regeling gaf dan ook diverse ongewenste prikkels aan bestuurders, bijvoorbeeld om te kiezen voor een notering ‘in den vreemde’ in plaats van aan de Euronext Amsterdam of om bij zicht op een overname het bestuurslidmaatschap voortijdig (voor aanvang van het eerste peilmoment) te beëindigen.¹¹²

428. Een nieuwe afroomregeling?

Als we de balans opmaken na enkele jaren art. 2:135 lid 7 (oud) BW, dan zijn de vruchten wrang en de lasten groot. De wetgever doet er goed aan om dit lid geen nieuw leven meer in te blazen.¹¹³

zonder opsplitsing (en met behoud van de bestuursfunctie). Het lijkt mij dat de bestuurders bij afwezigheid van art. 2:135 lid 7 (oud) BW ook voor de laatste optie gekozen zouden hebben.

110 In de afgelopen jaren waren in totaal 57.023 aandelen voorwaardelijk toegekend aan de drie statutair bestuurders van Exact. Deze bestuurders zouden derhalve gezamenlijk ruim € 191.000 verschuldigd zijn aan de vennootschap op grond van art. 2:135 lid 7 BW.

111 Zie onder andere <https://fd.nl/ondernemen/1173531/topman-nxp-verdient-428-mln-bij-overname> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

112 Zie over die laatste prikkel ook Huizink e.a. 2016, p. 56.

113 Een belangrijke reden waarom ik geen heil zie in lid 7 (oud) is – naast alle bezwaren die Alexander Schild en ik in ons eerder aangehaalde artikel naar voren hebben gebracht – dat juist degene die geen ‘zuivere’ beweegredenen lijken te hebben bij een overname ermee weg kunnen komen en lid 7 een prikkel geeft om met de overnemende partij over de eigen vergoeding te praten, waardoor de besluitvorming juist onzuiver wordt. Eventuele braveren jongens worden wel geraakt zonder dat lid 7 in die gevallen voor een betere besluitvorming zorgt.

Uit de brief aan de Tweede Kamer over de voortgang van de modernisering van het ondernemingsrecht volgt dat de regering de conclusies deelt dat de afroomregeling te complex was. Zij is dan ook voornemens op korte termijn met een effectievere regeling te komen. Daarbij wordt onder meer gedacht aan het toekennen van de *bevoegdheid* (en dus niet het opleggen van de *verplichting*) aan de raad van commissarissen tot aanpassing van de bezoldiging in het kader van belangrijke besluiten, zoals overnames.¹¹⁴ Bij een dergelijke regeling zou ik de volgende kanttekeningen willen plaatsen.

Allereerst lijkt het mij onmogelijk om een sluitende regeling te verwezenlijken, wanneer het artikel twee heren moet dienen: (i) een zuivere besluitvorming en (ii) het ontzeggen van koerswinsten aan bestuurders vanwege een ingrijpende vennootschappelijke gebeurtenis. In de brief aan de Tweede Kamer wordt slechts gesproken over een effectieve regeling met als doel het tegengaan van prikkels tot oneigenlijke oordeelsvorming.¹¹⁵ Daaruit mag echter geenszins worden afgeleid dat de regering de keuze heeft gemaakt om bij het vormgeven van een effectieve regeling één van beide doelen voor ogen te houden. Een keuze, die mijns inziens wel gemaakt zal moeten worden. Het doel van de regeling kleurt immers de maatstaf voor de toepassing van de aanpassingsbevoegdheid door de raad van commissarissen.

Ten tweede zal het doel – ongeacht voor welk van beide wordt gekozen – nooit geheel bereikt kunnen worden als de bevoegdheid van de raad van commissarissen beperkt is tot het aanpassen van de toekomstige bezoldiging van de bestuurder. Deze bezoldiging kan immers slechts worden gereduceerd tot nihil. Indien het gehele persoonlijk financieel belang van de bestuurder bij het welslagen van een vennootschappelijke gebeurtenis groter is dan zijn toekomstige bezoldiging, dan is de regeling alsnog niet effectief. Naarmate de regeling echter ruimer is, neemt ook de kans toe dat deze regeling in strijd is met art. 1 EP.

Mijns inziens doet de wetgever er goed aan om per doel te bedenken of een aparte regeling noodzakelijk is. Voor het bewerkstelligen van een zuivere besluitvorming kan naar mijn mening het best aansluiting worden gezocht bij de bestaande regelingen die belangenvermenging moeten voorkomen. Geëxpliciteerd zou kunnen worden dat een bestuurder met een (substantieel) financieel persoonlijk belang – bijvoorbeeld gedefinieerd in verhouding tot zijn vaste bezoldiging – bij het slagen van één van de genoemde vennootschappelijke gebeurtenissen in beginsel een tegenstrijdig belang heeft en zich aan de besluitvorming dient te onttrekken. Het geheel willen wegnemen van een mogelijk tegenstrijdig belang is mijns inziens

114 Kamerbrief met beleidsreactie modernisering ondernemingsrecht, 9 december 2016, p. 23 (te raadplegen op <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2016/12/09/tk-voortgang-modernisering-ondernemingsrecht> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

115 Kamerbrief met beleidsreactie modernisering ondernemingsrecht, 9 december 2016, p. 23 (te raadplegen op <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2016/12/09/tk-voortgang-modernisering-ondernemingsrecht> (laatst bezocht op 5 augustus 2017)).

ongewenst en zal leiden tot een draconische regeling die nimmer volledig effectief zal zijn.

De vraag of een bestuurder mag verdienen aan een majeure vennootschappelijke gebeurtenis is van rechtspolitieke aard. Mijns inziens hoort het wettelijk afkomen van dergelijke winsten niet thuis in het vennootschapsrecht. Het is in de eerste plaats aan de vennootschap zelf om te beslissen of bestuurders (en commissarissen) substantiële winsten op de korte termijn zouden mogen ontvangen vanwege het welslagen van een voor de vennootschap ingrijpende gebeurtenis.

Vorenstaande laat onverlet dat de combinatie van bezoldiging, aandelenbezit en majeure vennootschappelijke gebeurtenissen een aandachtspunt zou moeten zijn bij beursgenoteerde ondernemingen. Weliswaar hoeft het houden van (belonings)aandelen voor de lange termijn, ook binnen het stakeholdersmodel zoals wij dat in Nederland kennen, niet direct strijdig te zijn met het streven naar lange termijn waardecreatie. In veel gevallen zal lange termijn aandeelhouderswaarde en lange termijn waardecreatie synchroon lopen.¹¹⁶ Aandacht is echter geboden op de momenten waarop de verschillende waarden uit elkaar (kunnen) gaan lopen. Hiervan is bij uitstek sprake bij de genoemde majeure vennootschappelijke gebeurtenissen.

Bij het zoeken naar een opvolger van art. 2:135 lid 7 (oud) BW zou daarom naar mijn mening het zwaartepunt moeten liggen bij de raad van commissarissen, die een beleid vorm zou moeten vormgeven met betrekking tot de financiële prikkels van bestuurders (en commissarissen) bij voor de vennootschap ingrijpende gebeurtenissen. Dit beleid dient vooreerst te waarborgen dat er voldoende leden zijn van de raad van bestuur en/of de raad van commissarissen zonder substantieel financieel persoonlijk belang bij het welslagen van de gebeurtenis om een zuivere besluitvorming te garanderen. Verder moet het vormgeven van dit beleid de raad van commissarissen aanzetten na te denken over de functie die een bezoldiging, uitgekeerd in aandelen of aandelengerelateerde instrumenten, vervult onder de gewijzigde omstandigheden.

Bepaald zal moeten worden of de bestuurder (of commissaris), op grond van de financiële prikkel die hij ontvangt vanwege de premie op zijn aandelen, nog in staat is het belang van de vennootschap te bepalen zonder dat zijn zicht te veel vertroebeld raakt door zijn privébelang. De Code 2016 geeft in dat kader een opdracht mee aan bestuurders en commissarissen. Volgens principe 2.7 moet elke vorm van belangenverstrengeling tussen de vennootschap en haar bestuurders of commissarissen worden vermeden. Om te vermijden dat belangenverstrengeling plaatsvindt, dienen adequate maatregelen te worden getroffen. De verantwoordelijkheid voor de besluitvorming over de omgang met belangen-

116 Zou dit anders zijn, dan zou het belonen van bestuurders in aandelen in zijn geheel moeten worden verboden.

verstrengeling bij bestuurder en commissarissen ligt bij de raad van commissarissen, aldus de Code 2016.¹¹⁷

Om aan het eerste doel tegemoet te komen zal een dergelijk beleid zowel de aandelen en aandelengerelateerde instrumenten betreffen die de functionaris als bezoldiging heeft ontvangen, als de aandelen en aandelengerelateerde instrumenten die de functionaris uit anderen hoofde houdt.¹¹⁸ Verder zal dit beleid moeten zien op andere financiële prikkels, zoals golden parachutes en overnamebonussen (van de vennootschap of de overnemende partij).

Een belangrijk deel van het major-corporate-eventsbeleid zal dus onderdeel uitmaken van het bezoldigingsbeleid.¹¹⁹ Hierdoor is naar mijn mening geen aparte say-on-pay nodig zoals opgenomen in de Verenigde Staten.¹²⁰ Wel zou kunnen worden nagedacht over een verplichte openbaarmaking en eventuele stemming over beloningen die worden toegekend of uitgekeerd door iemand anders dan de vennootschap vanwege een major corporate event, zoals in het Verenigd Koninkrijk.¹²¹

Om een zuivere besluitvorming te kunnen garanderen zou in dit beleid bijvoorbeeld kunnen worden opgenomen dat bepaalde bestuurders of commissarissen geen aandelen mogen houden in de vennootschap. Wanneer dit als onwenselijk wordt ervaren, zou ervoor kunnen worden gekozen dat de aandelen, die door een aantal (of alle) bestuurders of commissarissen worden gehouden, automatisch worden omgezet in contanten op het moment dat het ophanden zijn van een majeure vennootschappelijke gebeurtenis publiekelijk bekend wordt (eventueel onder de voorwaarde dat de gebeurtenis doorgang zal vinden).

Naast het waarborgen van een zuivere besluitvorming dient nagedacht te worden over de functie die bezoldigingsaandelen en aandelengerelateerde instrumenten gedurende hun gehele looptijd vervullen. Deze functie wijzigt veelal wanneer een

117 Zie ook Lokin 2017c.

118 In de praktijk komt het veelal voor dat een vennootschap als beleid heeft dat een bestuurder aandelen moet aanhouden ter hoogte van een bedrag van bijvoorbeeld tweemaal zijn jaarsalaris, onder meer om zijn belangen te koppelen aan de duurzame ontwikkeling van de beurskoers op de lange termijn. Het is niet verwonderlijk wanneer in dit beleid ook wordt geregeld hoe om te gaan met deze aandelen, wanneer de horizon wordt verkort door een majeur corporate event.

119 Het *corporate events*-beleid is in zoverre breder, omdat het beleid ook betrekking heeft op bijvoorbeeld de aandelen die de bestuurder zelf gekocht heeft.

120 Zie hierover randnummer 313. Deze say-on-pay is daarnaast beperkt tot golden parachutes.

121 Sec. 217 (1), 218 (1) en 219 (1) CA 2006. Zie hierover randnummer 306.

ingrijpende gebeurtenis zich voordoet.¹²² De raad van commissarissen zou zich het recht moeten voorbehouden om de bezoldiging ook in die gevallen dienstbaar te laten zijn aan het belang van de vennootschap. In het verlengde daarvan zou eventueel een beroep gedaan kunnen worden op de eerder voorgestelde bepaling die raden van commissarissen ertoe aanzet (dan wel verplicht) om in de overeenkomst met de bestuurder een aanpassingsbevoegdheid op te nemen.¹²³ Geëxpliciteerd kan worden dat deze aanpassingsbevoegdheid in elk geval geldt bij de genoemde majeure vennootschappelijke gebeurtenissen. Hierdoor komt de raad van commissarissen een meer op maat gesneden instrument toe. Ook kan gedacht worden aan een regeling die de raad van commissarissen aanspoort (dan wel verplicht) tot het opnemen van een plafond bij het toekennen van een bezoldiging in aandelen of opties om ongewenst hoge beloningen vanwege bepaalde (onverwachte of veranderende) situaties tegen te gaan. Ten slotte zal eveneens een standpunt moeten worden ingenomen over de toelaatbaarheid van transactiebonussen en andere vormen van variabele beloningen die afhankelijk zijn van een majeure vennootschappelijke gebeurtenis, onafhankelijk van de vraag of deze worden toegekend door de huidige vennootschap of de overnemende of verkrijgende partij.¹²⁴

30.5 Conclusie over het aanpassen en terugvorderen van bezoldiging

429. Conclusie over het aanpassen en terugvorderen van bezoldiging

Met de Wet claw back heeft de wetgever getracht de positie van de raad van commissarissen ten opzichte van de bezoldiging van bestuurders te versterken.¹²⁵ Een nadere bespreking van de redelijkheidstoets, de afroomregeling en de terugvorderingsbevoegdheid laat zien dat de positie van de raad van commissarissen weinig

122 Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan beloningsaandelen die bij toekenning als functie hebben de bestuurder te laten meeprofiteren van een duurzame koersstijging. Wanneer vervolgens de waarde stijgt vanwege een (op handen zijnd) openbaar bod gaat van deze beloningsaandelen plotseling een andere prikkel uit.

123 Eumedion is voorstander van een dergelijke wettelijke bepaling. Bovendien moet deze clause in het contract volledig openbaar zijn en ter goedkeuring worden voorgelegd aan de aandeelhouders. <https://fd.nl/economie-politiek/1181291/perverse-prikkel-bij-overnames-bezorgt-van-der-steur-hoofdbrekens> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

124 De VEB is hierin vrij stellig en stelt überhaupt geen reden te zien waarom een bestuurder bij een overname of fusie een bonus zou moeten krijgen. De besluitvorming daarover hoort gewoon bij zijn takenpakket. <https://fd.nl/economie-politiek/1181291/perverse-prikkel-bij-overnames-bezorgt-van-der-steur-hoofdbrekens> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

125 *Kamerstukken II*, 2010/11, 32 512, nr. 3 (MvT), p. 1.

is verbeterd. Geen van de doelen die de wetgever voor ogen stonden zijn door de aanvulling van art. 2:135 BW bereikt. Naar mijn mening volstaan de huidige regelingen niet en verdienen ze alle aanpassing.

BEZOLDIGING EN DE ROL VAN DE RECHTER

430. Inleiding

In dit hoofdstuk wordt, ten slotte, ingegaan op de rol van de rechter bij het beoordelen van de bezoldiging van bestuurders. Allereerst zal er gekeken worden naar deze rol vanuit historisch perspectief aan de hand van zes rechtszaken die zich afspeelden in de Verenigde Staten na het uitbreken van de Grote Depressie. Deze rechtszaken worden beheerst door het vennootschapsrecht zoals dat toentertijd gold in de Verenigde Staten. Een bespreking ervan is desalniettemin van waarde omdat de ontwikkelingen in de rechtspraak na de Grote Depressie de innerlijke strijd van de rechterlijke macht laten zien die nog steeds opgeld doet. De vragen waarmee de Amerikaanse rechters worstelden en de antwoorden die zij vonden, hebben dan ook een meer universele waarde. Ondanks de wens binnen de rechterlijke macht om paal en perk te stellen aan de excessieve beloningen, wordt duidelijk dat de ruimte en daarmee de rol van de rechter binnen het bezoldigingsvraagstuk beperkt zijn.

Na een bespreking van voornoemde zes rechtszaken zal worden ingegaan op de twee meest in het oog springende rechtszaken die zich sinds het nieuwe millennium hebben voorgedaan, waarbij de top van de onderneming verantwoording moest afleggen over de toegekende bestuurdersbezoldiging. Eén daarvan speelt zich af in de Verenigde Staten, de ander in Duitsland. De houding van de Amerikaanse en Duitse rechter zal vervolgens worden afgezet tegen de mate waarin de Ondernemingskamer in de bezoldiging van bestuurders bij beursgenoteerde vennootschappen een grondslag ziet voor het aannemen van gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid en gang van zaken, dan wel wanbeleid. Het hoofdstuk sluit af met een conclusie.

Een historisch beperkte rol van de rechter

431. Rechtszaken in de Verenigde Staten na de Grote Depressie

Tot de jaren '30 van de twintigste eeuw is de beoordeling van de bezoldiging van bestuurders door de rechter in de VS voornamelijk beperkt gebleven tot het domein van de 'besloten' vennootschappen.¹ Rechtszaken die over dit onderwerp worden gevoerd, gaan voornamelijk over de vraag of er sprake is van bezoldiging of van verkapte winstuitkering aan aandeelhouders die tevens bestuurder zijn. Eenzelfde beeld zagen wij ook in Nederland.²

Een voorbeeld van een dergelijke zaak is *Botany Worsted Mills v. United States* uit 1929, waarin sprake is van een belastingkwestie. Op grond van het bonusplan van 'Mills' werd 32% van de nettowinst verdeeld onder de leden van de board – allen tevens aandeelhouders – bij wijze van bezoldiging. De vraag die aan de rechter voorlag was of deze kosten voor de belasting opgevoerd mochten worden als 'ordinary and necessary expenses', of dat zij aangemerkt dienden te worden als een verkapte dividenduitkering, verscholen in een bezoldigingsjasje. De rechter oordeelde dat de betalingen niet aftrekbaar waren. Daarbij liet de rechter de vraag ongemoeid of het feit dat een onredelijk hoog bedrag aan de bestuurders werd betaald kon leiden tot de conclusie dat er geen sprake was van 'ordinary and necessary expenses'. Wel oordeelde de rechter dat er ten minste een relatie moest bestaan tussen de bezoldiging en de verrichte diensten om ervoor te zorgen dat de bezoldiging aftrekbaar was.

"It is clear, that extraordinary, unusual and extravagant amounts paid by a corporation to its officers in the guise and form of compensation [...] having no substantial relation to the measure of their services and being utterly disproportioned to their value, are not in reality payment for services, and cannot be regarded as 'ordinary and necessary expenses'."³

1 Washington 1941, p. 736. Volgens Washington was de beoordeling van de bezoldiging van bestuurders in besloten vennootschappen gemakkelijk: "In such cases, the courts were dealing with ordinary human beings, not claiming unique abilities and powers. The amounts were well within the understanding of the judges, and the salaries previously received by the defendants usually constituted a ready measure of what they deserved."

2 Zie hiervoor randnummer 222.

3 Zie *Botany Worsted Mills v. United States* 278 U.S. 282, 286, 292 (1929).

Bestuurders en commissarissen van naamloze vennootschappen met een notering aan de beurs ontspringen, mede door de afwezigheid van openbaarmakingsverplichtingen, veelal de dans.

Het diepe dal waar de Verenigde Staten eind jaren '20 in duikelen zorgt er echter voor dat de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen de aandacht van het grote publiek krijgt. Bekend wordt dat bestuurders van de grote beursgenoteerde ondernemingen in de Verenigde Staten, voorafgaand aan de crisis, bedragen hebben ontvangen die de verbeelding te boven gaan, zonder dat aandeelhouders hiervan op de hoogte waren. Bij iedere bekendmaking stijgt de verontwaardiging, terwijl het land ondertussen steeds verder wegzakt in de economische malaise.

Verschillende aandeelhouders, verbijsterd over de hoge bezoldigingspakketten en furieus over de verliezen die zij zelf hebben geleden, verzoeken de rechter in te grijpen. Diverse rechtszaken zijn het gevolg. Als reden voor aanpassing en terugvordering van de bezoldiging leggen deze aandeelhouders aan hun vorderingen ten grondslag, dat de bezoldiging van de bestuurders 'unreasonable and wasteful' zou zijn. De bezoldiging, zo betogen zij, is aan te merken als niets meer dan een gift, waarvoor de goedkeuring van alle aandeelhouders vereist is.⁴ De keuze voor deze strategie is gebaseerd op de wijze waarop normaliter geprocedeerd wordt over de bezoldiging van bestuurders bij 'besloten' vennootschappen.

"Accordingly, the plaintiff stockholder generally framed his complaint in terms of self-dealing, actual or constructive fraud, and the receipt of excessive amounts: he then prayed for the type of relief so often granted in the closed corporation cases."⁵

432. Berendt v. Bethlehem Steel Corp

De weg naar een beoordeling van de bezoldiging bij naamloze vennootschappen door de rechter wordt vrijgemaakt door Berendt v. Bethlehem Steel Corp.⁶ Bethlehem Steel is één van de eerste grote ondernemingen die begint met het bezoldigen

4 De belangrijkste arresten uit die tijd zijn Scott v. P. Lorillard Co., 154 A. 515 (N.J. Ch. 1931); Berendt v. Bethlehem Steel Corp., 154 A. 321 (N.J. Ch. 1931); Rogers v. Hill (Hill III), 289 U.S. 582 (1933); Gallin v. National City Bank, 273 N.Y.S. 87 (N.Y. Sup. Ct. 1934); Koplar v. Warner Bros. Pictures Inc., 19 F. Supp. 173 (D. Del. 1937); Epstein v. Schenck, 35 N.Y.S.2d 969 (N.Y. Sup. Ct. 1939); McQuillen v. National Cash Register Co., 112 F.2d 877 (4th Cir. 1940); Winkelman v. Gen. Motors Corp., 44 F. Supp. 960 (S.D.N.Y. 1942). Zie over de waste-doctrine zoals die al gold in die tijd Washington 1942, p. 266-292.

5 Washington 1941, p. 737.

6 Berendt v. Bethlehem Steel Corp., 154 A. 321 (N.J. Ch. 1931).

van zijn bestuurders met een deel van de nettowinst.⁷ Vanaf het moment dat Charles M. Schwab de controle verwerft over Bethlehem Steel, voert hij een bonussysteem in.⁸ Bethlehem Steel is daarmee haar tijd ver vooruit.

In 1929 komen de bezoldigingspakketten in opspraak, wanneer bekend wordt dat de bestuursleden van Bethlehem Steel omvangrijke beloningen hebben ontvangen zonder dat de aandeelhouders daarmee bekend waren.

Twaalf jaar daarvoor, in 1917, heeft Bethlehem een regeling ter goedkeuring aan de aandeelhouders voorgelegd waarin is bepaald dat tussen de 3.34% en maximaal 8% van de netto-inkomsten – het percentage loopt op naarmate de netto-inkomsten hoger worden – in een bonuspool wordt opgenomen ten behoeve van het senior management.⁹ De verdeling van de bonuspool werd volledig overgelaten aan de discretie van Schwab.¹⁰ In de jaren die volgen lopen de netto-inkomsten en de bonussen verder op. Hierdoor komt het voor dat in 1929 ongeveer \$4.000.000 verdeeld mag worden onder een paar bestuurders. De president van Bethlehem Steel, Eugen Grace, blijkt in totaal \$1.623.753 aan bezoldiging ontvangen te hebben in 1929. De omvang van de bonussen, de discretionaire bevoegdheid van Schwab en het feit dat aandeelhouders niet op de hoogte worden gesteld van de enorme bedragen die jaarlijks worden uitgekeerd, zorgen voor grote publieke verontwaardiging.¹¹ In het bijzonder omdat bekend wordt dat Bethlehem Steel haar bestuurders miljoenen dollars aan bonussen heeft uitbetaald in jaren dat er geen dividend wordt uitgekeerd aan de aandeelhouders.¹²

7 In 1902 introduceerde Bethlehem Steel een dergelijk bonusplan voor bestuurders, waardoor deze bestuurders naast een vast salaris tevens aanspraak konden maken op een aandeel in de nettowinst. Het aandeel van de bestuurders bleef in de jaren erna stijgen, tot de bestuurders op een gegeven moment ongeveer evenveel mochten verdelen als de aandeelhouders aan dividend kregen uitgekeerd. Deze hoge bonussen leidden ertoe dat de exclusieve buurt in Pennsylvania waar deze bestuurders woonden, in de volksmond werd aangeduid als 'Bonus Hill'. Wells 2010, p. 699 en 709/710.

8 Washington 1941, p. 737.

9 De 'netto-inkomsten' werden berekend: "after interest charges and dividends on the preferred stock, but before allowances for depreciation and obsolescence." Voor 1917 werden de bonussen op gelijke wijze bepaald, maar vanwege oplopende winsten (voornamelijk opgedreven door de oorlogsproductie) en de daarmee samenhangende hogere bonussen had Schwab besloten het reeds bestaande bonussysteem in 1917 te laten ratificeren.

10 Washington 1941, p. 737. Juridisch gezien geen slechte beslissing, aangezien Schwab de enige was die niet meedeelde in de bonuspool.

11 Bethlehem verdedigde zich door te stellen dat het bonusplan openbaar gemaakt was in het bestuursverslag in 1917 en wees op het feit dat Schwab enkele malen gesproken had over het 'million dollar salary' van de president van Bethlehem.

12 Tussen 1911 en 1928 heeft Bethlehem in totaal \$40.886.996 aan dividenden uitgekeerd aan haar aandeelhouders, terwijl zij in dezelfde periode \$31.878.255 betaald heeft aan een klein groepje bestuurders. De helft van dit bedrag is ten goede gekomen aan Eugen Grace. Wells 2010, p. 709-711.

Aandeelhouder Berendt en consorten spannen een rechtszaak aan. De kern van hun vordering vormt de stelling dat de niet-uitvoerende bestuurders van Bethlehem Steel in hadden moeten grijpen toen de bonussen – die in het begin van de jaren '20 nog vrij bescheiden waren – uitgroeiden tot een dusdanige omvang dat ze aangemerkt kunnen worden als “grossly excessive compensation and as an unconscionable enrichment of the executives at the expense of the stockholders.”¹³

Schwab probeert de rechtszaak voortijdig te beëindigen door het bezoldigingsplan opnieuw te laten ratificeren door de aandeelhouders. Deze ratificatie lijkt geen problemen op te leveren, aangezien het bestuur in totaal 72% van de stemmen via volmachten in handen heeft.¹⁴ Een voorlopige voorziening, toegekend door Vice Chancellor Backes maakt echter een einde aan deze manoeuvre. Backes stelt: “The bonus system is not impugned; the attack is upon its administration. [...] the stockholders, ask their trustees, the board of directors, to account for their stewardship; to inform them; and to justify their basis in determining the bonus and its distribution and to make good any deficiency; information which has been withheld from them, avowedly ‘for the good of the service.’ The administration of the bonus system has been sedulously suppressed from the stockholders, the result only coming to their notice recently.”¹⁵ Rechter Backes merkt vervolgens op dat een ratificatie van het plan een geval van ‘waste’ niet kan legitimeren. Slechts bij een unanieme stemming voor het plan zouden aandeelhouders kunnen besluiten tot het weggeven van goederen van de onderneming. Backes

13 Zie *Berendt v. Bethlehem Steel Corp.*, 154 A. 321 (N.J. Ch. 1931). Berendt et al. hadden vier vorderingen, namelijk: “(a) That though the stockholders fixed the percentage of earnings as bonus to the executives group, it became the duty of the board of directors, composed mainly of the executives, whenever the bonus became excessive, to modify it to a basis of reasonable compensation to the officials, as the by-laws authorized and as they were in conscience bound to do.

(b) That the bonus, intended as a spur to group effort, was calculated inclusive of income derived through expansion by merger and by purchase of other large income producing concerns, regardless of group efficiency and to a degree so manifestly out of proportion to reasonable compensation for individual service or reward for group achievement as to amount to fraud on the common stockholders, who, for the years 1925, 1926, 1927, and 1928 received no dividend, while the executives’ bonus approximated \$7.000.000.

(c) That in some years the bonus exceeded the limit of 8 per cent of the net income; and that throughout, the bonus exceeded the stipulated percentage of the net annual income. These claims rest on the failure to make allowances for depletion and obsolescence in determining income. It was to be determined before allowances for depreciation, and the contention is that depreciation does not include loss of assets through destruction or abandonment.

(d) That the bonus was compounded, computed on income from income which should have been paid to common stockholders as dividends.”

14 Washington 1941, p. 739.

15 *Berendt v. Bethlehem Steel Corp.*, 108 N. J. Eq. 148, 152, 154 A, 321/322 (1931).

verbiedt derhalve het bonussysteem te ratificeren tijdens de algemene vergadering.¹⁶ Hij stelt dat de algemene vergadering in het andere geval zou verworden tot: “a battle of proxies, not of wits. It is a foregone conclusion that if the management has a majority, the resolution will be passed regardless of the chairman’s explanation, for the management proxy holders have no discretion – their proxies read to vote approval only. Explanation will be idle, frivolous, falling upon ears not allowed to hear and minds not permitted to judge; upon automatons, whose principals are uninformed of their own injury, if the charges of the bill be well founded, and incapable of appraising the rights of their fellow stockholders, or to bind them by majority rule.”¹⁷

Als voor de bestuurders van Bethlehem duidelijk wordt dat de rechtszaak doorgang zal gaan vinden, treffen zij een schikking. Bethlehem neemt een nieuw bezoldigingsplan aan, waarin de bezoldiging wordt beperkt en belooft in het vervolg gedetailleerdere informatie te verstrekken aan de aandeelhouders over de bezoldiging binnen de onderneming.

De Bethlehem-zaak draagt bij aan een groeiend besef bij aandeelhouders dat de mogelijkheid bestaat de bezoldiging van bestuurders te laten beoordelen door de rechter. De vordering dat bezoldiging aangemerkt kan worden als ‘grossly excessive’ en daarom beschouwd dient te worden als ‘waste’ lijkt kans van slagen te hebben.¹⁸ Daarmee wordt de weg bereid voor meer rechtszaken.

433. De American Tobacco-zaken¹⁹

Een volgende rechtszaak laat niet lang op zich wachten. Kort na de getroffen schikking door Bethlehem Steel komen de Verenigde Staten in de ban van het meest opzienbarende arrest over dit onderwerp in de jaren ’30; *Rogers v. Hill*.²⁰ In deze rechtszaak wordt de bezoldiging van de bestuurders van American Tobacco

16 Rechter Backes oordeelde: “Whether the defendants will eventually be entitled to the benefit of the resolution and the advantages that may flow from it will be reserved until the case is unfolded at the final hearing, and in the meantime there will be an injunction restraining corporate adoption of the resolution, with permission to cast but not to announce or record the vote unless and until permission is given.” *Berendt v. Bethlehem Steel Corp.*, 108 N. J. Eq. 148, 152, 154 A, 323 (1931).

17 *Berendt v. Bethlehem Steel Corp.*, 108 N. J. Eq. 148, 152, 154 A, 322 (1931). onder verwijzing naar *General Investment Co. v. American Hide & Leather Co.*, 97 N. J. Eq. 214, 230, 127 A. 529.

18 Wells 2010, p. 717/718. Hoewel de term ‘waste’ niet expliciet voorkomt in de beslissing, ligt de ‘waste-doctrine’ onmiskenbaar ten grondslag aan de vordering van de aandeelhouders. Deze doctrine verbiedt commissarissen en bestuurders goederen van de onderneming weg te geven zonder unanieme expliciete goedkeuring van de aandeelhouders.

19 *Rogers v. Hill* (*Hill III*), 289 U.S. 582 (1933) en *Rogers v. Guaranty Trust Co. of New York*, 288 U.S. 123, 53 S.Ct. 295 U.S. January 23, (1933).

20 *Rogers v. Hill* (*Hill III*), 289, U.S. 582, May 29, (1933).

onder vuur genomen. Tegelijkertijd, en onlosmakelijk verbonden met *Rogers v. Hill*, speelt een andere rechtszaak: *Rogers v. Guaranty Trust Co*, waarin het ‘employee stock plan’ van American Tobacco onderwerp van geschil is.²¹

De problemen voor American Tobacco beginnen, wanneer goedkeuring wordt gevraagd aan de aandeelhouders voor een aandelenplan voor werknemers. Op basis van het plan zullen vijfhonderd werknemers tegen een (substantieel) lagere prijs aandelen kunnen kopen van de vennootschap. Omdat er, zoals toentertijd gebruikelijk was, weinig details aan de aandeelhouders bekend worden gemaakt, besluit aandeelhouder Rogers inzage te eisen in de boeken van de onderneming om meer te weten te komen over het aandelenplan en wie ervan zullen profiteren. De algemene vergadering heeft het plan dan al wel goedgekeurd, nadat de aandeelhouders, afhankelijk van hun goedkeuring, een extra dividend in het vooruitzicht is gesteld.²²

American Tobacco probeert openbaarmaking van de details tegen te gaan, maar moet uiteindelijk toegeven. Het resulteert in een publieke verontwaardiging, die omslaat in woede bij enkele aandeelhouders. American Tobacco heeft het aandelenplan gepresenteerd als ware het bedoeld voor een grote groep werknemers. In werkelijkheid komt het merendeel van de aandelen ten goede aan een handjevol bestuurders. De belangrijkste beneficiair is de president van American Tobacco, George W. Hill, die \$1.276.800 zou verdienen aan het aandelenplan.

Tegelijkertijd worden de bonusplannen van American Tobacco openbaar gemaakt. Op basis van een bepaling die in 1912 is aangenomen, wordt 10% van de nettowinst (verdiend boven de nettowinst uit 1910) verdeeld over de zes bestuurders. George Hill heeft in 1930, bovenop zijn salaris van \$168.000, nog eens

21 De hoogste rechter deed uitspraak in *Rogers v. Guaranty Trust Co* op januari 1933. Vier maanden later volgde de uitspraak in *Rogers v. Hill*.

22 Men kan betogen dat enige argwaan aan de kant van de aandeelhouders hier op zijn plaats was geweest. Rogers et al. werden in ieder geval benieuwd naar de details van het aandelenplan. Over het aanbieden van de extra dividend staat in *Rogers v. Guaranty Trust Co*: “Accompanying the notice of the meeting was a circular letter by the president to stockholders, in which they were told of the prosperous condition of the company, that the purpose of the stock allotment plan was to encourage those who had made the company’s success possible to continue in its employ, and that it was the expectation of the Board of Directors, if the program set forth in the notice of the meeting and accompanying documents should be approved by stockholders, to declare an extra dividend of \$4 per share on the common stock and common stock B, and to initiate regular quarterly dividends on the newly authorized shares of common stock and common stock B at the increased annual rate of \$5 per share.” *Rogers v. Guaranty Trust Co. of New York*, 288 U.S. 123, 53 S.Ct. 295 U.S. January 23, (1933), 138.

\$842.507 ontvangen aan bonussen.²³ Bij elkaar zou Hill daardoor meer dan \$2.000.000 verdienen, zonder dat aandeelhouders hiervan op de hoogte zijn.²⁴

Rogers en de zijnen beginnen twee rechtszaken: één tegen het aandelenplan voor werknemers en één tegen de bezoldiging van de bestuurders. Beide zaken worden aanhangig gemaakt in New York, hoewel American Tobacco statutair gevestigd is in New Jersey en derhalve aangemerkt kan worden als een onderneming uit een andere staat. Hierdoor lijken beide zaken aanvankelijk een stille dood te sterven.

434. De dissenting opinion van Swan: unreasonable is unlawful

Op lager niveau worden beide zaken in het voordeel van American Tobacco beslecht in opinies geschreven door rechter Martin Manton van het Second Circuit.²⁵ Interessant is echter de dissidente opinie van rechter Swan bij Rogers v. Hill. Hij schrijft daarin, dat uit het feit dat de bepaling uit 1912 – waarop de toekenning van de bonussen is gestoeld – op dat moment wellicht geldig is aangenomen, niet volgt dat deze bepaling te allen tijde geldig blijft, onafhankelijk van het bedrag dat wordt uitgekeerd. Als de uitkering van een bonus immers geschiedt zonder dat er een relatie bestaat tussen de bonus en de waarde van de diensten waarvoor de bonus wordt gegeven, dan is er in feite sprake van een gift. De meerderheid van de aandeelhouders heeft niet de bevoegdheid goederen van de onderneming weg te geven onder protest van een minderheid, aldus Swan.²⁶ Bonusbetalingen die aangemerkt kunnen worden als een gift kunnen derhalve niet worden gerechtvaardigd op grond van een bepaling die aangenomen is door de meerderheid van de aandeelhouders.²⁷ Swan schrijft vervolgens:

“In my opinion a bonus of \$840,000 to an officer receiving a fixed salary of \$168,000 is presumptively so much beyond fair compensation for services as to make a *prima facie* showing that the corporation is *giving away money*, and a by-law which sanctions this is *prima facie unreasonable*, and hence *unlawful*. This is all we need to hold to support the injunction pendente lite.” [cursief ECHJL]

23 In koopkracht berekend naar 2017 zou dat neerkomen op een totaal van \$15.036.282,92.

24 Wells 2010, p. 712. In koopkracht berekend naar 2017 meer dan \$29.759.878,79.

25 Zie Rogers v. Guaranty Trust Co., 60 F.2d, 115, Second Circuit, 1932; Rogers v. Hill, 60 F.2d 109, 110, Second Circuit, 1932.

26 Rogers v. Hill, 60 F.2d 113/114, Second Circuit, 1932 onder verwijzing naar Endicott v. Marvel, 81 N. J. Eq. 378, 384, 87 A. 230; Collins v. Hite, 109 W. Va. 79, 153 S. E. 240.

27 Zie in dit kader het nog te bespreken Hof Amsterdam (OK) 2 september 2004, JOR 2004/271 m.nt. M. Brink (Getronics).

Daarbij merkt Swan op dat het vaststellen van een eerlijke bezoldiging voor de diensten van een bestuurder in beginsel ligt bij de directors. Rechtbanken zijn geneigd niet te oordelen over een op juiste wijze toegepaste discretionaire bevoegdheid van directors. In het onderhavige geval hebben de directors echter geen gebruik gemaakt van hun discretionaire bevoegdheid, maar verwijzen zij naar de desbetreffende bepaling “to relieve them of that duty”. Onder zulke omstandigheden dient een rechtbank de beoordeling of het bonusplan eerlijk of onrechtvaardig is, niet te weigeren.²⁸

Ondanks de krachtige dissidente opinie van rechter Swan worden Rogers en consorten niet ontvankelijk verklaard in hun vordering. Saillant detail is dat de rechter die het vonnis geschreven heeft – rechter Manton – later wordt veroordeeld wegens omkoping door American Tobacco in ruil voor een gunstige uitspraak.²⁹ In beide zaken gaan Rogers en de andere aandeelhouders (uiteindelijk) in beroep bij de United States Supreme Court.³⁰

435. Rogers v. Guaranty Trust als appetizer

De Supreme Court, die eerst Rogers v. Guaranty Trust co. behandelt, weigert, in navolging van de District Court, op grond van haar jurisdictie om in deze zaak te beslissen.³¹ Volgens de opinie van de meerderheid, verwoord door rechter

28 Rogers v. Hill, 60 F.2d 113/114, Second Circuit, 1932 onder verwijzing naar Sotter v. Coatesville Boiler Works, 257 Pa. 411, 101 A. 744; Collins v. Hite, 109 W. Va. 79, 153 S. E. 240; Wight v. Heublein, 238 F. 321 (C. C. A. 4); Nichols v. Olympia Veneer Co., 139 Wash. 305, 246 P. 941, 48 A. L. R. 504; McKey v. Swenson, 232 Mich. 505, 205 N. W. 583, 586; Lowman v. Harvey R. Pierce Co., 276 Pa. 382, 120 A. 404; Scott v. P. Lorillard Co., 108 N. J. Eq. 153, 154 A. 515, 109 N. J. Eq. 417, 157 A. 388; Berendt v. Bethlehem Steel Corp., 108 N. J. Eq. 148, 154 A. 321; Stratis v. Andreson, 254 Mass. 536, 150 N. E. 832, 44 A. L. R. 567 Ransome Concrete Machinery Co. v. Moody, 282 F. 29, 32 (C. C. A. 2); Church v. Harnit, 35 F. (2d) 499, 502 (C. C. A. 6); Booth v. Beattie, 95 N. J. Eq. 776, 118 A. 257, 95 N. J. Eq. 776, 123 A. 925; Putnam v. Juvenile Shoe Corp., 307 Mo. 74, 269 S. W. 593, 40 A. L. R. 1412.

29 Rechter Manton werd ervan verdacht een omvangrijke ‘lening’ van \$250.000 gekregen te hebben die via diverse kanalen afkomstig was van American Tobacco. De omkoping kwam pas aan het licht in 1939. In datzelfde jaar werd rechter Martin Manton veroordeeld voor verschillende omkopingszaken. De assistent van de president van American Tobacco, die men verdenkt van het uitvoeren van de omkoping, ontving enige tijd na de gunstige uitspraken promotie en kreeg de functie van vice-president binnen het bedrijf. Zie Lundberg 1969, p. 135.

30 Zie Heller v. Boylan, 29 N.Y.S.2d 653, 664 (N.Y. Misc. (Sup. Ct.) 1941) voor een overzicht van de verschillende rechtsgangen.

31 De Court of Appeal had wel inhoudelijk de zaak behandeld, maar kwam tot de conclusie dat de uitvoering van het aandelenplan legitiem was. Rogers v. Guaranty Trust Co. of New York, 288 U.S. 123, 53 S.Ct. 295 U.S. January 23, (1933), 139.

Butler, had de zaak aanhangig gemaakt moeten worden in New Jersey en niet in New York.³² Terwijl deze meerderheidsopinie weinig stof doet opwaaien, doet de furieuze ‘dissenting opinion’ van rechter Harlan Fiske Stone, die onderschreven wordt door rechter Louis Brandeis, dit des te meer.³³

436. De dissenting opinion van Stone en Brandeis

Harlan Fiske Stone en Brandeis zijn van mening dat in het voordeel van de aandeelhouders besloten had moeten worden. Stone, die de opinie geschreven heeft, begint met het uitgebreid opnoemen van de zelfverrijkingen van het bestuur van American Tobacco. Daarbij verwijst hij naar de aandelenplannen die al eerder uitgevoerd zijn ten gunste van de bestuurders en tevens naar het reeds aanhangig gemaakte, maar nog te wijzen *Rogers v. Hill*.³⁴ Stone staat vervolgens uitvoerig stil bij het feit dat George Hill op basis van het onderhavige aandelenplan naast zijn al riante salaris van meer dan \$1.000.000, nog eens \$1.169.280 zou verdienen en het feit dat het bonusplan in alle toonaarden zwijgt over de uitvoering van het plan en de vroegere bezoldigingspraktijken bij American Tobacco.³⁵ Volgens Stone zijn er tal van redenen waarom het plan ongeldig zou zijn, maar bovenal meent hij dat de directors hun ‘duty as fiduciaries’ hebben geschonden.

“In determining whether the federal courts should decline to exercise the jurisdiction conferred on them by removal, the nature of this controversy and its merits cannot be

32 “It has long been settled doctrine that a court – state or federal – sitting in one State will as a general rule decline to interfere with or control by injunction or otherwise the management of the internal affairs of a corporation organized under the laws of another State, but will leave controversies as to such matters to the courts of the State of the domicile.” *Rogers v. Guaranty Trust Co. of New York*, 288 U.S. 123, 53 S.Ct. 295 U.S. January 23, (1933), 130.

33 Rechter Benjamin Cardozo was het ook oneens met de meerderheid en schreef zijn eigen ‘dissenting opinion’. Zie voor de dissidente opinie van Stone: *Rogers v. Guaranty Trust Co. of New York*, 288 U.S. 123, 53 S.Ct. 295 U.S. January 23, (1933), 133 e.v. Voor die van Cardozo: *Rogers v. Guaranty Trust Co. of New York*, 288 U.S. 123, 53 S.Ct. 295 U.S. January 23, (1933), 150/151.

34 Deze plannen waren overigens geen onderwerp van het geschil. *Rogers v. Guaranty Trust Co. of New York*, 288 U.S. 123, 53 S.Ct. 295 U.S. January 23, (1933), 133/134.

35 “No disclosure was made to the stockholders by the officers and directors of the stock subscription plans previously put into operation by them, without authority of the charter or bylaws or the knowledge and approval of the stockholders. No disclosure was made of the number or amounts of the annual cash bonuses which had been paid to the president and vice-presidents of the company under the bylaw adopted in 1912, and never, so far as appears, subsequently mentioned to the stockholders until after the stock allotments here involved.” *Rogers v. Guaranty Trust Co. of New York*, 288 U.S. 123, 53 S.Ct. 295 U.S. January 23, (1933), 138.

ignored. I do not stop to consider numerous objections to the stock allotments, urged by petitioner, which are not without weight. It suffices for present purposes that no plan of sufficient definiteness to comply with the New Jersey statute was ever submitted to the stockholders for their approval, and that, even if it be conceded that a 'plan' was approved, the action of the directors in allotting the stock to themselves, in violation of their duty as fiduciaries, exceeded the authority conferred upon them by the stockholders, and was therefore ultra vires."³⁶

Volgens Stone is niet van belang de vraag of de aandeelhouders de regeling, waarvan de bestuurders zouden profiteren, wel of niet goedgekeurd zouden hebben indien de directors deze vooraf wel aan hen bekend zouden hebben gemaakt, noch de vraag of de bestuurders hun functie succesvol vervuld hebben en er onder hun leiding grote winsten zijn gemaakt voor de aandeelhouders. Het feit dat zij de onderneming succesvol dreven onthief de bestuurders niet van de plicht eerlijk en open te zijn jegens de aandeelhouders en hun instemming te vragen indien de bestuurders op basis van hun relatie met de onderneming persoonlijk voordeel zouden behalen.

"Their business competence did not confer on them the privilege of making concealed or unauthorized profits or relieve them of the elementary obligation which the law imposes on all corporate directors to deal frankly and openly with stockholders in seeking their consent to benefit personally by reason of their relationship to the corporation."³⁷

Stone wijst vervolgens op de ontwikkelingen en de groei die ondernemingen hebben doorgemaakt, waardoor ondernemingen hun staten ontgroeid zijn.³⁸ Om zijn argumenten kracht bij te zetten citeert Stone uit het recent verschenen werk van Berle en Means. Door de scheiding van eigendom en zeggenschap die zich de laatste

36 Rogers v. Guaranty Trust Co. of New York, 288 U.S. 123, 53 S.Ct. 295 U.S. January 23, (1933), 139/140.

37 Rogers v. Guaranty Trust Co. of New York, 288 U.S. 123, 53 S.Ct. 295 U.S. January 23, (1933), 143.

38 "While a corporation, in legal theory, has only one domicile, in practice, its activities are often nationwide, and the legal domicile of the corporation, as in this case, is neither the place of its real corporate life nor the home of its officers and directors. Hence, if stockholders' suits, such as the present, are to be maintained with any hope of success, the practical necessities of making parties, securing evidence, obtaining the production of documents and relief by injunction against individual wrongdoers, justify, if they do not compel, their prosecution in the particular jurisdiction where necessary parties and witnesses may be found, rather than in the place of the technical corporate domicile."

jaren voltrokken heeft bij grote ondernemingen, is volgens hem federaal ingrijpen noodzakelijk geworden.³⁹

437. Stone's invloed op Rogers v. Hill

Hoewel in Rogers v. Guaranty Trust Co. de rechters Stone en Brandeis aan het kortste eind trekken, is de dissidente opinie van Stone van overweldigende invloed geweest.⁴⁰ Vier maanden na Guaranty Trust Co. oordeelt de Supreme Court over de bezoldiging van de president van American Tobacco, George T. Hill.⁴¹ Ondanks de groei die de onderneming in de afgelopen jaren heeft doorgemaakt en de daarmee samenhangende hogere winsten die behaald worden, heeft de board verzuimd de bepaling uit 1912, op grond waarvan de omvang van de bonussen berekend worden, tussentijds aan te passen. Rogers is van mening dat de bepaling ongeldig is en dat, zelfs als de bepaling geldig is, de bedragen die uitgekeerd zijn zo onredelijk hoog zijn dat ze alleen op grond daarvan al onderwerp van beoordeling door de rechter moeten zijn en dus niet onder de *business judgment rule* behoren te vallen.⁴²

De klacht van Rogers met betrekking tot de ongeldigheid van de statutaire bepaling, wordt door de Supreme Court verworpen. Opzienbarend zijn echter de – unaniem gedragen – overwegingen van de Supreme Court ten aanzien van de vraag of de betalingen door de onderneming op grond van de statuten vanaf de jaren '21 – toen de onderneming en de nettowinst in omvang waren toegenomen – aangemerkt kunnen worden als 'waste' en een nauwgezette beoordeling door de rechter toelaten.

De Supreme Court overweegt weliswaar, dat aangezien de hoogte van de bedragen afhangen van de inkomsten van de onderneming, de specifieke persen-

39 "Extension of corporate activities, distribution of corporate personnel, stockholders and directors through many states, and the diffusion of corporate ownership, separated from corporate management, make the integrity of the conduct of large business corporations increasingly a matter of national, rather than local, concern [...], to which the federal courts should be quick to respond when their jurisdiction is rightly invoked." Rogers v. Guaranty Trust Co. of New York, 288 U.S. 123, 53 S.Ct. 295 U.S. January 23, (1933), 149/150.

40 Vlak nadat de Supreme Court in Guaranty Trust Co. in het voordeel van American Tobacco had besloten, probeerde de *board* alsnog goedkeuring te vragen voor de oude bezoldigingspraktijken. De goedkeuring werd in april 1933 bemachtigd, maar een stuk minder gemakkelijk dan verwacht.

41 Rogers v. Hill (Hill III), 289, U.S. 582, May 29, (1933). Naast Hill (president), stonden tevens drie vice-presidenten in de beklaagdenbank: Neiley, Riggio en Taylor.

42 Zie over de business judgment rule de dissertatie van Assink: Assink 2007.

tages niet per se onredelijk zijn of aanleiding geven tot het vermoeden van fraude.⁴³ Maar rechter Butler, die ook deze uitspraak geschreven heeft, gaat verder:

“While the amounts produced by the application of the prescribed percentages give rise to no inference of actual or constructive fraud, the payments under the by-law have by reason of increase of profits become so large as to warrant investigation in equity in the interest of the company. Much weight is to be given to the action of the stockholders, and the by-law is supported by the presumption of regularity and continuity. But the rule prescribed by it cannot, against the protest of a shareholder, be used *to justify payments of sums as salaries so large as in substance and effect to amount to spoliation or waste of corporate property*. The dissenting opinion of Judge Swan indicates the applicable rule: ‘If a bonus payment has no relation to the value of services for which it is given, it is in reality a gift in part, and the majority stockholders have no power to give away corporate property against the protest of the minority.’ [...] The facts alleged by plaintiff are sufficient to require that the District Court, upon a consideration of all the relevant facts brought forward by the parties, determine whether and to what extent payments to the individual defendants under the by-laws constitute misuse and waste of the money of the corporation.”⁴⁴ [cursief ECHJL]

Rogers v. Hill zorgt voor een schokgolf binnen het ondernemingsrechtelijk landschap. Rogers v. Hill opent de deuren voor aandeelhouders en andere belanghebbenden om excessieve bezoldiging van bestuurders te laten beoordelen door de rechter.⁴⁵ Duidelijk wordt gemaakt dat directors zich niet kunnen verschuilen achter

43 “As the amounts payable depend upon the gains of the business, the specified percentages are not per se unreasonable.” Rogers v. Hill (Hill III), 289, U.S. 582, May 29, (1933), 591.

44 Rogers v. Hill (Hill III), 289, U.S. 582, May 29, (1933) 591/592 onder verwijzing naar Booth v. Beattie, 95 N.J.Eq. 776, 118 A. 257, 123 A. 925; Scott v. P. Lorillard Co., 108 N.J.Eq. 153, 156, 154 A. 515, affirmed 109 N.J.Eq. 417, 157 A. 388; Nichols v. Olympic Veneer Company, 139 Wash. 305, 311, 246 P. 941, 48 A.L.R. 504; Collins v. Hite, 109 W.Va. 79, 84, 153 S.E. 240; Putnam v. Juvenile Shoe Corporation, 307 Mo. 74, 91 et seq., 269 S.W. 593, 40 A.L.R. 1412; Stratis v. Andreson, 254 Mass. 536, 539, 150 N.E. 832, 44 A.L.R. 567; Lillard v. Oil, Paint & Drug Co., 70 N.J.Eq. 197, 206-209, 56 A. 254, 58 A. 188; Wight v. Heublein (C.C.A.) 238 F. 321, 324; Seitz v. Union Brass & Metal Mfg. Co., 152 Minn. 460, 464, 189 N.W. 586, 27 A.L.R. 293; Sotter v. Coatesville Boiler Works, 257 Pa. 411, 422, 423, 101 A. 744.

45 Rogers v. Hill is wel in overeenstemming met eerdere rechtszaken waarin alleen werd toegekomen aan de beoordeling van de bezoldiging van bestuurders indien er sprake was van ‘oppression, fraud or self-dealing’. Bij Rogers v. Hill lijkt ‘self-dealing’ de grondslag te zijn. Zo hebben de zaken die in Rogers v. Hill worden geciteerd bijna allemaal te maken met ‘self-dealing’ in besloten vennootschappen. Wight v. Heublein, 238 F. 321, 322–23 (4th Cir. 1916) (claim benadeling van minderheidsaandeelhouders); Stratis v. Andreson, 150 N.E. 832, 832–33 (Mass. 1926) (director/officers die hun eigen bezoldiging vaststellen); Seitz v. Union Brass & Metal Mfg. Co., 189 N.W. 586, 586–87 (Minn. 1922) (minderheidsaandeelhouder); Putnam v. Juvenile Shoe Corp., 269 S.W. 593, 593 (Mo.

een bepaling in de by-laws als het aankomt op de bezoldiging van bestuurders. Telkens dient gekeken te worden of de bezoldiging (nog) in verhouding staat tot de geleverde diensten.⁴⁶

Rogers v. Hill laat ook veel vragen onbeantwoord. Door de verwijzing naar de opinie van Swan rijst de gedachte dat de Supreme Court van mening is dat een bezoldiging vanwege haar omvang kan worden aangemerkt als ‘waste’.⁴⁷ Of er daadwerkelijk sprake is van ‘waste’ laat de Supreme Court over aan de District Court. Daarnaast is er sprake van een aparte casus: bonussen die worden gedistribueerd op basis van een bijna twintig jaar oude statutaire bepaling die overduidelijk niet meer in lijn ligt met haar oorspronkelijke doel. Zou de Supreme Court tot eenzelfde uitkomst zijn gekomen indien de omvang van de bezoldiging op een andere manier zou zijn vastgesteld? En als een rechter de bezoldiging als onredelijk zou bestempelen, hoe dient dan te worden bepaald wat wel redelijk is?⁴⁸

De District Court heeft zich uiteindelijk nooit over de kwestie uit kunnen spreken. Na de uitspraak van de Supreme Court kiezen de bestuurders van American Tobacco eieren voor hun geld en treffen zij een schikking. George Hill had na Rogers v. Guaranty Trust Co reeds afstand gedaan van zijn aanspraak op de aandelen via het werknemersplan. Na Rogers v. Hill wijzigt American Tobacco de formule waarmee de bonussen worden berekend, waardoor zij drastisch vermindert.⁴⁹ De bestuurders worden niet verplicht om een deel van de door hen reeds ontvangen bezoldiging te restitueren. Zij kunnen volstaan met de belofte, dat zij in de toekomst genoeg zullen nemen met minder.⁵⁰

1925) (dominerende director/officer); Booth v. Beattie, 118 A. 257, 258 (N.J. Ch. 1922) (‘self-dealing’ door een director); Lillard v. Oil Paint & Drug Co., 56 A. 254, 255, 258 (N.J. Ch. 1903) (controlerende aandeelhouder die zijn eigen salaris vaststelt); Sotter v. Coatesville Boiler Works, 101 A. 744, 744-45 (Pa. 1917) (meerderheidsaandeelhouder die zijn eigen salaris vaststelt); Nichols v. Olympia Veneer Co., 246 P. 941, 941-42 (Wash. 1926) (beweerde benadeling van de minderheid bij een coöperatie); Collins v. Hite, 153 S.E. 240, 240 (W. Va. 1930) (controlerende aandeelhouder). De uitzondering is Scott v. P. Lorillard Co., 154 A. 515, 515 (N.J. Ch. 1931). Zie tevens Wells 2010, p. 726, noot 216.

46 Zie over een verplichting om telkens te toetsen of de vennootschap gehouden is tot uitkering over te gaan (ondanks bijvoorbeeld een ogenschijnlijke verplichting daartoe op grond een overeenkomst) het nog te bespreken Hof Amsterdam (OK) 2 september 2004, *JOR* 2004/271 m.nt. M. Brink (Getronics).

47 Swan schreef immers dat de bezoldiging “In my opinion [...] is presumptively so much beyond fair compensation for services as to make a *prima facie* showing that the corporation is giving away money.”

48 Wells 2010, p. 727.

49 Wells 2010, 727.

50 Opmerkelijk genoeg ontving de aandeelhouder die achter de rechtszaken zat \$500.000. Dit bedrag kwam niet uit de zakken van de commissarissen of bestuurders, maar van American Tobacco. Daarnaast is vermeldenswaardig dat in 1940 een aandeelhouder

438. Gallin v. National City Bank⁵¹: Rogers v. Hill uitgelegd

Aan de verwarring die was ontstaan na Rogers v. Hill wordt deels een einde gemaakt in een rechtszaak die niet snel daarna zou volgen: Gallin v. National City. In deze zaak staat de zwaar bekritiseerde bonusregeling van Charles E. Mitchell van National City Bank en effectenbank National City Company centraal.

De bezoldiging van bestuurders bij National City Bank wordt vastgesteld op basis van een bepaling die de board of directors heeft aangenomen in 1923 en die nooit ter goedkeuring is voorgelegd aan de algemene vergadering. Deze bepaling houdt in dat 8% van de jaarwinst van National City Bank opzij wordt gezet, exclusief ten behoeve van de aandeelhouders. Van de overgebleven winst komt 20% ten goede aan de bestuurders van de bank. Eenzelfde regeling is in 1921 ingesteld ten aanzien van National City Company.⁵² De verdeling van de bonuspot geschiedt ieder jaar door de directors, zonder enige expliciete bekendmaking aan de aandeelhouders. De bestuurders van National City Bank en National City Company – op papier twee ondernemingen, maar in werkelijkheid onlosmakelijk met elkaar verbonden – ontvangen op basis van deze regeling jaarlijks enorme bonussen.⁵³ Hoofdrolspeeler in de ‘bonusbonanza’ is Charles Mitchell, die zich in de jaren 1927-1929 meer dan een derde van de bonuspot toeëigent en daardoor zijn jaarlijks inkomen ruim boven de (toen voor velen nog onvoorstelbare) grens van \$1 miljoen per jaar ziet uitkomen.⁵⁴

getracht heeft om een plafond en andere beperkingen in te stellen ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders. In de algemene vergadering sneuvelden deze plannen, mede omdat het bestuur door middel van volmachten beschikte over het overgrote deel van de stemmen. De president, die niet aanwezig was bij de algemene vergadering, had vooraf in een brief laten weten dat het bestuur ontslag zou nemen als de beperkingen doorgevoerd zouden worden. Washington 1941, p. 745. Het bestuur en de commissarissen van American Tobacco zouden echter nog meer rechtszaken over hun bezoldiging moeten voeren. Zie Heller v. Boylan. Deze rechtszaak wordt nader besproken in randnummer 445.

51 Gallin v. National City Bank, 152 Misc. 679, 273 N.Y.S. 87, June 15 (1934).

52 Washington 1941, p. 748.

53 De twee ondernemingen waren overigens ook op papier letterlijk met elkaar verbonden, in die zin dat men een aandeel in de National City Company drukte op de achterkant van een aandeel van de National City Bank. De reden dat de twee ondernemingen niet geheel geïntegreerd waren, was dat een bank geen effectenbank mocht drijven. Door deze constructie kon dat wettelijk verbod worden omzeild.

54 Charles Mitchell, hoofd van zowel National City Bank als National City Company, ontving bonussen van \$1.156.230 (1927), \$1.417.150 (1928) en \$1.375.535 (1929). Charles Mitchell ontving blijkbaar ook nog een vast salaris, maar het bedrag daarvan wordt nergens vermeld. In 1921 tot en met 1924 kwam overigens de gehele bonuspot ten goede aan Mitchell. In de jaren 1925 tot en met 1927 moest hij de bonuspot delen met één andere bestuurder.

Details van de bedragen die uitgekeerd worden aan bestuurders van National City worden pas bekend aan de aandeelhouders door de ‘Pecora-hearings’.⁵⁵ De bedragen die naar Charles Mitchell zijn gegaan, zorgen ook hier voor verbijstering en woede. Die worden niet minder wanneer uit het onderzoek van Ferdinand Pecora tevens naar voren komt dat Mitchell zich schuldig heeft gemaakt aan handelen met voorkennis en belastingontduiking.⁵⁶

Een aantal aandeelhouders gaat achter de niet-uitvoerende bestuurders aan die de wijze van toekenning van de bonussen hebben toegestaan en uitgevoerd, evenals achter de uitvoerende bestuurders die de bonussen hebben ontvangen. De primaire vordering in *Gallin v. National City Bank* is helder: de directors hebben hun fiduciaire verplichtingen geschonden, in het bijzonder “in approving [...] and allowing compensation that is claimed to be so excessive as to be a misuse or waste of corporate assets.”⁵⁷ Op 22 maart 1933 begint de rechtszaak. Charles Mitchell neemt als bestuursvoorzitter het woord en verdedigt het bonusplan. Volgens hem heeft het bonusplan een gunstig effect op de moraal binnen de bank. De hoge variabele bezoldiging is nodig om werknemers te motiveren:

“Unless the man of energy and perhaps ability can see within the organization for which he is working a point that he can possibly reach that has great material benefit attached to it, I say unless he can see that, that his work is going to be less effective, that his endeavor is going to be somewhat dulled...”

Mitchell rechtvaardigt zijn bonussen met argumenten ontleent aan de ‘tournament’ theorie.⁵⁸ Omdat de bestuursvoorzitter een hoge bezoldiging krijgt, wil iedereen de ‘prijs’ – lees: het bestuurdersvoorzitterschap – bemachtigen. Hierdoor wordt iedereen binnen de onderneming optimaal gemotiveerd zijn best te doen, om zodoende kans te maken op de hoogste functie binnen het bedrijf.

55 In 1932 begon de Senate Banking Committee onderzoek te doen en mensen te horen over de aanleiding van de beurskrach. Ferdinand Pecora was de raadsman van de commissie. Hoewel het onderzoek zich vooral richtte op marktmanipulatie, verzamelde de commissie ook gegevens over onder meer de bezoldiging van degenen die zij aan een overhoring onderwierpen. De ‘*prize catch*’ van de commissie was Charles Mitchell.

56 Wells 2010, p. 715.

57 *Gallin v. National City Bank*, 152 Misc. 679, 273 N.Y.S. 87, June 15 (1934), 703, 113. Tevens werd gezegd dat de bonussen verkeerd berekend waren (zie 119).

58 Een theorie die overigens pas tientallen jaren later vorm zou krijgen. Zie voor de ‘uitvinders’ van deze theorie: Lazear & Rosen 1981, p. 841-864.

“That entire organization was spurred to endeavor by a general knowledge that pervaded the institution that I was receiving a very substantial compensation...”⁵⁹

Tijdens de hoorzitting komt verder naar voren dat de cijfers zo nu en dan worden aangepast ten faveure van de bonuspot van de bestuurders. Zo worden enorme verliezen op Cubaanse sigaren niet meegenomen bij de berekening van de bonussen. Mitchell verdedigt deze werkwijze. In het specifieke geval van de Cubaanse sigaren is aanpassing volgens hem gerechtvaardigd, omdat de verliezen buiten de macht van de bestuurders liggen.

“the officers were not responsible for that investment and were not in a position, as a group, to save those loans.”⁶⁰

Bestuurders hebben dus recht op een deel van de gemaakte winst (ongeacht hun directe bijdrage), maar hoeven geen vermindering van hun winstdeel te accepteren, vanwege mislukte projecten waar zij geen (directe) invloed over uitoefenen.⁶¹ De afhankelijkheid van de winstuitkering van het algehele resultaat van de onderneming werd door deze bestuurders dus losgelaten in het geval de winst tegenviel ‘buiten hun schuld’.

Ondanks bovenstaande verweren besluit de New York Supreme Court, dat een uitgebreid onderzoek naar de bezoldigingspraktijken ingesteld dient te worden.⁶² Rechter Dore verwijst daarbij naar de doctrine zoals uiteengezet in *Rogers v. Hill*. De daarin neergelegde regel houdt volgens Dore in, dat van een rechtbank verwacht mag worden dat een onderzoek wordt ingesteld om vast te stellen of de in het geding zijnde bezoldiging aangemerkt kan worden als een verspilling van goederen van de vennootschap, en indien ja, in hoeverre. In de onderhavige casus acht de rechtbank een dergelijk onderzoek gerechtvaardigd. De bezoldiging:

“paid to a few of the officers at the top in the bank and the company are so large that without holding, before complete investigation, that they give rise to any inference or

59 Zie voor het citaat Washington 1941, p. 749. Uit zijn verdere getuigenis blijkt dat de tournament theorie niet geheel consistent wordt toegepast. Geen van de overige werknemers weet hoeveel hij of de andere bestuurders ontvangen en ook bestuurders onderling weten niet hoeveel een ieder jaarlijks op zijn rekening mag bijschrijven.

60 Washington 1941, p. 749.

61 Mitchell verwoordt hier helder het standpunt dat de bezoldiging van bestuurders beschermd dient te worden tegen gebeurtenissen die buiten de invloedssfeer van de bestuurder ligt.

62 Om verwarring te voorkomen dient opgemerkt te worden dat de New York Supreme Court niet de hoogste rechter is in New York (dit is de Court of Appeals), maar vergelijkbaar is met de rechtbank, zoals wij die kennen in Nederland.

actual or constructive fraud or other breach of duty, I rule that they do warrant a full investigation by this court of equity in the interest of the corporation and objecting stockholders to determine whether there was in fact a deliberate or actionably negligent waste of corporate assets and, if so, to what extent.”⁶³

Volgens rechter Dore is de bezoldiging van dusdanige omvang, dat er redenen kunnen zijn om aan te nemen dat er sprake is van fraude of een ander handelen door de directors in strijd met hun fiduciare verplichtingen. De bezoldiging komt derhalve ook in onderhavige casus niet onder de bescherming van de business judgment rule te vallen.

De rechtbank wil wel de verwachtingen die zijn geschapen door *Rogers v. Hill* temperen, namelijk dat de bezoldiging op grond van haar omvang als ‘waste’ zou zijn aan te merken.⁶⁴ Bij het bepalen of de bezoldiging aangemerkt kan worden als een verspilling van goederen van de onderneming geldt volgens de rechtbank dezelfde maatstaf als bij ieder ander geval waarbij de vraag speelt of directors hun fiduciare verplichtingen geschonden hebben. Er moet dus minimaal sprake zijn van een vorm van fraude, misbruik, kwade trouw of een andere ‘breach of trust’:

“The ruling in the *Rogers* case did not intend to set aside these perfectly well-settled rules of law; it merely directed an inquiry to determine if they had been breached, and, if so, to what extent in damages. The inquiry is not merely to substitute the court’s discretion for the discretion of the directors, if that has been honestly and fairly exercised.”⁶⁵

De rechtbank maakt eveneens korte metten met de door *Rogers v. Hill* mogelijk gewekte verwachting dat bezoldigingspakketten in het vervolg (jaarlijks) door rechters geanalyseerd en beoordeeld zullen worden en dat directors bij een ingestelde vordering moeten aantonen dat de bezoldiging eerlijk en redelijk is. Rechter Dore benadrukt dat rechters in beginsel terughoudendheid dienen te betrachten bij het bepalen of salarissen excessief en onredelijk zijn en derhalve aanpassing verdienen. Het zou onwenselijk zijn wanneer rechtbanken te licht de bezoldiging van bestuurders aan zouden passen op vordering van ontevreden aandeelhouders. Een dispuut over de redelijke waarde van de diensten van de bestuurders is immers

63 *Gallin v. National City Bank*, 152 Misc. 679, 273 N.Y.S. 87, June 15 (1934), 706, 116.

64 Deze verwachtingen waren voornamelijk geschapen door rechter Swan die in zijn dissenting opinion schrijft dat de bezoldiging dusdanig groot was, dat er ‘prima facie’ gesproken kan worden van ‘waste’ en het feit dat rechter Butler goedkeurend verwijst naar de opinie van Swan.

65 *Gallin v. National City Bank*, 152 Misc. 679, 273 N.Y.S. 87, June 15 (1934), 706, 117.

snel ontstaan.⁶⁶ Ontevreden aandeelhouders dienen derhalve bij de rechtbank aan te komen met bewijs van ‘wrongdoing or oppression’ en dienen meer te hebben dan een vordering “based on mere differences of opinion upon the question whether equal services could have been procured for somewhat less.”⁶⁷

Dore verwijst hierbij goedkeurend naar *Matthews v. Headley Chocolate Company*, waarin ook de beoordeling van de excessieve bezoldiging van de bestuurders werd geëist. In die rechtszaak overweegt de rechtbank: “The Court would not be authorized to substitute its judgment for theirs (directors) as to what are proper salaries, provided they acted in good faith within their powers, and the salaries fixed by them were not clearly excessive.”

Zolang de bezoldiging niet overduidelijk excessief is en directors binnen hun bevoegdheden te goeder trouw gehandeld hebben, dient de rechter zich te onthouden van inmenging in de zaken van de onderneming. *Rogers v. Hill* heeft geen wijziging van deze regel teweeg gebracht.⁶⁸

439. De ‘entire fairness test’

Volgens Dore is een nauwgezette beoordeling van de bezoldiging door de rechter toegestaan, indien bijvoorbeeld de gehele board of een overweldigende meerderheid bezoldiging aan zichzelf heeft toegekend, zoals in *Rogers v. Hill* gebeurde.⁶⁹ In

66 *Gallin v. National City Bank*, 152 Misc. 679, 273 N.Y.S. 87, June 15 (1934), 707, 117. “In determining whether salaries are excessive and unreasonable so that there should be a restoration, courts proceed with some caution. An intolerable condition might result if the courts should too lightly undertake the fixing of salaries at the suit of dissatisfied stockholders. An issue as to the reasonable value of the services of officers is easily made. It is not intended that courts shall be called upon to make a yearly audit and adjust salaries.”

67 *Gallin v. National City Bank*, 152 Misc. 679, 273 N.Y.S. 87, June 15 (1934), 707, 117 (onder verwijzing naar *Seitz v. Union Brass & Metal Mfg. Co.*, 189 N.W. 586, 588 (Minn. 1922)).

68 “The rule is established that directors of a corporation acting as a body in good faith have a right to fix compensation of executive officers for services rendered to the corporation, and that ordinarily their decision as to the amount of compensation is final, except where the circumstances show oppression, fraud, abuse, bad faith or other breach of trust [....]. If clear oppression, bad faith or other breach of trust is shown, the courts will give redress and determine to what extent the compensation is excessive. But plaintiffs must bring the case within one of the exceptions that are in each case predicated on a breach of legal duty with consequent damage to the corporation.” *Gallin v. National City Bank*, 152 Misc. 679, 273 N.Y.S. 87, June 15 (1934), 706, 117.

69 Het door de rechtbank gevorderde onderzoek, zoals toegekend in *Rogers v. Hill* en in de onderhavige casus, dient dus slechts ter beantwoording van de vraag of er sprake is geweest van handelen in strijd met hun fiduciaire verplichtingen door de commissarissen en/of bestuurders.

een dergelijk geval ligt de bewijslast bij de directors om aan te tonen dat de toegekende bezoldiging ‘fair and reasonable’ is.

“A relatively simple case is presented where the entire board, or an overwhelming majority, vote, as directors, compensation *to themselves* as officers, or worse, as a mere incident to their offices as directors. Such action is presumptively fraudulent and voidable at the instance of a minority stockholder, and the burden in such cases is on the directors to show that their acts were fair and reasonable. Such is the case of Carr v. Kimball, 153 App. Div. 825, 139 N. Y. S. 253, affirmed 215 N. Y. 634, 109 N. E. 1068. Such also was Rogers v. Hill, supra, and such were all the cases cited by Judge Swan at the end of his opinion in the Rogers Case in the Circuit Court of Appeals, as authority for his conclusion that under ‘such circumstances the courts do not and should not refuse to consider whether a bonus plan is fair or oppressive’.” [cursief origineel]

De onderhavige zaak is volgens Dore moeilijker, aangezien de directors die de (excessieve) bonussen hebben goedgekeurd, geen eigen financieel belang hadden bij de bezoldiging die zij hebben toegekend.⁷⁰ Dat wil niet zeggen, dat niet alsnog vast kan komen te staan dat er bepaalde (fiduciaire) verplichtingen geschonden zijn. In een dergelijk geval kunnen de directors of sommige van hen alsnog persoonlijk aansprakelijk worden gehouden. Voordat de rechtbank een juridisch oordeel over een mogelijke persoonlijke aansprakelijkheid kan vellen, is een volledig en grondig onderzoek nodig van alle transacties.⁷¹

70 “The present case is rendered difficult and unusual by reason of the circumstance, among others, that here the overwhelming majority of the directors were financially disinterested in the compensation voted.” Zie ook: “The non-officer directors, the overwhelming majority on both boards, had no personal financial interest whatever in the funds they voted to establish or distribute, and never received a dollar of compensation from them, and, on the contrary, as stockholders of large blocks of stock, they personally lost *in dividends* proportionally for every dollar voted by the managing officers.” [cursief origineel] Gallin v. National City Bank, 152 Misc. 679, 273 N.Y.S. 87, June 15 (1934), 704, 114.

71 In de onderhavige casus speelt overigens ook mee, dat naast de excessieve bezoldiging tevens door Celia Gallin et al. is aangevoerd, dat reeds uitgekeerde variabele beloningen in diverse jaren verkeerd zijn berekend. Om deze beweringen te kunnen toetsen, wordt eveneens een uitgebreid onderzoek noodzakelijk geacht. De excessieve bedragen en de verkeerde berekeningen kunnen volgens rechter Dore niet los van elkaar gezien worden, zodat een onderzoek naar het geheel van handelingen in wordt gesteld.

440. Aandeelhouders zijn niet meer de (enige) gerechtigden tot de winst

Dore neemt eveneens in heldere bewoordingen afstand van de aanname dat de volledige winst ten goede dient te komen aan de aandeelhouders. Die tijd is voorbij, aldus Dore.⁷²

“We have long since passed the stage in which stockholders, who merely invest capital and leave it wholly to management to make it fruitful, can make absolutely exclusive claim to all profits against those whose labor, skill, ability, judgment, and effort have made profits available.”⁷³

Dat aan bestuurders ook een deel van de winst toe kan komen, wil echter weer niet zeggen dat iedere vorm van bezoldiging gerechtvaardigd is. Een bezoldiging kan als *waste* worden aangemerkt indien deze niet in relatie staat tot de verleende diensten. Bestuurders hebben derhalve geen eigen recht verworven op een deel van de winst, maar zijn alleen – indien overeengekomen – gerechtigd tot een deel van de winst ter compensatie van de door hen verleende diensten.

“The reward, however, must have reasonable relation to the value of the services for which it is given and must not be, in whole or in part, a misuse or waste of corporate funds, or a gift to a favored few, or a scheme to distribute profits under a mere *guise* of compensation, but in fact having no relation to services rendered.”⁷⁴

72 Zie ook de volgende passage: “Predetermined incentive compensation to corporate officers based on a share of profits in addition to salary has been an accepted and widespread practice both in the United States and Europe during the past twenty years or more. No question is raised in the books but that a corporate officer may be paid a percentage of profits (see numerous cases cited in L. R. A. 1915D, p. 638 *et seq.*), and that such compensation, contingent upon net earnings, is a cost of the enterprise and not a distribution of funds exclusively allocated to stockholders. Such plans, if fair and not oppressive, have received both judicial and economic approval. (41 Yale Law Journal, 1931, p. 109 *et seq.*; 42 *id.* 1932-33, p. 419 *et seq.*; 46 Harvard Law Review, March, 1933, p. 828 *et seq.*; 86 Central Law Journal, 1918, p. 208 *et seq.*; Seitz v. Union Brass & Metal Mfg. Co., 152 Minn. 460; 189 N. W. 586.)” Gallin v. National City Bank, 152 Misc. 679, 273 N.Y.S. 87, June 15 (1934), 703, 113.

73 Gallin v. National City Bank, 152 Misc. 679, 273 N.Y.S. 87, June 15 (1934) 703, 113.

74 Gallin v. National City Bank, 152 Misc. 679, 273 N.Y.S. 87, June 15 (1934), 703, 113/114. De rechtbank verwijst hier naar Rogers v. Hill, 289 U. S. 582, 590, 53 S. Ct. 731, 77 L. Ed. 1385, 88 A. L. R. 744; Godley v. Crandall & Godley Co., 212 N. Y. 121, 105 N. E. 818, L. R. A. 1915D, 632.

441. 'Rule of reason'

Vervolgens gaat de rechtbank in op de 'rule of reason' ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders.

"To come within the rule of reason, the compensation must be in proportion to the executive's ability, services and time devoted to the company, difficulties involved, responsibilities assumed, success achieved, amounts under jurisdiction, corporation earnings, profits and prosperity, increase in volume or quality of business or both, and all other relevant facts and circumstances; nor should it be unfair to stockholders in unduly diminishing dividends properly payable."⁷⁵

Met de 'rule of reason' geeft de rechtbank een maatstaf om te bezien in hoeverre een bezoldiging in relatie staat tot de verleende diensten.⁷⁶ De bezoldiging dient in verhouding te staan tot de capaciteiten en inspanningen van de bestuurder, tot de moeilijkheden en verantwoordelijkheden van de functie, tot het succes van de onderneming en alle andere relevante factoren en omstandigheden. Als beperkende factor wijst de rechtbank op het feit dat de bezoldiging niet oneerlijk mag zijn tegenover aandeelhouders, doordat zij de naar behoren uit te keren dividenden onnodig verminderen. Deze maatstaf geeft enerzijds handvatten aan directors bij het bepalen van een redelijke bezoldiging. Anderzijds maakt de dusdanig brede formulering duidelijk dat een bezoldiging slechts in uitzonderlijke gevallen aange-merkt kan worden als niet in relatie staand tot de verleende diensten.

75 *Gallin v. National City Bank*, 152 Misc. 679, 273 N.Y.S. 87, June 15 (1934), 703, 114 onder verwijzing naar *Heublein v. Wight* (D. C.) 227 F. 667; *Berendt v. Bethlehem Steel Corp.*, 108 N. J. Eq. 148, 154 A. 321; *Shera v. Carbon Steel Co.* (D. C.) 245 F. 589, 591; *Church v. Harnit*, 35 F.(2d) 499, 502 (C. C. A., 6th, 1929); *Putnam v. Juvenile Shoe Corp.*, 307 Mis. 74, 269 S. W. 593, 40 A. L. R. 1412; *Venner v. Borden Co.*, N. Y. Sup. Ct., decided October 11, 1927; *Scott v. P. Lorillard Co.*, 108 N. J. Eq. 153, 154 A. 515 (1931).

76 Volgens Wells bestond er onduidelijkheid over de vraag of er sprake was van 'waste' indien er geen relatie bestond tussen de bezoldiging en de verleende diensten of dat de bezoldiging moest voldoen aan de 'rule of reason'. Aangezien de rechtbank, na expliciet aangegeven te hebben dat de bezoldiging in verhouding diende te staan tot de verleende diensten, direct overgaat tot de rule of reason, dient mijns inziens de gegeven rule of reason gezien te worden als een uitwerking van de 'verleende diensten'. De rule of reason lijkt daarbij breder opgezet te zijn, aangezien niet alleen gekeken wordt naar de inspanning van de bestuurder, maar ook naar zijn kwaliteiten. Ook blijkt uit de rule of reason dat het niet alleen gaat om de verrichte inspanningen van de bestuurder, maar ook om het gehele succes van de onderneming, onafhankelijk van het feit of dit succes een resultante is van de inspanning van de bestuurder of van externe omstandigheden. Wells 2010, p. 728/729.

442. Een inschattingsfout

Uit het omvangrijke onderzoek dat volgt, komt naar voren dat de directors niet aansprakelijk gehouden dienen te worden voor het veronachtzamen van hun taak. Onderzoeker Frank C. Laughlin baseert zijn conclusie onder meer op het feit dat de directors competent waren en te goeder trouw hebben gehandeld.⁷⁷ Hoewel de bezoldiging van een paar bestuurders aan het einde van de jaren '20 uitgegroeid is tot een omvang waarvan waarschijnlijk niet meer vol te houden is, dat zij een regulier salaris betreft, is hij van mening dat de directors tot de conclusie hebben kunnen komen dat het verlagen van de bezoldiging zou kunnen leiden tot een demoralisering van de bestuurders “who have been so instrumental in increasing the profits of the bank and company”.⁷⁸ De beslissing om de bonussen niet terug te draaien is derhalve in het ergste geval aan te merken als een inschattingsfout van de directors waarvoor zij niet aansprakelijk gehouden dienen te worden. De gedachte dat een excessieve bezoldiging op basis van haar omvang prima facie aangemerkt kan worden als waste, wordt in *Gallin v. National City Bank* stellig verworpen.⁷⁹

443. *Mc Quillen v. National Cash Register*

In navolging van rechter Dore komt in de daaropvolgende rechtszaken steeds meer de nadruk te liggen op de terughoudendheid die een rechter dient te betrachten ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders. De kans dat rechters daadwerkelijk zullen ingrijpen bij een excessieve bezoldiging wordt daardoor verder beperkt. Zo verwerpt de District Court van Maryland, verwoord door rechter William C. Coleman, in *Mc Quillen v. National Cash Register*, de vordering van aandeelhouder McQuillen et al. dat de bezoldiging van bestuurder Colonel Deeds – in het bijzon-

⁷⁷ Washington 1941, p. 752.

⁷⁸ *Gallin v. National City Bank of New York*, 155 Misc. 880, 891, May 25, (N.Y. Misc. 1935). Zie onder andere Wells 2010, p. 729 waar hij verwijst naar het rapport van Frank C. Laughlin uit 1935.

⁷⁹ De directors komen er overigens niet zonder kleerscheuren vanaf. Uit het onderzoek blijkt dat de directors aangerekend kan worden dat er serieuze fouten zijn gemaakt bij het berekenen van de bonuspool in de jaren '20. Het resultaat is dat de directors aansprakelijk worden gehouden voor het te veel betaalde: \$1.703.703,23. Wells 2010, p. 729; Washington 1942, supra note 95, p. 283/284. Na 1933 schafte National City Bank het bonus-systeem af en ontvingen de bestuurders slechts een vast salaris (hetgeen vermoedelijk samenhang met het afstoten van de effectenbank). Mitchell nam ontslag in 1933. Washington 1941, p. 753.

der het aan hem verleende optiepakket – aan te merken is als ‘waste’.⁸⁰ Coleman benadrukt dat in een situatie als de onderhavige de hoofdregel geldt zoals weergegeven in *Wight v. Heublein*:

“It is obviously not the province of a court of equity to act as the general manager of a corporation or to assume the regulation of its internal affairs. If the chosen directors, without interests in conflict with the interest of stockholders, act in good faith in fixing salaries or incurring other expenses, their judgment will not ordinarily be reviewed by the courts, however unwise or mistaken it may appear; but this is far from saying that equity will refuse to redress the wrong done to a stockholder by the action or policy of directors, whether in voting themselves excessive salaries or otherwise, which operates to their own personal advantage, without any corresponding benefit to the corporation under their control.”⁸¹

Coleman komt op basis van een evaluatie tot de conclusie dat de rechtbank zich in onderhavige casus niet dient te bemoeien met de bezoldiging van de bestuurders. Ten tijde van de toekenning van de opties had bestuurder Colonel Deeds een dusdanige positie verworven binnen de industriële wereld, dat hij in staat was ‘to name his own price’. En blijkbaar waren de directors de mening toegedaan dat

80 *McQuillen v. National Cash Register*, 27 F. Supp. 639, 650-654, May 4, (D. Md 1939). In hoger beroep wordt de uitspraak van de District Court of Maryland bekrachtigd door de Circuit Court of Appeals, zie *McQuillen v. National Cash Register Co.*, 112 F.2d 877, June 10, (4th Cir. 1940).

81 *Wight v. Heublein*, 4 Circuit 238 F. page 324. Zie *McQuillen*, 27 F. Supp. 651. Coleman verwijst tevens naar het eerder aangehaalde arrest *Matthews v. Headley Chocolate Co.*, supra. Ook verwijst Coleman naar *Seitz v. Union Brass & Metal Mfg. Co.*, supra, 189 N.W. p. 587: “If the officers, acting as they do in a fiduciary capacity, fix exorbitant and unreasonable salaries so as to absorb earnings which should go in dividends or remain with the company as surplus, they are not exercising the fidelity which the law requires and a court of equity will give relief at the suit of a minority stockholder by compelling restoration. In determining whether salaries are so excessive and unreasonable that there should be a restoration, courts proceed with some caution. An intolerable condition might result if the courts should too lightly undertake the fixing of salaries at the suit of dissatisfied stockholders. An issue as to the reasonable value of the services of officers is easily made. It is not intended that courts shall be called upon to make a yearly audit and adjust salaries. The dissenting stockholder should come into court with proof of wrongdoing or oppression, and should have more than a claim based on mere differences of opinion upon the question whether equal services could have been procured for somewhat less. Were it otherwise efficient executives, able to command in competition large salaries, risking their capital on the faith of control and a steady employment, would find themselves and their capital periled by the uncertain view which a court might take. The right of majority control must be given effect, and the minority cannot, through the courts, interfere with an honest and fair majority policy.” *McQuillen v. National Cash Register*, 27 F. Supp. 639, 651-652, May 4, (D. Md 1939).

zijn diensten onmisbaar waren voor de toekomst van de onderneming. De rechtbank vervolgt:

“There is a good deal to justify this conclusion, but whether it be entirely sound or not is beside the sole question which this court is permitted to rule upon, that is, whether the cumulative option to purchase, [...] which the directors agreed Colonel Deeds should have as supplementary to his salary of \$100.000 a year, was so exorbitant as to preclude a finding of good faith and to amount to waste of the company’s assets on the part of the directors in making such an agreement.”⁸²

444. Het verschil tussen excessief en onrechtmatig

Coleman brengt vervolgens een belangrijke nuance aan door een onderscheid te maken tussen ‘excessive’ en ‘wasteful’ bezoldiging.⁸³ Het feit dat een bezoldiging van boven de \$100.000 door een gemiddeld persoon wordt aangemerkt als ‘more than a liberal compensation’ betekent niet, dat dit als maatstaf moet dienen voor de beoordeling van de onrechtmatigheid van de bezoldiging, aldus Coleman.

“We must distinguish between compensation that is actually wasteful and that which is merely excessive. The former is unlawful, the latter is not.”⁸⁴

Van ‘waste’ is volgens rechter Coleman slechts sprake indien die bezoldiging het resultaat is van:

“a failure to relate the amount of compensation to the needs of the particular situation by any recognized business practices, honestly, even though unwisely adopted, – namely, the result of bad faith, or of a total neglect of or indifference to such practices.”⁸⁵

82 McQuillen v. National Cash Register, 27 F. Supp. 639, 652, May 4, (D. Md 1939). Zie ook de passage: “What the point would be beyond which, in the present case, payments in any form might properly be said to amount to a clear abuse of the discretion vested in directors, and to amount to waste, we are not called upon to decide. Suffice it to say we are not satisfied that it has been over-stepped in the present case as a result of the option to Colonel Deeds.” McQuillen v. National Cash Register, 27 F. Supp. 639, 654, May 4, (D. Md 1939).

83 McQuillen v. National Cash Register, 27 F. Supp. 639, 651-653, May 4, (D. Md 1939). De Court of Appeals (Fourth Circuit) bekrachtigde de beslissing van de District Court met voor het overgrote deel dezelfde bewoordingen. McQuillen v. National Cash Register Co., 112 F.2d 877, 884, June 10, (4th Cir. 1940).

84 McQuillen v. National Cash Register, 27 F. Supp. 639, 653, May 4, (D. Md 1939).

85 McQuillen v. National Cash Register, 27 F. Supp. 639, 653, May 4, (D. Md 1939).

Excessieve bezoldiging, daarentegen, is slechts het resultaat van ‘poor judgment’ en niet noodzakelijkerwijs van iets anders.⁸⁶ De rechter moet in een dergelijk geval niet op de stoel gaan zitten van de uitvoerende bestuurders bij het bepalen van de redelijkheid van de bezoldiging.

“If the rule were otherwise, the result would be destruction of autonomy in private enterprise to a degree that would render such enterprise no longer private; personal initiative and its just rewards would disappear, and this would undermine the very basis upon which our economic life, with its constitutional guaranties, is founded, and upon which our democratic form of government depends.”⁸⁷

445. **Heller v. Boylan**

De reden voor de beperkte rol van rechters bij het beoordelen van excessieve bezoldiging wordt treffend verwoord in een nieuwe episode van de bezoldigingsperikelen rondom American Tobacco: *Heller v. Boylan*.⁸⁸ Enkele aandeelhouders zijn van mening dat de schikking die Hill getroffen heeft na *Rogers v. Hill* niet voldoende is om hun claim te beëindigen. Op basis van dezelfde feiten maken zij hun zaak aanhangig bij de New York Supreme Court.

86 Coleman onderstreept de afhankelijke positie van de aandeelhouders van de directors. Of ingrijpen door de rechtbank gerechtvaardigd is, hangt af van alle omstandigheden van ieder specifiek geval. “Of course, directors should not be permitted to abuse the power that is entrusted to them by the stockholders. The stockholders, in the very nature of things, must vest in the directors a vast amount of discretion in matters of this kind, and often cannot, without the aid of the courts, prevent or remedy abuse of this discretion. But whether there has actually resulted such abuse as will justify the intervention of a court, depends upon all the facts and circumstances in each particular case, and what may well be considered an abuse in one instance would, of course, not be so in another.” *McQuillen v. National Cash Register*, 27 F. Supp. 639, 653, May 4, (D. Md 1939).

87 *McQuillen v. National Cash Register*, 27 F. Supp. 639, 653, May 4, (D. Md 1939). Coleman doet nog wel een moreel beroep op de directors voor het uitoefenen van hun functie onder verwijzing naar *Koplar v. Warner Bros. Pictures*. In die zaak schreef rechter Nields: “In view of the character of the personal services and of financial assistance, past and future, rendered by the Brothers, the payment was not excessive and did not amount to waste. Salaries of \$10.000 a week are matched by salaries paid to other top executives in this business. As a matter of morals such payments may be questioned. Directors have the power to award just compensation. That power should be used, not abused. Fair human requirements should set some limits to salaries. Extraordinary talent is not acquired. If it were, it would not be extraordinary. Doubtless it is an endowment which the holder should not place on the auction block.” *McQuillen v. National Cash Register*, 27 F. Supp. 639, 653-654, May 4, (D. Md 1939).

88 *Heller v. Boylan*, 29 N.Y.S.2d 653 (N.Y. Misc. (Sup. Ct.) 1941). In *Heller v. Boylan* komt overigens ook de ‘lening’ van American Tobacco aan de business partner van Rechter Manton van \$250.000 ter sprake.

Opmerkelijk genoeg gaat de Supreme Court bij de beoordeling van *Heller v. Boylan* niet zozeer in op de vraag of de schikking van Hill wel of niet in de weg staat voor toewijzing van de vorderingen van de aandeelhouders. De rechtbank kiest ervoor de bonusplannen van American Tobacco nogmaals aan een onderzoek te onderwerpen. Bij de beoordeling van de bezoldigingspakketten laat de rechtbank zich niet inspireren door de benadering van rechter Swan die centraal stond in *Rogers v. Hill*, maar kiest de Supreme Court voor het onderscheid tussen een ‘excessive’ en een ‘wasteful’ bezoldiging zoals opgetekend in *McQuillen v. National Cash Register*.⁸⁹ Na een evaluatie van de bonusplannen komt de rechtbank tot de conclusie dat de bezoldiging van de bestuurders van American Tobacco niet aan te merken is als ‘waste’.⁹⁰

In *Heller v. Boylan* is derhalve sprake van een directe confrontatie tussen Swan en Coleman. Meer nog wordt in *Heller v. Boylan* de aversie van de rechtbank tegen het beoordelen van de bezoldiging van bestuurders nader belicht. Rechter Collins citeert instemmend uit *McQuillen v. National Cash Register* dat de rechter zich

89 In *Heller v. Boylan* verwerpt Collins expliciet dat de passage van rechter Swan, waarin hij stelt dat er vanwege de omvang prima facie sprake kan zijn van ‘waste’, ook door de Supreme Court in *Rogers v. Hill* wordt bevestigd. “Yes, Judge Swan opined that ‘a bonus of \$840.000 to an officer receiving a fixed salary of \$168.000 is presumptively so much beyond fair compensation for services as to make a ‘prima facie’ showing that the corporation is giving away money, and a by-law which sanctions this is ‘prima facie’ unreasonable, and hence unlawful’”. *Rogers v. Hill*, 2 Cir., 60 F.2d 109, 114. “The Supreme Court, however, did not embrace Judge Swan’s precept. It ruled, instead, that ‘the prescribed percentages give rise to no inference of actual or constructive fraud’. The Supreme Court thought that the payments had become ‘so large as to warrant investigation in equity in the interest of the company’. The inquiry is whether the sums as salary are ‘so large as in substance and effect to amount to spoliation or waste of corporate property’. Again, ‘As the amounts payable depend upon the gains of the business, the specified percentages are not per se unreasonable’. This inquiry must be determined ‘upon a consideration of all the relevant facts brought forward by the parties whether and to what extent payments to the individual defendants under the by-laws constitute misuse and waste of the money of the corporation’.” *Rogers v. Hill*, supra [289 U.S. 582, 53 S.Ct. 735, 77 L.Ed. 1385, 88 A.L.R. 744].” *Heller v. Boylan*, 29 N.Y.S.2d 653, 670 (N.Y. Misc. (Sup. Ct.) 1941). Ook benadrukt rechter Collins dat de omvang van de bezoldiging niet kan leiden tot de aanname dat er onrechtmatig gehandeld is. Zie de passage: “Here, the plaintiffs proffered no testimony whatever in support of their charge of waste. The figures, they reason, speak for themselves, and the defendants must justify them. The figures do speak, but just what do they say as matter of equity? They are immense, staggeringly so. Even so, is that enough to compel the substitution of the Court’s judgment for that of the stockholders?” *Heller v. Boylan*, 29 N.Y.S.2d 653, 671 (N.Y. Misc. (Sup. Ct.) 1941).

90 Wells 2010, 732.

afzijdig dient te houden.⁹¹ Opmerkelijker is de uitvoerige passage die Collins vervolgens wijdt aan het feit dat de rechtbank zichzelf simpelweg niet in staat acht te bepalen wat een rechtvaardige of redelijke bezoldiging is.⁹²

“Assuming, arguendo, that the compensation should be revised, what yardstick is to be employed? Who or what is to supply the measuring rod? The conscience of equity? Equity is but another name for human being temporarily judicially robed. He is not omnipotent or omniscient. Can equity be so arrogant as to hold that it knows more about managing this corporation than its stockholders?”

“Yes, the Court possess the power to prune these payments, but openness forces the confession that the pruning would be synthetic and artificial rather than analytic or scientific. Whether or not it would be fair and just, is highly dubious. Yet, merely because the problem is perplexing is no reason for eschewing it. It is not timidity, however, which perturbs me. It is finding a rational or just gauge for revising these figures were I inclined to do so. No blueprints are furnished. The elements to be weighed are incalculable; the imponderables, manifold. To act out of whimsy or caprice or arbitrariness would be more than inexact – it would be the precise antithesis of justice; it would be a farce.”

“If comparisons are to be made, with whose compensation are they to be made – executives? Those connected with the motion picture industry? Radio artists? Justices of the

91 *Heller v. Boylan*, 29 N.Y.S.2d 653, 673 (N.Y. Misc. (Sup. Ct.) 1941).

92 *Heller v. Boylan*, 29 N.Y.S.2d 653, 679-680 (N.Y. Misc. (Sup. Ct.) 1941). Ook gaat rechter Collins in op de onmogelijkheid om te bepalen hoeveel van de welvaart van de onderneming toe te schrijven is aan de individuele inspanningen van een bestuurder. George Hill had zijn zoon George Hill Jr. aangenomen als bestuurder met als portefeuille de marketing van American Tobacco. Hierdoor maakte de jonge Hill een stap van een salaris van \$3.000 bij zijn vorige bedrijf naar een jaarsalaris van \$230.000 voor zijn nieuwe functie als Vice-President bij American Tobacco. Collins schrijft hierover: “[...] but how much of the Company’s prosperity is due to his individual efforts, I am unable to judge. I confess that I have serious misgivings about his services being valued at as high as \$230.000 a year. But that is not my problem. I cannot hold that such a sum to a man whose ability and work is not questioned and who has charge of an annual expenditure of \$12.000.000 has no relation to the value of the services for which it was given.” *Heller v. Boylan*, 29 N.Y.S.2d 653, 678-679 (N.Y. Misc. (Sup. Ct.) 1941). Eveneens interessant is de passage van Collins over de vraag vanaf welk punt de winstdeling op basis van de statutaire bepaling nietig of vernietigbaar wordt. “Now, does prosperity effect nullification? Is the plan moral and to the interest of the stockholders in lean years, but immoral and subversive in fat times? Just how much prosperity must be achieved to convert the compensation from legitimate to illegitimate? What is the saturation point? Where does adequacy end and waste begin? Under the plan the stockholders prosper with the officers, the increased earnings of the stockholders work increased earnings for the officers. The plan is by no means one-sided; it is largely contingent upon and measured by success. The design of the plan was to induce the profits to mount.” *Heller v. Boylan*, 29 N.Y.S.2d 653, 679 (N.Y. Misc. (Sup. Ct.) 1941).

Supreme Court of the United States? The President of the United States? Manifestly, the material at hand is not of adequate plasticity for fashioning into a pattern or standard. Many instances of positive underpayment will come to mind, just as instances of apparent rank overpayment abound. Haplessly, intrinsic worth is not always the criterion. A classic might perhaps produce trifling compensation for its author, whereas a popular novel might yield a titanic fortune. Merit is not always commensurately rewarded, whilst mediocrity sometimes unjustly brings incredibly lavish returns. Nothing is so divergent and contentious and inexplicable as values.”

“Courts are ill-equipped to solve or even to grapple with these entangled economic problems. Indeed, their solution is not within the juridical province. Courts are concerned that corporations be honestly and fairly operated by its directors, with the observance of the formal requirements of the law; but what is reasonable compensation for its officers is primarily for the stockholders. This does not mean that fiduciaries are to commit waste, or misuse or abuse trust property, with impunity. A just cause will find the Courts at guard and implemented to grant redress. But the stockholders must project a less amorphous plaint than is here presented.”⁹³

Hoewel Collins de enorme beloningen als persoon niet goed wil praten, kan hij ze simpelweg niet op grond van enige maatstaf aanmerken als waste. En aangezien er geen sprake is van enige vorm van waste, kan hij geen goede gronden vinden voor het afkeuren van een praktijk, die goedgekeurd is door de meerderheid van de aandeelhouders. De verantwoordelijkheid voor een juiste bezoldiging, aldus Collins, ligt niet bij de rechter, maar bij de aandeelhouders zelf.⁹⁴

“In the circumstances, if a ceiling for these bonuses is to be erected, the stockholders who built and are responsible for the present structure must be the architects.”⁹⁵

93 *Heller v. Boylan*, 29 N.Y.S.2d 653, 679-680 (N.Y. Misc. (Sup. Ct.) 1941).

94 Daarnaast doet hij tevens, evenals Coleman, een moreel appel op de directors. “Finally, it is not amiss to accent the antiseptic policy stressed by Judge Liebell in *Winkelman et al. v. General Motors Corporation*, D.C.S.D.N.Y. decided August 14, 1940, 39 F.Supp. 826, that: ‘The duty of the director executives participating in the bonus seems plain – they should be the first to consider unselfishly whether under all the circumstances their bonus allowances are fair and reasonable’.” *Heller v. Boylan*, 29 N.Y.S.2d 653, 680 (N.Y. Misc. (Sup. Ct.) 1941). In *Winkelman v. General Motors Corporation* werd ook aangevoerd dat de bezoldigingsplannen aangemerkt konden worden als ‘waste’. Deze vordering werd door de rechtbank afgewezen. Een succes voor de directors was het echter niet, aangezien de rechtbank tijdens het onderzoek naar de bonuspraktijken erachter was gekomen dat de directors verschillende fouten hadden gemaakt bij het berekenen van de bonusplannen en onbevoegd een bezoldiging van \$1.540.830 hadden toegekend. De directors troffen uiteindelijk een schikking met General Motors voor \$4,5 miljoen. Zie *Winkelman v. General Motors Corporation*, 44 F. Supp. 960, 960, 1023 (S.D.N.Y. 1942) en *Winkelman v. General Motors Corporation*, 48 F. Supp. 500, 503-04 (S.D.N.Y. 1942).

95 *Heller v. Boylan*, 29 N.Y.S.2d 653, 680 (N.Y. Misc. (Sup. Ct.) 1941).

446. Afsluitende opmerkingen

De ferme uitspraak in *Rogers v. Hill* over de bezoldiging van bestuurders deed het ondernemingsrechtelijke landschap in de Verenigde Staten op zijn grondvesten trillen. Aandeelhouders grepen deze uitspraak aan om de door de crisis bekend geworden aanzienlijke beloningen van bestuurders ter beoordeling voor te leggen aan de rechter. De hooggespannen verwachtingen vervlogen echter niet snel daarna. Naarmate de rechters steeds dichterbij het vraagstuk van de bezoldiging van bestuurders komen, is een duidelijke terugtrekkende beweging zichtbaar van de rechterlijke macht om in te grijpen. Rechtbanken hebben van oudsher een aversie tegen het beoordelen van ondernemingsbeslissingen. Daarnaast twijfelen rechters aan hun eigen capaciteit om vast te stellen wat gekwalificeerd dient te worden als een ‘redelijke bezoldiging’ en ontbreekt het rechters aan een hanteerbare maatstaf waarmee zij in staat worden gesteld een dergelijke redelijke bezoldiging vast te stellen.⁹⁶ Het domein van de rechter heeft te maken met de vraag of gehandeld is binnen de (bevoegdheids)grenzen van het recht. Een beoordeling van de redelijkheid van de bezoldiging valt daar in beginsel buiten.⁹⁷

Naast deze ‘interne’ redenen zorgen externe veranderingen er tevens voor dat rechtbanken zich minder genoodzaakt voelen om in te grijpen. De oprichting van de Securities and Exchange Commission en de invoering van de Securities Act zorgen voor openbaarmakingsverplichtingen, waardoor de bezoldiging van bestuurders minder gemakkelijk van de radar zou kunnen verdwijnen. Daarnaast is het einde van de crisis in zicht en klimmen de Verenigde Staten langzaam uit het dal. Hierdoor neemt het vertrouwen in de grote ondernemingen weer toe en de behoefte om de beslissingen van bestuurders onder de loop te nemen, af.

De ontwikkeling binnen de rechtspraak in de Verenigde Staten in de jaren '30 is exemplarisch voor de positie van de rechter bij het beoordelen van bezoldigingsvraagstukken binnen het vennootschapsrecht. Het ontbreekt veelal niet aan de wil om in te grijpen, maar aan een juiste juridische maatstaf. Een excessieve bezoldiging is wellicht onwenselijk, maar daarmee nog niet onrechtmatig. Daar komt bij dat ook de maatstaf ‘redelijkheid’ bij bezoldigingsvraagstukken veelal onbruikbaar is. De verschillende functies van bezoldiging zorgen voor een scala aan rechtvaardigingsgronden die kunnen worden ingezet om te bepleiten dat de bezoldiging redelijk is. Hierdoor kan een bezoldiging weliswaar onredelijk zijn vanuit het ene gezichtspunt, maar is deze redelijk vanuit het andere. Partijen hebben de vrijheid zelf te

⁹⁶ Zie ook Washington 1942, p. 294-296.

⁹⁷ Wells 2010, p. 733. Daarbij merk ik op dat er een aanmerkelijk verschil is tussen het bepalen van een redelijke vergoeding en het vaststellen welke bezoldiging redelijk is.

bepalen welk gezichtspunt leidend is bij het vaststellen van de bezoldiging. Het is niet aan de rechter daar achteraf anders over te oordelen.

De ruimte voor de rechter bij het beoordelen van de bezoldiging van bestuurders is in beginsel dan ook beperkt tot de totstandkoming ervan. Is de bezoldiging te goeder trouw en conform de bevoegdheidsregels vastgesteld, dan zal de overeenkomst in beginsel moeten worden nagekomen. Voor aanpassing achteraf is weinig ruimte. Hierdoor is de corrigerende rol van de rechterlijke macht binnen het bezoldigingsvraagstuk marginaal.

WALT DISNEY EN DE MANNESMANN-AFFAIRE

32.1 Walt Disney

447. Het sprookje van Walt Disney

De meest opzienbarende rechtszaak over de bezoldiging van bestuurders in de Verenigde Staten sinds het nieuwe millennium is de Walt Disney-zaak. In 1994 overlijdt de President en Chief Operating Officer van Disney, Frank Wells, bij een helikopterongeluk. In diezelfde periode wordt bij Disney's Chairman en Chief Executive Officer, Michael Eisner, een hartkwaal ontdekt, waardoor besloten wordt op korte termijn op zoek te gaan naar een waardige vervanger van Wells. Deze vervanger wordt gevonden in één van de meest machtige figuren in Hollywood en al 25 jaar een goede vriend van Eisner, Michael Ovitz, mede-oprichter en bestuurder van Creative Artist Agency ('CAA'). Ovitz is in 1995 in gesprek om CAA te verruilen voor Music Corporation of America ('MCA'), als Eisner hem benadert. Wanneer de onderhandelingen tussen Ovitz en MCA op niets uitlopen, besluit Ovitz in onderhandeling te treden met Eisner en Irwin Russel, een director en voorzitter van de remuneratiecommissie van Disney.¹

In de zomer van 1995 bereiken Irwin Russel en Ovitz een akkoord op hoofdlijnen. Overeengekomen wordt dat Ovitz een contract zou krijgen van vijf jaar. Op basis van dat contract zouden aan hem in twee tranches opties worden verleend.² In zijn huidige functie verdient Ovitz een riant inkomen – naar eigen zeggen tussen

1 Ovitz was totaal ondersteboven van het nieuws dat zijn goede vriend en tweede man bij CAA, Ron Meyer, wel de overstap maakte naar MCA.

2 De eerste tranche bestaat uit drie miljoen opties die in gelijke delen zouden vesten in het derde, vierde en vijfde jaar. Als de waarde van deze opties niet minimaal \$50 miljoen zouden bedragen, dan zou Disney het verschil aan Ovitz doen toekomen. De tweede tranche bestond uit twee miljoen opties die direct zouden vesten wanneer Disney en Ovitz kozen voor het verlengen van het contract. De gegarandeerde \$50 miljoen wordt na het sluiten van de voorlopige overeenkomst aangepast met als gevolg een verlaging van de uitoefenprijs van 115% naar 100% voor de opties van de tweede tranche, een vergoeding van \$10 miljoen als het contract niet zou worden verlengd, een verlengingsmogelijkheid van vijf jaar, een basissalaris van \$1.25 miljoen, dezelfde bonusstructuur als de eerste vijf jaar van het contract en een toekenning van drie miljoen extra opties.

de 20 en 25 miljoen dollar per jaar – op grond van zijn 55% aandeelhouderschap in CAA. Ovitz maakt vanaf het begin duidelijk dat hij deze inkomsten niet op zou geven zonder enige 'downside protection'. Besloten wordt om een voortijdige beëindiging van de kant van één van beide te bestraffen. Vertrekt Ovitz voortijdig, dan doet hij daarmee automatisch afstand van zijn toekomstige rechten onder het contract. Ontslaat Disney Ovitz anders dan wegens 'gross negligence or malfeasance' dan heeft Ovitz recht op een 'non fault payment'.³

Als de hoofdlijnen worden onderworpen aan een onderzoek door een beloningsconsultant blijkt dat op basis van het voorgestelde beloningspakket de vaste bezoldiging van Ovitz zich op het hoogste niveau bevindt van enig corporate officer en significant boven dat van de CEO van Disney. Daarnaast gaan de toegekende optieregelingen de standaarden van Disney en 'Corporate America' ver te boven. Russel legt deze bevindingen (alleen) voor aan Eisner en Ovitz en wijst erop dat het bezoldigingspakket 'would raise strong criticism'.⁴ Terwijl Russel, Watson (een ander lid van de remuneratiecommissie) en Graef Crystal (de beloningsconsultant) bezig zijn met een nadere analyse van het voorlopig contract, sluit Eisner zelfstandig de overeenkomst met Ovitz onder de opschortende voorwaarde dat de remuneratiecommissie en de board of directors goedkeuring verlenen.⁵ Deze goedkeuring wordt vervolgens verkregen.⁶

Niet lang na zijn aantreden wordt duidelijk dat Ovitz niet aan de verwachtingen voldoet. Hij heeft moeite om zich aan te passen aan de bedrijfscultuur, kan niet goed overweg met zijn collegae en presteert onder de maat.⁷ Eisner tracht Ovitz te bewegen over te stappen naar Sony, maar die onderhandelingen lopen op niets uit. Wanneer vervolgens wordt aangestuurd op een vertrek, komt de vraag voor te liggen of Ovitz kan worden ontslagen 'for cause'. De General Counsel Litvack stelt zich op het standpunt dat ontslag wegens grove nalatigheid niet mogelijk is,

3 Deze 'non fault payment' bestond uit de rest van zijn salaris, \$7.5 miljoen per jaar vanwege gemiste bonussen, directe vesting van zijn eerste tranche aan opties en \$10 miljoen in contanten voor de tweede tranche aan opties.

4 Graef Crystal was één van de beloningsconsultants die berekende dat Ovitz op basis van dit bezoldigingspakket \$24.1 miljoen per jaar voor de komende vijf jaar zou verdienen (in de buurt van zijn huidige inkomsten).

5 Het toetreden van Ovitz wordt al gevierd samen met de families van Eisner en de grootaandeelhouder Sid Bass, zonder dat een deel van de directors hiervan op de hoogte is.

6 De remuneratiecommissie besluit in een één uur durende vergadering over allerlei onderwerpen, waaronder het bezoldigingspakket van Ovitz. De beloningsconsultant was niet bij de vergadering aanwezig. Het nieuws van het toetreden van Ovitz wordt overigens positief ontvangen door de markt. De aandelenkoers van Disney stijgt met 4.4%, hetgeen correspondeert met een toegenomen marktkapitalisatie van 1 miljard.

7 Ter verdediging stelt Ovitz dat hij te weinig ruimte krijgt van Eisner die een te dominante positie bekleedt binnen Disney.

een standpunt dat door Eisner wordt overgenomen.⁸ Eisner bereikt uiteindelijk zelfstandig overeenstemming met Ovitz over diens vertrek, waarbij wordt besloten dat Ovitz wordt ontslagen 'without cause' en dat beide partijen op een respectvolle manier uit elkaar gaan.⁹ Na veertien maanden eindigt het mislukte avontuur van Ovitz bij Disney met een vertrekvergoeding van ongeveer \$130 miljoen.

448. Corporate waste?

Wanneer 'het sprookje van Disney' bekend wordt, is de verontwaardiging onder de aandeelhouders groot. Enkele aandeelhouders laten het er niet bij zitten en starten een 'derivative suit' tegen de directors van Disney en Michael Ovitz om de beweerdelijk geleden schade vergoed te krijgen. De aandeelhouders leggen aan hun vordering ten grondslag dat de directors van Disney hun fiduciare verplichtingen hebben geschonden door de overeenkomst, en in het bijzonder de bepaling over de non fault payment, goed te keuren en in te stemmen met het toekennen van de non fault payment ten tijde van het ontslag van Ovitz. Volgens de aandeelhouders is er sprake van corporate waste. Ook wordt gesteld dat Ovitz zijn fiduciare verplichtingen geschonden heeft door de overeenkomst aan te gaan, althans door de vertrekvergoeding in ontvangst te nemen.¹⁰

Ondernemingsbeslissingen van het bestuur vallen in de Verenigde Staten in beginsel onder de bescherming van de business judgment rule. De board of directors geniet bij het maken van zakelijke beleidsafwegingen "a presumption of sound business judgment, and its decisions will not be disturbed if they can be attributed to any rational business purpose."¹¹ Verondersteld wordt namelijk dat de directors bij het maken van de zakelijke beleidsafweging "acted on an informed basis (...) in

8 Opmerkelijk is overigens dat op 25 november 1996 de termijn van Ovitz wordt verlengd met drie jaar, en wel op een moment dat de rest van de board of directors weet dat Ovitz ontslagen zal worden.

9 De overige directors hebben overigens nooit officieel in een vergadering ingestemd met het ontslag noch met de voorwaarden.

10 De Chancery Court oordeelt dat Ovitz pas een fiduciair werd vanaf het moment dat hij toetrad op oktober 1995 en de kernbepalingen van het contract reeds overeengekomen waren. De Delaware Supreme Court laat deze overwegingen in stand. De vraag rijst daarbij of een bestuurder wel zou kunnen worden aangesproken wanneer hij al bestuurder is en een nieuw contract overeenkomt. De twee petten van de bestuurder, als derde en als bestuurder, lopen hier door elkaar. De Chancery Court oordeelt verder, volgens de Delaware Supreme Court terecht, dat Ovitz geen fiduciare verplichting geschonden heeft door de vertrekvergoeding in ontvangst te nemen, omdat hij geen aandeel had in het besluit tot ontslag en het ontslag niet 'for cause' was.

11 Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971).

the honest belief that the action was taken in the best interest of the company.”¹² Slechts als de beslissing geen enkel rationeel zakelijk doel dient, en er dus sprake is van waste, kunnen de bestuurders aansprakelijk worden gehouden voor de geleden schade. Indien echter wordt vastgesteld dat de directors bij het maken van de zakelijke beleidsafweging hun fiduciaire verplichtingen geschonden hebben, dan rust op de directors de bewijslast aan te tonen dat de gewraakte beslissingen ‘entirely fair’ waren ten opzichte van de vennootschap en haar aandeelhouders.

“Our law presumes that ‘in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith, and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.’ Those presumptions can be rebutted if the plaintiff shows that the directors breached their fiduciary duty of care or of loyalty or acted in bad faith. If that is shown, the burden then shifts to the director defendants to demonstrate that the challenged act or transaction was entirely fair to the corporation and its shareholders.”¹³

De fiduciaire verplichtingen van de bestuurder zijn de ‘duty of care’ en de ‘duty of loyalty’. Op basis van deze eerste verplichting is vereist, dat directors bij het maken van zakelijke beleidsafwegingen “are bound to use that amount of care which ordinarily careful and prudent men would use in similar circumstances”.¹⁴ De duty of loyalty wordt – kortweg – geschonden wanneer er sprake is van een tegenstrijdig belang. Verder speelt de goede trouw een rol bij het beoordelen of gehandeld is in strijd met de fiduciaire verplichtingen.¹⁵

Indien niet kan worden vastgesteld dat de bestuurder een van de fiduciaire verplichtingen heeft geschonden, dan rest slechts nog de mogelijkheid aan te tonen dat er sprake is van ‘waste’. In dat geval geldt:

“To recover on a claim of corporate waste, the plaintiffs must shoulder the burden of proving that the exchange was ‘so one sided that no business person of ordinary, sound judgment could conclude that the corporation has received adequate consideration’.”¹⁶

De Delaware Chancery Court wijst in augustus 2005 vonnis, waarin wordt overwogen dat “the director defendants did not breach their fiduciary duties or commit waste.” Op 8 juni 2006 bekrachtigt de Delaware Supreme Court deze uitspraak, waarmee een einde komt aan de Disney-saga. De Delaware Supreme Court stelt dat het handelen van de directors weliswaar niet is aan te merken als een best

12 Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

13 re Walt Disney Co. Derivative Litigation, Del. No. 411, 2005 (June 8, 2006), p. 38/39.

14 Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co., 188 A.2d 125, 130 (Del. 1963).

15 re Walt Disney Co. Derivative Litigation, Del. No. 411, 2005 (June 8, 2006), p. 64 e.v.
Zie ook Schouten 2006.

16 Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000).

practice, maar dat niet geconcludeerd kan worden dat de directors hun fiduciaire verplichtingen hebben geschonden.

De Delaware Supreme Court onderscheidt enkele best practices voor het vaststellen van de bezoldiging. In een ‘best case scenario’ zouden (i) alle leden van de remuneratiecommissie een spreadsheet, opgesteld met behulp van een beloningsconsultant, hebben ontvangen, (ii) waarin de verschillende scenario’s van het bezoldigingspakket tot uiting zouden komen, (iii) welke spreadsheet nader zou worden toegelicht aan de remuneratiecommissie door ofwel de beloningsconsultant of een lid van de commissie die betrokken was bij de opstelling ervan, (iv) welke spreadsheet en uitleg als uitgangspunt zouden dienen voor de overwegingen om tot een besluit te komen.¹⁷ Hoewel deze best practices niet zijn gevolgd, brengt de daadwerkelijke gang van zaken niet mee dat er sprake is van een schending van de fiduciaire verplichtingen, aldus de Delaware Supreme Court.¹⁸

Het Disney-arrest is illustratief voor de ruime handelingsvrijheid van de board of directors en de remuneratiecommissie bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders. In beginsel zal een dergelijke beslissing de bescherming genieten van de business judgment rule. Een schending van de fiduciaire verplichtingen wordt niet snel aangenomen.

Met het Disney-arrest wordt daarnaast bevestigd dat de board of directors op grond van de Delaware General Corporation Law (‘DCGL’) bevoegd is commissies aan te wijzen en verantwoordelijkheden over te dragen aan deze commissies, waaronder het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders.¹⁹ Uit de DCGL volgt aldus niet de verplichting dat de gehele board of directors deze beslissingen moet nemen.²⁰

Het Walt Disney-arrest bevestigt dan ook de algemene tendens, die ook al naar voren kwam uit de rechtspraak van vlak na de Great Depression: de kans dat een rechter oordeelt dat er sprake is van corporate waste is uiterst klein. Van de rechterlijke macht gaat in beginsel dan ook slechts in beperkte mate enige corrigerende werking uit, wanneer het aankomt op de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders. Chancellor Chandler bevestigt deze gedachte in het Disney-arrest met de gevleugelde woorden: “redress for [directors’] failures ... must come ... through the action of shareholders ... and not from this Court.”²¹

17 re Walt Disney Co. Derivative Litigation, Del. No. 411, 2005 (June 8, 2006), p. 47/48.

18 re Walt Disney Co. Derivative Litigation, Del. No. 411, 2005 (June 8, 2006), p. 48 e.v.

19 Volgens het Delaware Supreme Court was de board of directors van Disney alleen verantwoordelijk voor het selecteren van de officers. In casu was overigens eveneens de bevoegdheid tot het goedkeuren van contracten met alle executive directors gedelegeerd aan de remuneratiecommissie.

20 re Walt Disney Co. Derivative Litigation, Del. No. 411, 2005 (June 8, 2006), p. 41/42.

21 re The Walt Disney Co. Derivative Litig., 907 A.2d 693, 698 (Del. Ch. 2005).

32.2 De Mannesmann-affaire

449. De Mannesmann-affaire

Ondanks de ruime mate van beoordelingsvrijheid van de raad van commissarissen is de Duitse rechter wel bereid geweest om in een uitzonderlijk geval een bezoldiging aan te merken als ongepast – zelfs als ‘corporate waste’ – zoals blijkt uit de Mannesmann-affaire.²² Eind 1999 wordt Mannesmann AG (hierna: Mannesmann) geconfronteerd met een overname door Vodafone Airtouch PLC (hierna: Vodafone). Aanvankelijk is het bestuur fel gekant tegen deze overname, maar na een bittere strijd stemt het bestuur in februari 2000 alsnog in met het overnamebod. Opvallend is dat kort na het instemmen met het bod de ‘Aufsichtsratsausschuss für Vorstand-angelegenheiten’ van Mannesmann (hierna: het Präsidium) diverse besluiten neemt waarin ‘freiwilliger Anerkennungsprämien’ worden toegekend aan bestuursvoorzitter Klaus Esser, vier bestuursleden en aan de voormalige bestuursvoorzitter Joachim Funk.²³ In dit Präsidium hebben zitting Josef Ackermann (de toenmalige voorzitter van de raad van bestuur van Deutsche Bank en één van de belangrijkste figuren in ‘Corporate Duitsland’), Klaus Zwickel (de werknemerscommissaris), Jürgen Ladberg (de voorzitter van de ondernemingsraad) en nota bene Joachim Funk zelf.

Voor het rechtsgeldig kunnen nemen van besluiten door het Präsidium is de aanwezigheid van ten minste drie van zijn leden vereist. In een uiterst korte buitengewone vergadering van het Präsidium op 4 februari 2000 zijn alleen Funk en Ackermann aanwezig.²⁴ Nadat zij Zwickel per telefoon deelgenoot maken van de vergadering wordt in ‘weniger Minuten’ besloten aan Klaus Esser een erkenningspremie toe te kennen van £10 miljoen, indien de overname slaagt en deze als een ‘freundlichen Übernahme’ wordt aangemerkt. Zwickel onthoudt zich van stemmen, maar zorgt er daardoor wel voor dat het genomen besluit voldoet aan het quorumvereiste van drie leden van het Präsidium.

Eén van de initiators voor het toekennen van de erkenningspremies aan de raad van bestuur is aandeelhouder Hutchison Whampoa Ltd. (hierna: Hutchison). Hutchison hield op dat moment 10% van de aandelen in het geplaatst kapitaal van Mannesmann en was voorstander van een overname door Vodafone. Het bestuur

22 Zie voor een bespreking van deze uitspraak in het licht van de (Duitse en Amerikaanse) business judgment rule: Assink 2006.

23 Saillant detail is nog dat twee van de vier bestuursleden die ook een erkenningspremie krijgen pas enkele dagen daarvoor zijn toegetreden tot het bestuur. Klaus Esser heeft in mei 1999 de rol van CEO overgenomen van Joachim Funk.

24 Ladberg ontbreekt in deze episode vanwege ziekte.

van Vodafone werd ook op de hoogte gesteld van het toekennen van de appreciation awards en had geen bezwaren.²⁵

Op basis van het besluit van het Präsidium ontvangt Esser een golden parachute van ongeveer € 16 miljoen naast zijn reguliere overeengekomen gouden handdruk van € 17 miljoen. Ook de overige vier bestuursleden en voormalig bestuursvoorzitter Funk ontvangen een riant erkenningspremie. Het Präsidium stelt dat deze beloning ‘passend’ is gezien de “gute Ertragslage des Unternehmens, die Steigerung des Aktien- und Unternehmenswertes sowie die Leistungen im Übernahmekampf.”²⁶

Wanneer de toegekende beloningen en de wijze waarop deze zijn toegekend bekend worden bij het publiek, ontstaat er grote verontwaardiging. Opmerkelijk genoeg besluit het Duitse Openbaar Ministerie tot vervolging van Klaus Esser en de leden van het Präsidium.²⁷ Zij worden aangeklaagd omdat zij zich schuldig zouden hebben gemaakt aan ‘Untreue zum Nachteil der Mannesmann AG’ op grond van §266 Abs. 1 StGB waarin schending van de ‘Vermögensbetreuungspflicht’ in het algemeen strafbaar is gesteld.²⁸ Deze Vermögensbetreuungspflicht ziet onder meer op de plicht van bestuurders en commissarissen van vennootschappen om, optredend als belangenbehartigers van derden, uit dien hoofde op bona fide wijze over de vermogensbestanddelen van de vennootschap te beschikken. Gesteld wordt dat de leden van het Präsidium bij het vaststellen van de erkenningspremies niet gehandeld hebben in het belang van de vennootschap.²⁹

Het Landgericht Düsseldorf verwierpt de aanklacht van het OM. Het Landgericht overweegt dat de verdachten ‘pflichtwidrig’ hebben gehandeld bij het toekennen van de erkenningspremies aan de nog actieve bestuursleden van Mannesmann, aangezien het belang van Mannesmann op geen enkele wijze was gediend. Desondanks is niet voldaan aan de eis dat ‘Untreue’ gehandeld is aangezien hiervoor een zwaardere ‘Pflichtverletzung’ vereist is. Ten aanzien van het toekennen van de erkenningspremies aan Funk wordt wel aangenomen dat er sprake is van deze ‘gravierende Pflichtverletzung’. Het Landgericht komt uiteindelijk echter tot het oordeel dat het subjectieve bewustzijn bij de leden van het Präsidium ontbrak dat

25 Voorgesteld werd allereerst dat Hutchison (en eventueel Vodafone) de erkenningspremies aan de bestuurders zullen betalen, maar uiteindelijk wordt besloten dat de bestuursleden deze bonus van hun werkgever Mannesmann zullen ontvangen. Landgericht Düsseldorf – *NJW* 2004, 3275, nr. 70.

26 Drie van de vier bestuursleden hebben per 31 juli 2000 hun positie neergelegd en Mannesmann verlaten.

27 Naast de leden van het Präsidium en Klaus Esser wordt ook Dietmar Droste (de bedrijfsjurist) aangeklaagd voor zijn rol in het proces.

28 In het arrest wordt ook ingegaan op bepaalde pensioenaanspraken. Ik beperk mij hier tot de kern van het arrest. Bundesgerichtshof 21 december 2005, 3 StR 470/04, al. 1.

29 Zie ook Assink 2006, nr. 8.

zij hun plicht verzaakten. De leden van het Präsidium waren in de veronderstelling dat zij handelden binnen de grenzen van hun bevoegdheid. Op grond hiervan wordt de aanklacht jegens hen alsnog verworpen.

Het Bundesgerichtshof maakt korte metten met de redenering van het Landgericht. Het oordeelt dat met het toekennen van de ‘für die Gesellschaft nutzlosen Anerkennungsprämien’ de verdachten jegens de vennootschap wel degelijk hun ‘Vermögensbetreuungspflicht’ hebben geschonden, vernietigt het vonnis en wijst de zaak terug.³⁰

Het Mannesman-arrest is weliswaar gestoeld op het Duitse strafrecht, maar verschaft enige inzichten in de wijze waarop door het Bundesgerichtshof wordt gekeken naar het toekennen van buitengewone beloningen. Drie mogelijke beloningsvormen worden daarbij onderscheiden.³¹ De eerste is gebaseerd op een contractuele grondslag. Wanneer in de overeenkomst is opgenomen dat de bestuurder eenmalig of jaarlijks recht heeft op een variabele bonus die afhankelijk is van de prestaties van de onderneming dan mag een dergelijke bonus achteraf door de raad van commissarissen worden vastgesteld en toegekend. De raad van commissarissen heeft daarbij een ruime mate van beoordelingsvrijheid, welke vrijheid slechts beperkt wordt door de vereisten van §87 Abs. 1 AktG.³²

Ontbreekt een contractuele grondslag, dan is een ‘nachträglichen Anerkennungsprämie’ toelaatbaar, als daarvan een prikkelwerking uitgaat ten voordele van de vennootschap doordat buitengewone verdiensten worden beloond. Het is daarbij mogelijk dat deze prikkelwerking geldt jegens derden waardoor een bestuurder die afscheid neemt een dergelijke beloning kan ontvangen. Ook in dit geval moet de beloning ‘passend’ zijn.

“Dies kommt insbesondere in Betracht, wenn die freiwillige Sonderzahlung entweder dem begünstigten Vorstandsmitglied selbst oder zumindest anderen aktiven oder potentiellen Führungskräften signalisiert, dass sich außergewöhnliche Leistungen lohnen, von ihr also eine für das Unternehmen vorteilhafte Anreizwirkung ausgeht. Unter dem Gesichtspunkt einer Anreizwirkung für Dritte erscheint die Zuwendung einer freiwilligen Anerkennungsprämie auch an ein Vorstandsmitglied denkbar, das demnächst aus der Gesellschaft ausscheidet.”³³

30 De zaak wordt vervolgens terugverwezen en komt bij het Landgericht Düsseldorf terecht. Uiteindelijk wordt volstaan met het betalen van een bedrag van €5.8 miljoen. €3.2 miljoen voor Ackermann, €1.5 miljoen voor Esser, €1 miljoen voor Funk, €60.000 voor Zwickel en €30.000 voor Droste.

31 Bundesgerichtshof 21 december 2005, 3 StR 470/04, al. 16 e.v.

32 Zie over §87 Abs. 1 AktG randnummer 319.

33 Bundesgerichtshof 21 december 2005, 3 StR 470/04, al. 18.

Ontbreekt een contractuele grondslag en wordt een bonus toegekend die uitsluitend een belonend karakter heeft en de vennootschap geen voordeel in de toekomst zal opleveren, dan wordt een dergelijke bonus gekwalificeerd als een verspilling van vennootschappelijke middelen en is er sprake van handelen in strijd met de fiduciaire verplichtingen van de commissarissen.³⁴ Aan de vraag of de beloning passend is, wordt in een dergelijk geval niet toegekomen. Het argument dat de totale bezoldiging, ondanks de ‘nutteloze erkenningspremie’, niet in strijd is met §87 Abs. 1 AktG, gaat dus niet op.³⁵

“Eine im Dienstvertrag nicht vereinbarte Sonderzahlung für eine geschuldete Leistung, die ausschließlich belohnenden Charakter hat und der Gesellschaft keinen zukunftsbezogenen Nutzen bringen kann (kompensationslose Anerkennungsprämie), ist demgegenüber als treupflichtwidrige Verschwendung des anvertrauten Gesellschaftsvermögens zu bewerten. [...] Sie ist bereits dem Grunde nach unzulässig, ohne dass es auf die Frage ankommt, ob die Gesamtbezüge des begünstigten Vorstandsmitglieds unter Einschluss der Sonderzahlung nach den Grundsätzen des § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG der Höhe nach noch als angemessen beurteilt werden könnten.”³⁶

Het Bundesgerichtshof neemt bij haar beoordeling de fiduciaire verplichtingen van het bestuur en de raad van commissarissen tot uitgangspunt. De grens ligt dan ook niet pas bij het in gevaar brengen van het voortbestaan van de vennootschap.

“Der allgemeine Grundsatz des Zivilrechts, dass derjenige, der fremdes Vermögen zu betreuen hat, ausschließlich und uneingeschränkt im Interesse des Vermögensinhabers handeln muss und das anvertraute Vermögen nicht nutzlos hingeben darf, gilt auch im Aktienrecht.”³⁷

De stelling dat de prestaties pas achteraf kunnen worden vastgesteld, wordt door het Bundesgerichtshof verworpen. Allereerst zijn er allerlei manieren waarop bij het aangaan van de overeenkomst een prestatiegebonden bezoldiging kan worden

34 Dit geldt ook indien de (arbeids)overeenkomst achteraf dienovereenkomstig wordt aangepast. Bundesgerichtshof 21 december 2005, 3 StR 470/04, al. 22.

35 Bundesgerichtshof 21 december 2005, 3 StR 470/04, al. 20. Overigens wordt door het Bundesgerichtshof nog ervan uitgegaan dat §87 Abs. 1 AktG alleen betrekking heeft op de hoogte van de bezoldiging. “Ebenso wenig lässt sich die Zulässigkeit einer kompensationslosen Anerkennungsprämie auf § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG (Gehalt oder ... Nebenleistungen jeder Art) stützen. Denn diese Vorschrift regelt lediglich die Höhe der Bezüge (vgl. Baums aaO 3 ff.) und sagt nichts über die Zulässigkeit oder Unzulässigkeit der Sonderzahlung im Hinblick auf die Vermögensbetreuungspflicht der Präsidiumsmitglieder aus.” Na de aanpassing in 2009 kan dat mijns inziens niet meer van § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG gezegd worden.

36 Bundesgerichtshof 21 december 2005, 3 StR 470/04, al. 19.

37 Bundesgerichtshof 21 december 2005, 3 StR 470/04, al. 21.

vastgesteld. Daarnaast merkt het Bundesgerichtshof op, dat het uitoefenen van de bestuurswerkzaamheden op zichzelf geen rechtvaardigingsgrond biedt voor een opwaartse aanpassing van de aanvankelijk overeengekomen bezoldiging. Het Bundesgerichtshof wijst er daarbij op dat de vennootschap “umgekehrt das Vertragsrisiko auch dann zu tragen hat, wenn der Vorstand die ihn gesetzten Erwartungen nicht erfüllt”.³⁸

Het Bundesgerichtshof is uiteindelijk verpletterend in zijn oordeel dat de erkenningspremies geen enkel nut hadden.³⁹ Daarbij overweegt het onder meer dat op de bestuurders reeds de verplichting lag om zich ‘uneingeschränkt’ in te zetten voor de vennootschap. Dit geldt, aldus het Bundesgerichtshof, ook voor activiteiten zoals het integratieproces na een overname of de overnamestrijd zelf. Daarnaast acht het nog van belang dat de erkenningspremies niet gebruikt zijn om de bestuurders te behouden (dus als retentievergoeding). Verder wijst het Bundesgerichtshof erop dat de erkenningspremies eveneens geen enkel nut dienen voor de aandeelhouders, aangezien de gestegen aandelenkoers onafhankelijk van de erkenningspremies is bewerkstelligd.⁴⁰ Het hof merkt nog op dat het laakbare handelen gesauveerd had kunnen worden, wanneer de aandeelhouders van Mannesmann de toekenning van de erkenningspremies zou hebben goedgekeurd.⁴¹ Deze weg is echter niet bewandeld.

Het Mannesmann-arrest geeft, ondanks haar uitzonderlijke casus, enige aanknopingspunten voor het inhoudelijk beoordelen van de (gebeurtenisgedreven) bezoldiging van bestuurders. In het bijzonder is de categorisering van de verschillende bezoldigingssituaties door het Bundesgerichtshof interessant. Van een inhoudelijke beoordeling is in beginsel alleen sprake wanneer de bezoldiging valt in de laatste categorie: een incidenteel toegekende bezoldiging waarvoor geen contractuele verplichting bestaat en die zonder nut is voor de vennootschap (in casu tegen de achtergrond van een majeure gebeurtenis). In een dergelijke geval vallen de bezoldigingsbeslissingen buiten het bereik van de Duitse business judgment rule.⁴² De norm in Duitsland is wat dat betreft dus gelijk aan de norm die in de Verenigde

38 Zie in vergelijkbare zin de overwegingen die ten grondslag lagen aan de invoering van §78 Abs. 2 1937, nader uiteengezet in randnummer 208.

39 Bundesgerichtshof 21 december 2005, 3 StR 470/04, al. 27.

40 Bundesgerichtshof 21 december 2005, 3 StR 470/04, al. 29.

41 Bundesgerichtshof 21 december 2005, 3 StR 470/04, al. 34.

42 Duitsland kent sinds 1 november 2005 een eigen business judgment rule, § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG. Deze regeling is van overeenkomstige toepassing op de raad van commissarissen op de voet van § 116 Satz 1 AktG.

Staten wordt gehanteerd: de bezoldiging dient aangemerkt te worden als corporate waste.⁴³

43 In dit kader speelde mee dat Mannesmann werd overgenomen, het vertrek van de bestuurders op handen was en de ondernemingsstrategie verder in de toekomst door Vodafone zou worden bepaald. Bundesgerichtshof 21 december 2005, 3 StR 470/04, al. 29.

Bezoldiging en de ondernemingskamer

450. Inleiding

In Nederland is de bezoldiging van bestuurders als onderdeel van het beleid en de gang van zaken van de beursgenoteerde vennootschap bij de Ondernemingskamer bij vier enquêteverzoeken onderwerp van geschil geweest.¹ Een onderscheid is daarbij aan te brengen tussen gevallen waarin bij de beursgenoteerde vennootschap onenigheid ontstaat over afkoopsommen ten faveure van een bestuurder in het kader van een fusie of overname (Uni-Invest), gevallen waarbij de (prikkels of omvang van de) bezoldiging afgezet tegen de (slechte) prestaties van de vennootschap aanleiding geven tot een rechterlijke toetsing van de vaststelling van en het uitvoering geven aan de bezoldigingsovereenkomst van bestuurders (Getronics, Ahold en het niet-beursgenoteerde PCM) en gevallen waarbij gebeurtenis gedreven tussen-tijdse wijzigingen van de bezoldiging bij beursvennootschappen twijfels over een juist beleid en de gang van zaken doen zaaien (RNA).²

451. Afkoopsommen als bezoldiging

Een enigszins atypisch geval speelt in de Uni-Invest-beschikking uit 2000, waarin de geoorloofdheid van de hoogte van een afkoop som in het kader van een voorge-

-
- 1 De OK heeft zich daarnaast meermaals gebogen over de bezoldiging van bestuurders bij niet-beursgenoteerde vennootschappen. Zie onder meer OK 15 februari 2016, ARO 2016, 81 en OK 3 augustus 2015, ARO 2015, 189 (Teka B.V.); OK 2 november 2015, RN 2016/2 (Meavita); OK 5 augustus 2013, ARO 2013, 129 (Foodtrend B.V.); OK 1 oktober 2014, ARO 2015, 1 (Nieuwendijk Monumenten B.V.); OK 24 februari 2012, ARO 2012, 30 (Cerflex International); OK 1 april 2011, ARO 2011, 64 (SenseMakers); OK 8 juli 2010, ARO 2010, 110 (Patchmanager B.V.); OK 15 april 2010, ARO 2010, 21 (De Boer Makelaardij); OK 27 maart 2009, RO 2009/10 (Pine); OK 3 december 2008, ARO 2008/91 (Graphic); OK 7 november 2008, ARO 2008, 170 (Principal B.V.); OK 26 juli 2006, ARO 2006, 142 (K & H Holding B.V.); OK 16 november 2005, ARO 2005, 195 (Beheermaatschappij H. Limburg B.V.); OK 25 maart 2005, ARO 2005, 62 (Karst Beheer B.V.). Voor een bespreking van de beschikkingen verwijs ik naar Holtzer & Boersma 2017, p. 60 e.v. en Van Slooten 2016, p. 339-348.
 - 2 Opgemerkt dient te worden dat de bezoldiging van bestuurders in al deze beschikkingen niet het enige onderwerp was en veelal meer een bijkomend punt binnen een groter dispuut.

nomen fusie ter beoordeling aan de OK voorligt.³ Uni-Invest N.V. (hierna: Uni-Invest) is een beursgenoteerde beleggingsmaatschappij. Ter voorkoming van ongewenste overnames kent Uni-Invest een beschermingsstructuur die uit drie lagen bestaat. Allereerst heeft Uni-Invest prioriteitsaandelen uitgegeven aan Uni-Invest Prioriteit B.V. (hierna: Uni-Invest Prioriteit). Daarnaast is aan Uni-Invest Prioriteit het voorwaardelijke recht toegekend tot het nemen van aandelen (hierna: de poison pill). Deze poison pill houdt in dat Uni-Invest Prioriteit bij een vijandige overname het recht heeft 20% van de aandelen te kopen tegen beurswaarde of intrinsieke waarde. Ten slotte is aan Uni-Invest Holdings (NL) B.V. (hierna: Uni-Invest Holding) een voorwaardelijk recht toegekend tot het nemen van 10% van de aandelen (hierna: de golden parachute). Het bestuur van Uni-Invest bestaat in 2000 uit twee personen: R. Homburg (voorzitter) en J.R. Stolle. Homburg is tevens voorzitter van de RvC van Uni-Invest Prioriteit B.V.

Eind 2000 komen VastNed Offices/Industrial N.V. (hierna: VastNed) en Uni-Invest een fusievoorstel overeen, waarin VastNed de verkrijgende vennootschap en Uni-Invest de verdwijnende vennootschap zal zijn. In het kader van die fusie zal aan de bestuurders van Uni-Invest een vergoeding worden betaald voor beëindiging van hun bestuursfunctie van in totaal € 5 miljoen. Daarnaast is overeengekomen dat de bij Uni-Invest bestaande beschermingsstructuur wordt opgeheven tegen betaling van een vergoeding van € 154 miljoen die ten goede zou komen aan Uni-Invest Prioriteit en Uni-Invest Holding (hierna gezamenlijk: de Homburg Groep).

Wanneer de RvC en het bestuur van Uni-Invest het fusievoorstel ter goedkeuring willen voorleggen aan de AVA, trachten onder meer de VEB, ABP en PGGM besluitvorming over het fusievoorstel uit te stellen door een enquêteverzoek in te dienen bij de OK. Op zichzelf hebben verzoekers geen bedenkingen tegen het door Uni-Invest geformuleerde voorstel tot een juridische fusie met VastNed. Wel hebben zij bezwaren tegen de omstandigheid dat in het kader van die voorgenomen fusie, aan Homburg (dan wel aan Homburg gelieerde vennootschappen), naast een vergoeding voor het beëindigen van zijn bestuursfunctie, een bedrag van € 154 miljoen toevalt als tegenprestatie vanwege de afkoop van de toegekende rechten tot het nemen van aandelen. VEB c.s. hebben ernstige twijfels over de totstandkoming van de besluitvorming binnen Uni-Invest, temeer omdat de besluitvorming voor één van de leden van de RvC een reden was om zijn functie neer te leggen. VEB c.s. voeren onder meer aan dat de rechten tot het nemen van aandelen zijn toegekend voor het geval een ongewenste derde de zeggenschap over Uni-Invest geheel of gedeeltelijk probeert te verwerven. De waarde van deze rechten zijn berekend op slechts f54.400.000. De beoogde afkoopsom, die een aanzienlijke

3 Hof Amsterdam (OK) 19 december 2000, *JOR* 2001/2 m.nt. Blanco Fernández (Uni-Invest).

terugval van de intrinsieke waarde van de aandelen in de vennootschap meebrengt, is volgens VEB c.s. daarom buiten iedere proportie en in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap toegekend.

Uni-Invest betoogt dat de bedoelde rechten om voor een lage prijs extra aandelen te kunnen kopen – mede – moeten worden gezien als vorm van honorering van door Homburg in het verleden gedane investeringen, toen Uni-Invest in moeilijke omstandigheden verkeerde, en door Homburg gelopen risico's en voorts als neerslag van de controlerende positie van Homburg binnen de vennootschap. Voor het opgeven daarvan door Homburg is aldus terecht een vergoeding bedongen die weliswaar 'stevig' is maar niet als bovenmatig kan worden aangemerkt.

De OK begint met de overweging dat de vraag of de afkoopsom buiten iedere proportie is, samenhangt met het antwoord op de vraag hoe voormeld voorwaardelijk recht dient te worden begrepen. Daarbij merkt de OK op dat het standpunt van verzoekers – dat de rechten slechts verleend zijn om te dienen als beschermingsconstructie – meer aannemelijk voorkomt dan dat van Uni-Invest, aangezien het eerste standpunt steun vindt in de formulering van het voorwaardelijk recht en het feit dat nimmer in de jaarrekeningen op een ander karakter van het recht is gewezen. Desalniettemin kan de door Uni-Invest naar voren gebrachte lezing omtrent het karakter van het recht niet als zonneklaar onjuist worden aangemerkt. Ook kan niet gezegd worden dat het belegend publiek in redelijkheid in het geheel niet met een uitleg van het recht als verdedigd door Uni-Invest rekening zou hebben moeten houden.

Vervolgens merkt de OK op dat, zelfs wanneer wordt uitgegaan van de uitleg van Uni-Invest, met recht de vraag gesteld kan worden of een bedrag dat thans is voorgesteld in redelijkheid aanvaardbaar is te achten. In het bijzonder kan ook de vraag worden gesteld of Homburg als bestuurder van Uni-Invest in dit verband voldoende de belangen van de – andere – aandeelhouders van Uni-Invest in acht heeft genomen, zoals hij als bestuurder behoort te doen.

Tot een toewijzing van het verzoek komt het echter niet. De OK acht van belang dat de tegenstrijdige belangen van Homburg door het bestuur en de RvC zijn onderkend en in de RvC van Uni-Invest een afweging is gemaakt tussen de – naar aannemelijk is te achten – door Homburg in zijn hoedanigheid van derdegerechtigde geformuleerde eisen enerzijds en de belangen van de – andere – aandeelhouders bij het plaatsvinden van een fusie anderzijds.⁴ Nu een afweging van de betrokken

4 Opvallend is dat de OK nog overweegt dat het feit dat de conflicterende belangen zijn onderkend ook is af te leiden uit de omstandigheid dat een van de leden van de RvC in de besluitvorming aanleiding heeft gezien zijn zetel ter beschikking te stellen (zie r.o. 3.9). Een dergelijk aftreden kan immers ook worden uitgelegd als bewijs dat er sprake was van onenigheid binnen de RvC waarbij er verregaande twijfel bestond bij een of meer commissarissen over de geoorloofdheid van de betaling. In dat kader is verder

belangen heeft plaatsgevonden, de RvC heeft mogen menen dat het fusiebesluit, ook in de huidige vorm, in het belang was van de vennootschap, de voor de fusie noodzakelijke medewerking van Homburg kennelijk slechts tegen een toedeling aan hem van een bedrag van € 154 miljoen tot stand kon komen – wat daarvan ook verder moge worden gedacht – en het uiteindelijk de aandeelhouders zelf moeten zijn die de afweging (hetzij geen fusie, hetzij een fusie inclusief afkoopsom) moeten maken,⁵ is de beslissing van de RvC en het bestuur om het onderhavige fusievoorstel te doen dan ook onvoldoende reden om thans reeds, op grond van het mogelijk buitenproportioneel zijn van het bedrag, een gegronde reden aanwezig te achten om te twijfelen aan een juist beleid van Uni-Invest.⁶

Ook het nalaten door Uni-Invest om nader uiteen te zetten op welke wijze en op welke grondslag tot het bedrag van € 154 miljoen is gekomen, leidt volgens de OK niet tot gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid. Daarbij is volgens de OK van belang dat het bedrag in niet mis te verstane woorden wordt vermeld, ter goedkeuring wordt voorgelegd aan de AVA en de AVA voor de beoordeling van het voorstel van belang zijnde inlichtingen kan vergaren.

De OK laat in de Uni-Invest-beschikking de beoordeling van de geoorloofdheid van de afkoopsom, of deze nu gezien moet worden als vergoeding voor ontmanteling of honorering, over aan de AVA. Haar rol is in de onderhavige kwestie een marginale. Volgens de OK is er voor haar slechts ruimte om vooraf in te grijpen wanneer voorshands duidelijk of te verwachten is dat de besluitvorming in de AVA in het licht van alle in aanmerking te nemen belangen in redelijkheid niet zou mogen plaatsvinden. Hiervan is in de onderhavige casus onvoldoende sprake, aldus de OK, waardoor alleen al op die grond het verzoek dient te worden afgewezen.⁷ Een belangrijke omstandigheid daarbij is dat de tegenstrijdige belangen van Homburg door het bestuur en de RvC zijn onderkend. Duidelijk is wel het standpunt van de OK dat een verzoek op meer dan enkel op grond van het mogelijk buitenproportioneel zijn van het te ontvangen bedrag, geënt moet zijn om voor toewijzing in aanmerking te komen.

opvallend dat de raad van commissarissen zelf vond dat het niet zijn taak was om te bepalen of de afkoopsom redelijk was. VastNed wil het betalen, dus is het redelijk, was zijn motivatie, zo schrijft de NRC over de verantwoording, afgelegd in de bava. Zie <https://www.volkskrant.nl/archief/fusie-uni-invest-en-vastned-van-de-baan~a549959/> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

5 Homburg bezat (indirect) circa 8% van de aandelen in Uni-Invest waardoor er voldoende ruimte was voor de andere aandeelhouders om tegen te stemmen.

6 Zie r.o. 3.13 e.v.

7 Zie r.o. 3.17 en 3.18 en vanaf 3.13.

Interessant is om te vermelden dat de fusie, mede door de hoge afkoopsom, uiteindelijk niet door is gegaan. De tweederde meerderheid in de bava van Uni-Invest werd weliswaar nipt gehaald, maar de aandeelhouders van VastNed stemden massaal tegen de fusie. Een reden voor Uni-Invest om ongeveer een jaar later aan te kondigen haar ‘beschermingsconstructie’ af te bouwen.⁸ De bestaande regeling omtrent de prioriteits aandelen zou ongewijzigd blijven. De golden parachute voor de Homburg Groep zou worden gemaximeerd op maximaal 7,5 miljoen aandelen met 30 januari 2003 als einddatum.⁹ De poison pill, ten slotte, zou helemaal komen te vervallen.

452. Vaststelling van en uitvoering geven aan de bezoldigingsovereenkomst

De OK heeft in een tweetal beschikkingen invulling gegeven aan de beleidsvrijheid van de raad van commissarissen van beursvennootschappen bij het vaststellen van en het uitvoering geven aan de bezoldigingsafspraken met een individuele bestuurder. In de Getronics-beschikking uit 2004 buigt de OK zich over dit vraagstuk naar aanleiding van het bezwaar van de VEB tegen de afvloeiingsregelingen die waren getroffen met bestuurders Van Voorst en Docter.¹⁰ Volgens de VEB staan deze afvloeiingsregelingen in geen enkele verhouding tot het door deze bestuurders gevoerde beleid, een beleid dat Getronics op de rand van het faillissement heeft gebracht. Getronics tracht de kritiek op deze afvloeiingsregelingen te pareren door te betogen dat deze regelingen gebaseerd zijn op afspraken die reeds ruim voor het aftreden van de bestuurders overeen zijn gekomen.

De OK maakt korte metten met dit verweer van Getronics. Volgens de OK gaat dat betoog er namelijk aan voorbij dat “het in strijd met de beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur kan zijn aan zodanige eerder gemaakte afspraken uitvoering te geven indien de beëindiging van de relatie met een bestuurder van een vennootschap (en het daardoor naar de letter genomen toepasselijk worden van een afvloeiingsregeling) haar grond vindt in gevoerd beleid dat de toets der kritiek niet kan doorstaan, althans daaraan uitvoering te geven zonder gedegen onderzoek – daaronder onder omstandigheden begrepen het voeren van een rechtsgeding – naar de vraag of en zo ja in hoeverre sprake is van rechtens afdwingbare gehoudenheid tot uitvoering daarvan.”¹¹ Volgens de OK komt daarbij mede gewicht toe aan de inhoud van de getroffen regeling, zulks in samenhang met de omstandigheden waaronder en het tijdstip waarop de afspraken zijn gemaakt. In het geval

8 Zie het artikel in de Financiële Telegraaf: Uni-Invest slikt ‘gifpil’ in, <http://krant.telegraaf.nl/krant/archief/20010331/teksten/fin.homburg.uni.invest.groep.html> (laatst bezocht op 5 augustus 2017).

9 Tegen de toenmalige koers was dat ongeveer f63 miljoen.

10 Hof Amsterdam (OK) 2 september 2004, *JOR* 2004/271 m.nt. M. Brink (Getronics).

11 Hof Amsterdam (OK) 2 september 2004, *JOR* 2004/271 m.nt. M. Brink, (Getronics), r.o. 3.38.

van Getronics oordeelt de OK echter dat er onvoldoende feiten en omstandigheden aannemelijk zijn geworden die leiden tot – een onderzoek daarnaar rechtvaardigende – twijfel aan de juistheid van het beleid van Getronics om de eerder gemaakte afspraken na te komen.

De omstandigheden van het geval geven in de Getronics-beschikking aldus geen aanleiding tot toewijzing van de verzoeken. Desalniettemin is opvallend de overweging van de OK dat onder bepaalde omstandigheden onderzoek moet worden gedaan, waaronder mogelijk zelfs het voeren van een rechtsgeding, om te bezien in hoeverre de vennootschap gehouden is om uitvoering te geven aan eerder gemaakte bezoldigingsafspraken. De OK lijkt hiermee de beleidsvrijheid van de vennootschap in te beperken.

De kritiek op deze overweging ziet voornamelijk op de onduidelijkheid die deze teweeg brengt voor de praktijk.¹² In de meeste gevallen zal immers op het moment waarop besloten moet worden om wel of niet afscheid te nemen van een bestuurder nog geen duidelijkheid bestaan over de vraag of er sprake is van omstandigheden op grond waarvan de vennootschap niet gehouden is tot naleving van de overeengekomen bezoldiging (op grond van bijvoorbeeld de artt. 6:262 BW of 6:248 lid 2 BW). Brink stelt in zijn noot bij de Getronics-beschikking dat de genoemde overweging van de OK aan zou kunnen zetten tot het voeren van rechtsgedingen om zeker te stellen dat achteraf geen verwijt kan worden gemaakt. Hij benadrukt dat het voeren van dergelijke rechtsgedingen in de praktijk lastig en veelal niet gewenst is. Het bevoegde orgaan binnen de vennootschap moet daarom in een voorkomend geval een eigen afweging (kunnen) maken.¹³

Ook is het interessant om deze overweging te leggen naast de hiervoor besproken Walt Disney-zaak waarin de General Counsel tot de conclusie komt dat ontbinding van de overeenkomst met Ovitz op grond van 'cause' niet mogelijk is, op grond waarvan Eisner vervolgens over gaat tot het geven van uitvoering aan de overeengekomen vertrekregeling. Zou de OK het onderzoek van de General Counsel voldoende achten of had een Walt-Disney in Nederland onder deze omstandigheden een rechtsgeding moeten starten?

Het zou niet lang duren voordat de OK nadere invulling zou geven aan de beleidsvrijheid van het orgaan dat een beslissing over het vaststellen van en het geven van uitvoering aan de bezoldigingsovereenkomst moet nemen. In de Ahold-beschikking¹⁴ van een paar maanden later wordt door de OK de toetsnorm gegeven voor het toekennen van een enquêteverzoek, waaruit een meer terughoudende rol van de OK naar voren komt, bij het aannemen van gegronde redenen om te twijfelen

12 Zie de annotatie van Brink, onder 5, bij Hof Amsterdam (OK) 2 september 2004, *JOR* 2004/271 (Getronics).

13 Annotatie Brink, onder 5, bij Hof Amsterdam (OK) 2 september 2004, *JOR* 2004/271 (Getronics).

14 Hof Amsterdam (OK) 6 januari 2005, *JOR* 2005/6 m.nt. Josephus Jitta (Ahold).

aan een juist beleid, wanneer het op de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen aankomt.

Na het uitbreken van het boekhoudschandaal bij Ahold, besluit zij om Anders Moberg aan te stellen als opvolger van de vertrokken CEO Cees van der Hoeven. De aanstelling van Moberg verloopt tumultueus vanwege onder meer het hoge beloningspakket dat hem in het vooruitzicht is gesteld, te midden van de malaise waarin Ahold zich bevindt. De VEB en enkele aandeelhouders zien in de gang van zaken aanleiding om een enquêteverzoek in te dienen bij de OK. Als gegronde reden om te twijfelen aan het beleid bij Ahold stellen VEB c.s. onder meer dat het door Moberg bedongen beloningspakket exorbitant is.

Daarnaast is aangevoerd dat (i) de informatie over het beloningspakket te laat (want pas in de algemene vergadering van aandeelhouders van 4 september 2003) is gegeven, (ii) Ahold ten onrechte weigert de prestatiecriteria voor de bonus bekend te maken, (iii) de arbeidsovereenkomst met Moberg gesloten had moeten worden op voorwaarde dat de algemene vergadering van aandeelhouders zou instemmen met diens benoeming tot voorzitter van de Raad van Bestuur (zodat, zo begrijpt de Ondernemingskamer dit verwijt, in geval van niet-benoeming de in de overeenkomst vervatte ontslagvergoeding niet zou gelden), (iv) Stichting Administratiekantoor Preferente Financierings Aandelen Ahold voor de algemene vergadering van aandeelhouders van 4 september 2003 een stemvolmacht heeft afgegeven zonder op de hoogte te zijn van het beloningspakket van Moberg en (althans zo begrijpt de Ondernemingskamer dit verwijt nader) de gevolmachtigde (de secretaris van de Raad van Bestuur) van die volmacht gebruik heeft gemaakt en (v) in strijd met de statuten Ahold slechts één kandidaat (Moberg) heeft voorgedragen voor benoeming op de desbetreffende post.¹⁵ Geen van deze bezwaren geven volgens de OK aanleiding tot gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid.¹⁶

De OK overweegt dat met betrekking tot de met een lid van een raad van bestuur gemaakte belonings- en andere afspraken terzake van zijn of haar werkzaamheden als lid van die raad geldt, dat in beginsel slechts aan de instantie die tot vaststelling van die voorwaarden bevoegd is (in casu: de RvC) ter beoordeling staat welke afspraken in het bewuste geval geëigend zijn, zulks met dien verstande dat die instantie vanzelfsprekend een eventueel goedkeuringsrecht van een andere instantie (zoals de AVA) met betrekking tot onderdelen van die afspraken heeft te eerbiedigen. Voor twijfel aan een juist beleid terzake is dan ook slechts plaats indien er “sprake is van afspraken die zodanig zijn dat (voorshands geoordeeld moet worden dat) daartoe in redelijkheid niet gekomen had kunnen komen.”¹⁷ In het onderhavi-

15 Hof Amsterdam (OK) 6 januari 2005, *JOR* 2005/6 m.nt. Josephus Jitta (Ahold), r.o. 3.63.

16 Hof Amsterdam (OK) 6 januari 2005, *JOR* 2005/6 m.nt. Josephus Jitta (Ahold), r.o. 3.64 t/m 3.69.

17 Hof Amsterdam (OK) 6 januari 2005, *JOR* 2005/6 m.nt. Josephus Jitta (Ahold), r.o. 3.66.

ge geval was daarvan naar het oordeel van de OK geen sprake, mede gelet op de uitzonderlijk moeilijke situatie waarin Ahold zich bevond.

Volgens de OK voldoet ook de overeengekomen vergoeding die Moberg zou ontvangen indien hij niet benoemd zou worden. De OK overweegt hierover, dat denkbaar is dat anders gedacht zou moeten worden over de kennelijk met Moberg gemaakte afspraak dat, indien de AVA niet tot zijn benoeming zou beslissen, hem de overeengekomen ontslagvergoeding – toen nog, kort gezegd, twee jaarsalarissen plus de gegarandeerde bonus – zou toekomen, in die zin dat te verdedigen valt dat voor dat specifieke geval een van de kennelijk in algemene zin geformuleerde ontslagvergoeding (neerwaarts) afwijkende vergoeding passender was geweest. Maar daarmee is nog niet gezegd dat een zodanige afspraak destijds ook een reële mogelijkheid was. Moberg liep inderdaad de kans op een aanmerkelijke reputatieschade en hoeveel voor de mogelijke verwerking van die kans betaald moet worden hangt af van de onderhandelingsposities van de onderhandelende partijen, waarbij van belang is te onderkennen dat Ahold zich ten opzichte van Moberg in de ‘vragende’ positie bevond. Dat voor Moberg niet bespreekbaar was dat de arbeidsovereenkomst zonder meer zou eindigen als de benoeming niet tot stand kwam – zoals verzoekers in feite, met hun ontbindende voorwaarde voor dat geval, als wenselijk verdedigen – komt de OK zonder meer aannemelijk voor. Alles bijeengenomen ziet de OK ook hier geen reden aan een juist beleid te twijfelen, hetgeen overigens niet wegneemt – zo vervolgt de OK – dat onderkend moet worden dat het in de onderhandelingen met Moberg bereikte resultaat de AVA erg weinig ruimte bood tot een andere beslissing te komen dan diens benoeming goed te keuren.

VEB c.s. maken Ahold verder nog het verwijt dat Ahold heeft nagelaten om de uitvoering van de afvloeiingsregelingen met voormalige bestuurders (waaronder in het bijzonder werd bedoeld op Van der Hoeven en Meurs) op te schorten. Ahold respondeert op dat verwijt met een uitvoerige toelichting op de met Van der Hoeven en Meurs gemaakte afspraken (uitmondend in beëindiging van de beide arbeidsovereenkomsten per 10 maart 2003), waarbij zij erop wijst dat tot die afspraken niet behoren enigerlei beëindigingsvergoeding of ontslagvergoeding.¹⁸

De OK overweegt hierover dat Ahold een externe juridisch adviseur heeft ingeschakeld om te bewerkstelligen dat op zo kort mogelijke termijn de arbeidsovereenkomsten met Van der Hoeven en Meurs tot een einde zouden komen (welk doel door verzoekers, naar de OK aanneemt, werd en wordt onderschreven en ook is bereikt, nu de arbeidsovereenkomsten per 10 maart 2003 zijn beëindigd). Ahold mocht ervan uitgaan dat haar belangen daarmee in goede handen zouden zijn en het is de OK overigens ook niet gebleken dat zulks in feite anders heeft gelegen. Het feit dat er, zoals door verzoekers is gesteld, ‘mogelijk’ voldoende grondslag

18 Overeengekomen was dat, als Van der Hoeven en Meurs van oordeel zouden zijn dat hun een ontslagvergoeding toekomt (hetgeen Ahold betwist), dit geschil door middel van arbitrage berecht zal worden. Hof Amsterdam (OK) 6 januari 2005, *JOR* 2005/6, m.nt. Josephus Jitta (Ahold), r.o. 3.71.

was geweest voor een ontslag op staande voet en dat in een dergelijk geval ‘in het geheel geen vergoeding’ verschuldigd zou zijn geweest, zegt volgens de OK niets over het door Ahold terzake bereikte onderhandelingsresultaat. Andere mogelijkheden zijn, zeker in juridische geschillen, veelal denkbaar. Waar het om gaat is of gemaakte keuzes verdedigbaar zijn en daarvan is hier, naar het oordeel van de OK, zonder meer sprake.¹⁹

Een derde onderwerp dat ter beoordeling voorligt, heeft te maken met het beleid bij Ahold om over te gaan tot terugvordering van ten onrechte uitgekeerde bonussen. Ahold heeft, na het inwinnen van advies van twee externe juridisch adviseurs, besloten om (als gevolg van de herziening van de cijfers) te veel betaalde bonussen van bestuurders terug te vorderen, voor zover betrekking hebbend op de jaren 2000 en 2001. Over 1998 en 1999 zouden geen bonussen teruggevorderd worden, omdat het over die jaren slechts om een relatief gering bedrag gaat (volgens Ahold in totaal €83.877). Het teveel betaalde over 2000 en 2001 zou worden verrekend met de aanspraken van de desbetreffende bestuurders op de bonus over 2002, aldus Ahold. Ook in deze aanpak, die in beginsel tot de beleidsvrijheid van Ahold behoort, ziet de OK geen reden voor twijfel aan een juist beleid.²⁰

De OK kiest in de Ahold-beschikking aldus voor een grote mate van terughoudendheid, waarbij de toetsnorm is of de gemaakte keuzes verdedigbaar zijn, met dien verstande dat er voor toewijzing van een enquêteverzoek sprake moet zijn van afspraken die zodanig zijn dat daartoe in redelijkheid niet gekomen had kunnen komen. De ruime beleidsvrijheid van de vennootschap, die na Getronics een deuk leek te hebben opgelopen, is daarmee weer enigszins hersteld.

Dat deze ruime mate van beleidsvrijheid die de OK laat aan de vennootschap bij het vormgeven van en uitvoering geven aan de bezoldiging niet onbeperkt is, volgt uit de PCM-beschikking. Hoewel deze beschikking ziet op de deelname van een private equity partij in een niet-beursgenoteerde vennootschap, geven de overwegingen van de OK ten aanzien van de managementparticipatieregeling enig inzicht in deze grenzen.

19 Hof Amsterdam (OK) 6 januari 2005, *JOR* 2005/6 m.nt. Josephus Jitta (Ahold) r.o. 3.70 e.v. Daarbij merkt de OK nog op dat de door verzoekers bedoelde optie ongetwijfeld zou hebben geleid tot langdurige – publiciteitsgevoelige – juridische geschillen, met een zeer onzekere uitkomst. Het betoog dat Ahold eerst afspraken met Van der Hoeven en Meurs had mogen maken nadat de lopende onderzoeken waren afgerond en dan nog slechts na het horen van de algemene vergadering van aandeelhouders kan niet als juist worden aanvaard.

20 Hof Amsterdam (OK) 6 januari 2005, *JOR* 2005/6 m.nt. Josephus Jitta (Ahold), r.o. 3.73. Met name kan Ahold, nu verzoekers het door haar genoemde, voor de jaren 1998 en 1999 daarmee gemoeide bedrag niet hebben betwist, haar beleid ter zake van de terugvordering van bonussen beperken tot de jaren 2000 en 2001.

In de PCM-beschikking speelt het volgende. PCM Uitgevers B.V. (hierna: PCM), uitgever van dagbladen en boeken, is tot 2004 in handen van drie institutionele aandeelhouders (35%) en drie stichtingen: Stichting Democratie en Media (57,4%), Stichting de Volkskrant (5,8%) en Stichting ter Bevordering van de Christelijke Pers in Nederland (1,8%) (hierna: de Stichtingen). De Stichtingen houden gewone aandelen, de drie institutionele aandeelhouders cumulatief preferente aandelen. Afgesproken is dat PCM de cumulatief preferente aandelen begin 2006 zou inkopen. Zou PCM hier niet voor 1 mei 2006 toe overgaan, dan zouden de institutionele aandeelhouders een extra winstrecht krijgen. Ook zouden zij vanaf dat moment de cumulatief preferente aandelen vrijelijk mogen overdragen.

Rond 2003 wordt besloten om de – eerder aangenomen – strategie van basisverbreiding te combineren met een inkoop van de cumulatieve preferente aandelen van de drie institutionele aandeelhouders. Om dit te bewerkstelligen treedt de Engelse private equity partij APAX Partners Ltd. via APAX Investments (hierna: gezamenlijk APAX) toe tot de kring van aandeelhouders. De transactie wordt gegoten in de vorm van een leveraged buy-out (hierna: LBO), waarbij de financiering, rentelasten en kosten zo veel mogelijk voor rekening van PCM zouden komen. Voor deze LBO wordt PCM Holding aangetrokken. APAX verwerft 52,5% van de aandelen in PCM Holding terwijl de rest in het bezit komt van de Stichtingen.

Op voorstel van APAX wordt ook een managementparticipatieregeling opgezet voor zestig leden van het (hoger) management van PCM. Van de 60 leden kiezen uiteindelijk 27 leden van het (hoger) management ervoor om, door middel van Stichting Administratiekantoor PCM Investments (hierna: STAK PCM), en via APAX, voor ongeveer 5% tegen uiterst gunstige voorwaarden te participeren in PCM Holding. De beëindiging van de managementparticipatieregeling is gekoppeld aan een eventuele uittreding van APAX.

Drie jaar na toetreding – op 26 maart 2007 – verkopen APAX en STAK PCM hun belang in PCM Holding aan Stichting Democratie en Media. APAX realiseert daarmee een rendement van ongeveer € 130 miljoen op haar investering van circa € 140 miljoen.

De Nederlandse Vereniging van Journalisten en FNV Kiem besluiten een enquêteverzoek in te dienen die moet zien op de gehele periode van 2004 tot en met 2007. De OK wijst dit verzoek toe, waarbij de OK nadrukkelijk bepaalt dat het onderzoek mede de managementparticipatieregeling en de wijze van haar totstandkoming dient te betreffen.²¹ Volgens de OK bestaat daartoe des te meer reden, nu deze regeling een negatieve invloed heeft gehad op de opvattingen van de werknemers over de aandeelhouders en het topmanagement. Mede in verband met het feit dat in de door PCM uitgegeven dagbladen met regelmaat het gebrek aan transparantie in het bedrijfsleven en de (semi)overheid aan de kaak wordt

21 Hof Amsterdam (OK) 10 januari 2008, *JOR* 2008/39 m.nt. Brink (PCM), r.o. 3.25.

gesteld waar het gaat om de openbaarheid en de rechtvaardiging van de hoogte en de samenstelling van beloningsarrangementen van het topmanagement, kan met recht de vraag worden gesteld of het vennootschappelijk belang van PCM ermee was gediend dat de managementparticipatieregeling werd geïntroduceerd. Het verweer van PCM Holding en PCM, dat in wezen slechts ziet op de techniek van de regeling en de oorzaak van de omvang van de voordelen die toekwamen aan degenen die aan de regeling deelnamen, gaat naar het oordeel van de OK voorbij aan de bezwaren die door verzoeksters te dezen zijn opgeworpen.

Op grond van het uitgevoerde onderzoek komt de OK tot de slotsom dat de gang van zaken bij PCM gekwalificeerd moet worden als wanbeleid. Volgens de OK heeft ook de (vorm van de) managementparticipatieregeling bijgedragen aan het oordeel dat de transactie met APAX van onverantwoord ondernemerschap getuigt.²² Daarbij dient te worden bedacht dat de introductie door de private equity investeerder van een managementparticipatieregeling als de onderhavige, erop gericht pleegt te zijn de belangen van het management en de private equity investeerder zoveel mogelijk parallel te laten lopen en het management ertoe te prikkelen om ten behoeve van die investeerder (en zichzelf) een maximale waardecreatie tot stand te brengen. Een dergelijke managementparticipatieregeling, hoewel op zich geen ongebruikelijk instrument, houdt naar haar aard het risico van tegenstrijdige belangen in, waar zij immers het gevaar in zich draagt dat de belangen van leden van het management als privé-investeerder de voorrang krijgen boven het door hen te dienen belang van de vennootschap en het maatschappelijk functioneren van de vennootschap op langere termijn. Het risico van tegenstrijdige belangen klemmt in het onderhavige geval te meer, gelet op de aard van de onderneming – die immers onder meer het uitgeven van kranten en daarmee het versterken van het publieke debat over ontwikkelingen in de samenleving, tot haar activiteiten rekent – en de ideële doelstellingen van de Stichtingen. In dit kader speelde mee, dat de participatie zo was geconstrueerd dat de opbrengst voor het management niet gerelateerd was aan de prestatie van de onderneming, maar aan de exit-prijs voor de private equity investeerder.²³

De OK overweegt verder dat de managementparticipatieregeling in de periode na de LBO door haar gevolgen een bron van misnoegen binnen de onderneming van PCM zou worden.²⁴ Het disproportionele gevolg dat de managementparticipatieregeling had voor de beloningsverhoudingen heeft de (persoonlijke en zakelijke) verhoudingen binnen de onderneming van PCM ernstig verstoord, te meer nu slechts een deel van de in aanmerking komende personen aan de managementregeling

22 Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, *JOR* 2010/189 m.nt. T. Stevens (PCM), r.o. 3.16.

23 Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, *JOR* 2010/189 m.nt. T. Stevens (PCM), r.o. 3.17.

24 Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, *JOR* 2010/189 m.nt. T. Stevens (PCM), r.o. 3.18.

deelnam. Volgens de OK is niet gebleken dat de deelnemers aan de besluitvorming die tot de LBO heeft geleid, zich rekenschap hebben gegeven van deze mogelijke effecten van de managementparticipatieregeling.

Zo ontbreekt, naar de onderzoekers hebben vastgesteld, een deugdelijke analyse waaruit volgt dat de gehanteerde ‘envy-factor’ in de gegeven omstandigheden redelijk was. Voorts is er geen aanwijzing dat de mogelijkheid onder ogen is gezien dat APAX haar participatie zou beëindigen op zo korte termijn als zij heeft gedaan, respectievelijk tegen een relatief hoge waarde die haar uiteindelijk werd geboden, terwijl evenmin enige maximering is aangebracht. Naar het oordeel van de Ondernemingskamer had het in het bijzonder op de weg van de raad van commissarissen gelegen deze thema’s in het kader van de introductie van de managementparticipatieregeling aan de orde te stellen.

Onder deze deelnemers vallen de raad van commissarissen, het bestuur en de (huidige en toekomstige) aandeelhouders. Zo oordeelt de OK dat de raad van commissarissen zich er rekenschap van had dienen te geven – en APAX en het bestuur van PCM moeten voorhouden – dat een participatieregeling als de onderhavige in een krantenbedrijf welhaast onvermijdelijk tot grote spanning en reputatieschade zou leiden. Voorts hadden de leden van het bestuur van PCM zich naar het oordeel van de OK moeten realiseren dat deelname aan de participatieregeling binnen het bedrijf waaraan zij leiding gaven aanleiding zou kunnen geven tot ernstige twijfel over hun eigen integriteit bij de afweging van (de van tijd tot tijd bij de onderneming betrokken) belangen en om die reden introductie van de onderhavige regeling ten stelligste dienen te ontraden. Bovendien hadden de Stichtingen in hun hoedanigheid van aandeelhouder bij het uitoefenen van hun aandeelhoudersrechten – ook ter zake van de introductie van de participatieregeling – acht moeten slaan op de hiervoor aangeduide vennootschappelijke belangen. Ten slotte gold het voorgaande mutatis mutandis evenzeer voor APAX zodra zij zich had voorgenomen als aandeelhouder toe te treden op de wijze zoals zij heeft gedaan.

Naast de vormgeving van de managementparticipatieregeling is ook onvoldoende acht geslagen op meervermelde vennootschappelijke belangen bij de invulling ervan, aldus de OK.²⁵ Daarbij wijst de OK op het vaststellen van de prijs van de certificaten van twee bestuurders die pas in 2006 toetraden tot het bestuur. De prijs voor deze certificaten werd pas vastgesteld op een moment dat er al onderhandelingen werden gevoerd tussen Stichting Democratie en Media en APAX over een uittrekking van deze laatste. De remuneratiecommissie heeft ondanks deze omstandigheid alsnog besloten om het aandelendeel van de certificaten om niet aan Aan de Stegge en Alberdingk Thijm toe te kennen. De OK overweegt hierover dat de leden van de remuneratiecommissie op dat moment wisten dat, als Stichting Democratie

25 Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, *JOR* 2010/189 m.nt. T. Stevens (PCM), r.o. 3.20.

en Media en APAX alsnog overeenstemming zouden bereiken over de koopprijs van de aandelen, bestuurders Aan de Stegge en Alberdingk Thijm voor dit aandeel van de certificaten een enorm bedrag zouden ontvangen. De leden van de remuneratiecommissie hebben naar het oordeel van de onderzoekers ten onrechte niet bij deze consequenties stilgestaan. De OK concludeert in de PCM-beschikking dan ook dat (ook) de (vorm en de uitvoering van de) managementparticipatieregeling heeft bijgedragen aan het handelen in strijd met verantwoord ondernemerschap.²⁶

Een tweede bezoldigingsonderdeel dat de toets der kritiek niet kan doorstaan, heeft te maken met de uitkering van een extra bonus aan bestuurder Bouwman. In 2002 is overeengekomen dat de bonus van Bouwman over het jaar 2005 nog een extra keer wordt uitgekeerd als er belangrijke en significante stappen zijn gezet in de implementatie van de in 2002 overeengekomen strategie van basisverbreding. Wanneer in het kader van de beëindiging van de arbeidsovereenkomst met Bouwman een vaststellingsovereenkomst wordt gesloten, wordt in deze overeenkomst opgenomen dat de bonus van Bouwman over 2005 wordt verdubbeld. Als reden voor de verdubbeling geeft de remuneratiecommissie aan dat Bouwman alle specifieke doelstellingen heeft gehaald. De onderzoekers noemen dit besluit opmerkelijk, omdat van het zetten van belangrijke en significante stappen in de implementatie van de in 2002 overeengekomen strategie, op het moment dat de vaststellingsovereenkomst in april 2006 werd gesloten, nu juist in het geheel geen sprake was. Het onder deze omstandigheden niettemin uitbetalen van die bonus kwalificeren verzoeksters als een vorm van wanbeleid. De OK laat in het midden of hier sprake is van het uitbetalen van een bonus waarop op grond van contractuele afspraken geen aanspraak gemaakt kan worden. Volgens de OK draagt het eenvoudigweg uitbetalen van die bonus, tegen de achtergrond van alle overige feiten en omstandigheden, bij tot het oordeel dat het ondernemingsbeleid op het punt van de governance tekort is geschoten.²⁷ Een zelfstandige grond voor het aannemen van wanbeleid lijkt de OK hierin dus niet (direct) te zien.

De terughoudende rol van de OK bij het beoordelen van het geven van uitvoering aan reeds overeengekomen vertrekvergoedingen wordt wel bevestigd in de PCM-beschikking. Onderdeel van het verzoek om na onderzoek vast te stellen dat er sprake was van wanbeleid zijn ook de vertrekvergoedingen van met name voormalig bestuurders Knapen, Bouwman en Albertink Thijm. Volgens verzoekster zijn deze afvloeiingsregelingen bovenmatig. De OK benadrukt in de PCM-beschikking dat enkel de hoogte van een beloning in geen geval de conclusie kan recht-

26 Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, *JOR* 2010/189 m.nt. T. Stevens (PCM), r.o. 3.21. In de Walt Disney-zaak leverde een soortgelijke situatie geen reden op om de business judgment rule opzij te zetten. Daar werd de termijn van Ovitz verlengd met drie jaar op een moment dat de rest van de board of directors weet dat Ovitz ontslagen zal worden.

27 Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, *JOR* 2010/189 m.nt. T. Stevens (PCM), r.o. 3.28/3.29.

vaardigen dat er sprake is van onverantwoord ondernemerschap: “Aan de hoogte van de beloningen kan op zichzelf en zonder meer niet een argument worden ontleend voor het constateren van wanbeleid.” De OK oordeelt dat, gemeten aan de norm dat geen redelijk denkend ondernemer de onderhavige beloningen zou hebben uitbetaald, in ieder geval naar de destijds daarover geldende opvattingen, niet kan worden gezegd dat de gevolgde handelwijze in strijd was met verantwoord ondernemerschap.²⁸ Ook de enkele omstandigheid dat bepaalde beloningsafspraken in strijd zijn met de Corporate Governance Code, is volgens de OK onvoldoende om (het maken van of uitvoering geven aan) die afspraken als wanbeleid aan te merken.²⁹

Resumerend volgt uit de PCM-beschikking dat de wijze waarop de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders geschiedt onder omstandigheden aanleiding kan geven tot het gelasten van een onderzoek en het oordeel dat er sprake is van wanbeleid. Daarbij is voornamelijk van belang de mate waarin bij de vaststelling en vormgeving van de bezoldigingsafspraken rekenschap is gegeven van de belangen van de vennootschap en de bij de vennootschap betrokkenen. In het verlengde daarvan volgt uit deze beschikking dat bij het uitvoering geven aan een bestaande regeling eveneens rekening moet worden gehouden met eventuele op handen zijnde ingrijpende veranderingen van de huidige omstandigheden, zoals in casu de wetenschap bij de remuneratiecommissie dat een uittreding van APAX aanstaande was.

Een andere observatie heeft te maken met het onderscheid tussen het bezoldigingsbeleid en de individuele bezoldiging. In de PCM-beschikking betreft de OK bij de beoordeling van de managementparticipatieregeling nadrukkelijk de invloed van deze bezoldigingsafspraken op het functioneren van de onderneming. Een dergelijke regeling wordt niet ten principale verworpen door de OK, maar zij benadrukt wel dat een dergelijke regeling naar haar aard het risico van tegenstrijdige belangen inhoudt. Het is denkbaar dat de OK eenzelfde oordeel velt over gelijksoortige regelingen die het gevaar in zich dragen dat de belangen van bestuurders in privé de voorrang krijgen boven het door hen te dienen belang van de vennootschap.³⁰ Daarbij dient uiteraard wel de kanttekening geplaatst te worden dat in de PCM-beschikking de aard van de onderneming en de ideële doelstellingen van de Stichtingen een belangrijke rol speelden in de beslissingen van de OK.

In de PCM-beschikking wordt verder wederom bevestigd, dat aan de hoogte van de beloningen op zichzelf niet zonder meer een argument kan worden ontleend voor het constateren van wanbeleid. Dat een individuele bezoldiging daartoe ook

28 Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, *JOR* 2010/189 m.nt. T. Stevens (PCM), r.o. 3.40.

29 De vertrekregeling van ongeveer vijfmaal het jaarsalaris was volgens verzoeksters strijdig met Principe II.2 van de Code 2008 waarin was bepaald dat de hoogte van een ontslagvergoeding voor een bestuurder niet meer bedraagt dan eenmaal het jaarsalaris, tenzij dit in de omstandigheden van het geval kennelijk onredelijk is.

30 In soortgelijke zin Van Slooten 2016, p. 347.

niet snel aanleiding zal geven, blijkt uit de (hoge) norm die de OK hanteert, namelijk dat daarvoor sprake moet zijn van een bezoldiging die geen redelijk denkend ondernemer zou hebben uitbetaald.

453. Gebeurtenis gedreven tussentijdse wijzigingen van de bezoldiging

Opvallend is dat de OK een strengere houding lijkt aan te nemen wanneer het gaat om gebeurtenis gedreven wijzigingen van de bezoldigingsovereenkomst van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen. Van een dergelijk geval is sprake in de RNA-beschikking waarin de OK ingaat op de vraag wanneer een wijziging van de bezoldiging vanwege een (potentiële) invloedrijke gebeurtenis gerechtvaardigd is. In casu betrof het de wijziging van de change-in-controlbepalingen in de (arbeids)overeenkomsten van bestuursleden van Rodamco North America N.V. (hierna: RNA) vanwege een op handen zijnde overname van RNA door Westfield European Investments Pty Limited (hierna: Westfield). Op 24 augustus 2001 verwerft Westfield een belang van 23,9% in RNA. Wanneer vervolgens gesprekken tussen Westfield en RNA over een verregaande samenwerking op niets uitlopen, verzoekt Westfield op 3 september 2001 aan RNA om een buitengewone vergadering van aandeelhouders bijeen te roepen, waarin onder meer zou moeten worden beraadslaagd en besloten over het ontslag van de bestuurders en commissarissen en van gedachten moet worden gewisseld over het toekomstige beleid van RNA. RNA geeft aan dit verzoek geen gehoor en gaat in september 2001 over tot het oprichten en activeren van enkele beschermingsconstructies. Zo richt RNA een stichting op waaraan RNA 14.7 miljoen gewone aandelen uitgeeft tegen nominale waarde. Ook verleent RNA aan de stichting een optie om tot een maximum van 41.2% van het totaal geplaatst kapitaal aandelen RNA te verwerven. Daarnaast wordt een tweede stichting opgericht, die tot doel heeft de belangen van aandeelhouders in RNA te behartigen. RNA verleent aan deze stichting financiële steun. Naast vorenstaande maatregelen besluit RNA eveneens de (arbeids-)overeenkomsten met haar bestuursleden te wijzigingen, (onder meer) door de omschrijving van de change-in-controlbepalingen te verruimen. Westfield dient vervolgens op 8 oktober 2001 een verzoek in bij de OK om een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken van RNA, waaronder het oprichten en activeren van de verschillende beschermingsconstructies. De VEB voegt zich aan de zijde van Westfield. De OK heeft het verzoek van Westfield en de VEB ingewilligd bij beschikking van 16 oktober 2001.³¹

Op 14 januari 2002 kondigt RNA aan dat zij alsnog een overeenkomst gesloten heeft met Westfield en twee andere partijen op grond waarvan deze laatste drie

31 Hof Amsterdam (OK) 16 oktober 2001, *JOR* 2001, 251 m.nt. Blanco Fernández (RNA).

partijen gezamenlijk RNA verwerven door middel van een aankoop van de activa van RNA tegen betaling in contanten, gevolgd door een uitkering van de opbrengst van de aandeelhouders van RNA en liquidatie van RNA.

Het onderzoeksverslag wordt op 12 februari 2002 ter griffie gedeponneerd. In dat verslag stellen de onderzoekers onder meer dat de uitbreiding van de in de arbeidsovereenkomsten van de bestuursleden opgenomen change-in-controlbepalingen, gemeten aan Nederlandse opvattingen, buitengewoon royaal zijn. Op grond van het onderzoeksverslag besluit de VEB vervolgens het verzoek te doen aan de OK om vast te stellen dat er sprake is (geweest) van wanbeleid bij RNA.

In de beschikking van 22 maart 2002 overweegt de OK, dat een verruiming van de positie van de bestuursleden bij een change-in-control over het algemeen een aanvaardbare maatregel ter bescherming van de belangen van deze bestuurders is. Een dergelijke wijziging kan ervoor zorgen dat voor de vennootschap belangrijke personen niet besluiten voortijdig te vertrekken vanwege de onrust die een potentiële overname met zich meebrengt. De OK introduceert vervolgens wel een proportionaliteits eis.³² De wijziging dient proportioneel te zijn aan het daarmee te bereiken – aanvaardbare – doel, zowel in de verhouding tot de bieder (in casu: Westfield) als in de verhouding tot de gezamenlijke aandeelhouders.

Jegens Westfield als bieder is de maatregel disproportioneel, wanneer deze als poison pill kan worden aangemerkt. Volgens de OK is in de onderhavige casus hiervan geen sprake. Jegens de gezamenlijke aandeelhouders – waaronder Westfield – is de maatregel disproportioneel, wanneer die geen grond vindt in redelijke, met de change-in-controlbepalingen te bereiken, doelen. Van een dergelijke disproportionele wijziging is volgens de OK sprake, wanneer de wijziging van de change-in-controlbepalingen leiden tot een ongerechtvaardigde verrijking van de bestuursleden zonder nut voor de vennootschap. De OK oordeelt dat in dit licht bezien de wijzigingen in onderhavige casus verder gaan dan noodzakelijk is voor het waarborgen van de continuïteit van de bedrijfsvoering.³³ Daarbij speelt in het bijzonder mee dat de besluitvorming gebrekkig is geweest doordat het bestuur de RvC onjuist heeft voorgelicht over de wijzigingen. De RvC heeft zich op zijn beurt onvoldoende voorbereid op de eigen besluitvorming. Het gehele besluitvormingsproces kwalifi-

32 Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, *JOR* 2002, 82, m.nt. Van den Ingh (RNA) r.o. 3.29.

33 Deze overweging heeft veel weg van de overweging van rechter Coleman dat van ‘waste’ sprake is in het geval van: “a failure to relate the amount of compensation to the needs of the particular situation by any recognized business practices, honestly, even though unwisely adopted, – namely, the result of bad faith, or of a total neglect of or indifference to such practices. *McQuillen v. National Cash Register*, 27 F. Supp. 639, 653, May 4, (D. Md 1939).

ceert de OK als wanbeleid, hetgeen leidt tot het treffen van een voorziening.³⁴ De OK vernietigt de besluiten die ten grondslag liggen aan de wijziging van de change-in-controlbepalingen. De OK overweegt vervolgens dat het bestuur de gevolgen van deze vernietiging te regelen heeft. Zij acht dit orgaan daartoe beter geschikt omdat zij zelf niet over voldoende inzicht beschikt in de huidige situatie van RNA en van degenen die bij de betreffende overeenkomsten belang hebben.

De Hoge Raad laat het oordeel van de OK over de gewijzigde arbeidsovereenkomsten van de bestuurders in stand.³⁵ Volgens de Hoge Raad heeft de OK tot het oordeel kunnen komen dat de (materiële) wijzigingen van de change-in-controlbepalingen geen rechtvaardiging vinden in redelijkerwijs met bedoelde clausules te bereiken doelen, omdat zij aanzienlijk verder gaan dan noodzakelijk kan worden geacht voor het waarborgen van de continuïteit van de bedrijfsvoering en het niet aannemelijk is dat een dergelijke ruimhartige toepassing van ‘completion payments’ bij een change-in-control naar Amerikaanse maatstaven gebruikelijk is. Daarnaast stelt de Hoge Raad vast dat de OK de besluitvorming over de wijzigingen van de overeenkomsten heeft onderzocht en deze gebrekkig heeft geoordeeld, waarna zij tot de conclusie kwam dat de raad van bestuur en de raad van commissarissen op een wijze die in strijd is met elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap besluiten hebben voorbereid, onderscheidenlijk genomen, die de mogelijkheid in zich droegen dat ten detrimente van de aandeelhouders op disproportionele wijze voordelen zouden – kunnen – toekomen aan de leden van de raad van bestuur van RNA. Dat deze mogelijke voordelen voor rekening komen van de kopers, kan daaraan naar het oordeel van de OK niet afdoen, omdat zulks geen factor in de besluitvorming is geweest.

De Hoge Raad overweegt derhalve dat in het oordeel van de OK besloten ligt dat de door haar afgekeurde handelwijze van RNA ernstig verwijtbaar is en daarom de kwalificatie ‘wanbeleid’ verdient. In het verlengde hiervan overweegt de Hoge Raad dat voor de beslissing, dat van wanbeleid is gebleken, niet noodzakelijk is dat komt vast te staan dat het besluit ook daadwerkelijk tot nadelige gevolgen heeft geleid. Voldoende kan zijn, zoals de OK hier kennelijk heeft aangenomen, dat het besluit mogelijk tot nadelige gevolgen had kunnen leiden. Het cassatieberoep wordt verworpen.

454. Het bezoldigingsbeleid van de OK

Wanneer voornoemde beschikkingen in samenhang worden gezien, dan volgt de hoofdregel voor een beoordeling van de bezoldiging van bestuurders van beursgeno-

34 Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, *JOR* 2002, 82, m.nt. Van den Ingh (RNA) r.o. 3.39-3.45.

35 HR 18 april 2003, *JOR* 2003, 110, m.nt. Blanco Fernández (RNA).

teerde vennootschappen uit de Ahold-beschikking. De OK overweegt daarin dat met betrekking tot de met een lid van een raad van bestuur gemaakte belonings- en andere afspraken terzake van zijn of haar werkzaamheden als lid van die raad, geldt dat in beginsel slechts aan de instantie die tot vaststelling van die voorwaarden bevoegd is, ter beoordeling staat welke afspraken in het bewuste geval geëigend zijn, zulks met dien verstande dat die instantie vanzelfsprekend een eventueel goedkeuringsrecht van een andere instantie (zoals de AVA) met betrekking tot onderdelen van die afspraken, heeft te eerbiedigen. Terughoudendheid bij de inhoudelijke beoordeling van de bezoldiging door de OK is derhalve op zijn plaats.

Voor gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid is slechts plaats, indien er sprake is van afspraken die zodanig zijn dat (voorshands geoordeeld moet worden dat) daartoe in redelijkheid niet gekomen had kunnen komen. Daarbij dient opgemerkt te worden dat er geen ruimte is om tot toetsing te komen van een bepaalde bezoldiging, enkel gebaseerd op het feit dat de omvang van deze bezoldiging buitenproportioneel is, zoals blijkt uit de Uni-Invest- en de PCM-beschikking. Aan de hoogte van de beloningen kan op zichzelf niet zonder meer een argument worden ontleend voor het constateren van wanbeleid.³⁶

De aandacht van de OK gaat primair uit naar het besluitvormingsproces omtrent de gewraakte bezoldiging. De kernvraag lijkt in dat kader te zijn of er sprake is geweest van een zorgvuldige belangenafweging bij het vaststellen, toekennen en/of uitkeren van de bezoldiging.³⁷ Bij beantwoording van deze vraag is een tweetrapsraket te ontwaren. De eerste trap heeft te maken met de vraag of het (bevoegde) orgaan dat het besluit genomen heeft voldoende en juist geïnformeerd was en ook overigens de regels voor de totstandkoming in acht heeft genomen. De aandacht

36 Zie in gelijke zin rechter Collins in 1941: “Here, the plaintiffs proffered no testimony whatever in support of their charge of waste. The figures, they reason, speak for themselves, and the defendants must justify them. The figures do speak, but just what do they say as matter of equity? They are immense, staggeringly so. Even so, is that enough to compel the substitution of the Court’s judgment for that of the stockholders?” *Heller v. Boylan*, 29 N.Y.S.2d 653, 671 (N.Y. Misc. (Sup. Ct.) 1941).

37 Zo blijkt uit de PCM-beschikking dat de verschillende deelnemers zich te weinig of geen rekenschap hadden gegeven van de bij de vennootschap betrokken belangen. In dit kader dient ook voornoemde overweging uit de Getronics-beschikking geplaatst te worden. Het is als onzorgvuldig aan te merken om een beloningsafpraak na te komen zonder eerst te onderzoeken of men daartoe, gegeven de omstandigheden, juridisch gehouden is. Leidt dat onderzoek niet tot de evidente uitkomst dat die gehoudenheid ontbreekt, dan heeft de vennootschap een grote beleidsvrijheid bij haar keuze om tot nakoming over te gaan. Van Slooten 2016, p. 346.

gaat daarbij in het bijzonder uit naar de vraag of eventuele tegenstrijdige belangen voldoende zijn onderkend en adequaat zijn geadresseerd.³⁸

In het kader van de vraag of tegenstrijdige belangen voldoende zijn onderkend en geadresseerd in relatie tot de bezoldiging van bestuurders is nog interessant de beschikking uit 2008 inzake ABN AMRO. De OK oordeelde daar over de vraag of bestuur en raad van commissarissen voldoende waarborgen hebben getroffen ter vermindering van mogelijke belangenvermenging, gelet op hun financiële belangen in ABN AMRO. De OK overweegt in deze beschikking dat geen rechtsregel voorschrijft, dat bestuurders of commissarissen met financiële belangen in de vennootschap waarbij zij werkzaam zijn, niet mogen deelnemen aan fusiebesprekingen. Evenmin schrijft enige rechtsregel voor, dat het hebben van bedoelde financiële belangen verhindert dat bestuur en raad van commissarissen beslissingen nemen van strategische aard waarvan fusiebesprekingen het gevolg zijn. Niet is gesteld of gebleken dat bestuur en raad van commissarissen van ABN AMRO op enigerlei wijze financiële belangen hebben verkregen of bedongen ter zake van het slagen van de fusiebesprekingen. De enkele omstandigheid dat waarschijnlijk is dat bestuurders en commissarissen van ABN AMRO na het welslagen van de fusie zitting krijgen in de board van de op te richten fusievennootschap, hetgeen overigens als een niet ongebruikelijk verschijnsel heeft te gelden, tegen een daarbij passende beloning, geeft onvoldoende grond voor een vermoeden van belangenvermenging, aldus de OK.³⁹

Geeft het besluitvormingsproces onvoldoende reden tot twijfel dan rest slechts een marginale beoordeling van de vraag of de gemaakte keuzes verdedigbaar zijn.⁴⁰ In de PCM-beschikking verwoordt de OK deze terughoudende toetsing door te stellen dat slechts aan een daadwerkelijk inhoudelijke beoordeling van de bezoldiging wordt toegekomen wanneer geen redelijk denkende ondernemer de onderhavige beloningen zou hebben uitbetaald.

Wanneer deze laatste toets – de vraag of de gemaakte keuze verdedigbaar is – wordt ontleed, dan valt deze uiteen in twee delen. Zo ligt allereerst de aannemelijkheid van de gegeven rechtvaardigingsgrond(en) voor de bezoldiging ter beoordeling voor. Uit de Uni-Invest-beschikking volgt dat een gegeven rechtvaardigingsgrond in beginsel slechts dan onvoldoende aannemelijk is, indien het gebezigde argument als zonneklaar onjuist kan worden aangemerkt. Ten tweede speelt de vraag of het gebezigde argument een voldoende rechtvaardiging oplevert voor de gewraakte bezoldiging. Hieraan is – zoals volgt uit de RNA-beschikking – slechts dan niet

38 Zo blijkt uit de Uni-Invest-beschikking waar de tegenstrijdige belangen van Homburg duidelijk waren onderkend. In RNA was de besluitvorming gebrekkig, onder meer doordat de bestuurders onjuiste of onvolledige informatie hadden verstrekt aan de RvC voor het goedkeuren van wijzigingen die zouden leiden tot een ongerechtvaardigde verrijking van de bestuurders ten detrimente van de vennootschap.

39 Hof Amsterdam (OK) 17 april 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BC9804 (VEB/ABN AMRO), r.o. 3.44.

40 In het andere geval wijst de OK het enquêteverzoek in beginsel toe.

voldaan, wanneer kan worden vastgesteld dat de bezoldigingsafspraken gericht is op het zonder voldoende rechtvaardiging bevoordelen van bestuurders, waardoor (een deel van) de bezoldiging is aan te merken als ongerechtvaardigde verrijking van de bestuurder(s) zonder nut voor de vennootschap. Er moet, kort gezegd, een verband zijn tussen de bezoldiging en het daarmee beoogde doel in het voordeel van de vennootschap.

Uit vorenstaande volgt dat de rol van de OK bij de beoordeling van de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen uiterst terughoudend is. Wel is daarbij op grond van de beschikkingen van de OK een kanttekening te plaatsen. Zo zijn er aanwijzingen dat de kans op een inhoudelijke beoordeling van de bezoldiging door de OK toeneemt, wanneer er sprake is van een (tussentijdse) aanpassing van de bezoldigingsafspraken vanwege een op handen zijnde gebeurtenis, dan wel het vaststellen van een bezoldiging zonder daarbij rekening te houden met een op handen zijnde gebeurtenis.⁴¹ Een voorbode voor het belang van deze omstandigheden is te vinden in de Getronics-beschikking, waarin de OK overwoog dat mede gewicht toekomt aan de inhoud van de getroffen regeling, zulks in samenhang met de omstandigheden waaronder en het tijdstip waarop de afspraken zijn gemaakt. In de RNA-beschikking voegt de OK de daad bij het woord, door over te gaan tot een nadrukkelijke inhoudelijke beoordeling van de gebeurtenis gedreven tussentijdse wijziging van de bezoldigingsafspraken. In de onderhavige casus leidt deze kritische beoordeling uiteindelijk tot de vaststelling dat er sprake is geweest van wanbeleid. De toets die de OK hanteert voor het aannemen van wanbeleid wijzigt overigens niet. Ook in de RNA-beschikking is immers doorslaggevend het oordeel van de OK dat de wijziging slechts in het belang van bestuurders was, zonder nut voor de vennootschap.

455. In rechtsvergelijkend perspectief

Wanneer de beschikkingen van de OK worden afgezet tegen het Walt-Disney-arrest in de VS en het Mannesmann-arrest in Duitsland, valt op dat de verschillende rechters op vrij uniforme wijze de beoordelingsruimte van de bezoldiging van bestuurders benaderen.⁴²

De primaire vraag die in alle drie de landen voorligt is of het besluitvormingsproces op juiste wijze heeft plaatsgevonden. Indien blijkt dat de bestuurders en/of commissarissen tijdens dit proces hun fiduciaire verplichtingen hebben geschonden, bijvoorbeeld omdat het orgaan onvoldoende geïnformeerd was of bepaalde tegenstrijdige

41 Zie in gelijke zin Van Slooten 2016, p. 344. Van Slooten stelt daarin dat: “[...] vlak voor het ontslag gemaakte afspraken kritischer zullen moeten worden bekeken.”

42 Naar mijn mening zou de uitkomst van Walt-Disney en Mannesmann, wanneer de OK zich over eenzelfde feitencomplex zou buigen, dan ook niet anders zijn geweest.

belangen onvoldoende zijn onderkend,⁴³ dan zal een verzoek tot nader onderzoek worden toegewezen en wordt de bezoldiging met een kritischere blik door de rechter bekeken. Geeft het besluitvormingsproces geen aanleiding tot twijfel, dan stelt de rechter zich terughoudend op en wordt slechts getoetst of geen redelijk denkende ondernemer deze bezoldiging zou uitbetalen.⁴⁴

Ook de gehanteerde norm is in de respectievelijke landen gelijk. Voor rechterlijk ingrijpen is slechts plaats indien de bezoldigingsbeslissing vanuit het perspectief van de vennootschap geen enkel rationeel zakelijk doel dient. De bezoldiging moet kunnen worden aangemerkt als ‘corporate waste’.

Uit de beschikkingen van de OK en het Mannesmann-arrest volgt wel dat de kans op een inhoudelijke beoordeling van de bezoldiging door de rechter toeneemt, wanneer er sprake is van een (tussentijdse) aanpassing van de bezoldigingsafspraken vanwege een op handen zijnde gebeurtenis. Naar mijn mening is de categorisering die het Bundesgerichtshof aanbrengt tussen enerzijds het achteraf vaststellen van (de omvang van) de bezoldiging op grond van een vooraf overeengekomen contractuele discretionaire bevoegdheid en anderzijds het tussentijds wijzigingen van de bezoldigingsafspraken zonder een dergelijke contractuele bevoegdheid, eveneens toepasbaar in situaties die ter beoordeling aan de OK (en de Delaware Court) voor zouden liggen. In het geval van een bezoldigingsovereenkomst met een contractuele grondslag, waarin is opgenomen dat de bestuurder eenmalig of jaarlijks recht heeft op een variabele bezoldiging die afhankelijk is van de prestaties van de onderneming, mag een dergelijke bonus achteraf door de raad van commissarissen worden vastgesteld en toegekend. De raad van commissarissen heeft daarbij een ruime mate van beoordelingsvrijheid en de toetsing van een dergelijke, achteraf vastgestelde, bezoldiging door de OK is een marginale.

Ontbreekt een contractuele grondslag – worden de spelregels tussentijds gewijzigd – dan is het aanpassen van de bezoldiging (bijvoorbeeld door het toekennen van een bonus) toelaatbaar als daarvan een prikkelwerking uitgaat ten voordele van de vennootschap (bijvoorbeeld doordat buitengewone verdiensten worden beloofd of de bestuurder hierdoor behouden kan blijven). Het is daarbij eveneens mogelijk dat deze prikkelwerking geldt jegens derden. Mijns inziens is, indien sprake is van deze tweede categorie, wel een kritischer houding van de rechter (eventueel gepaard met een verschuiving van de stelplicht en bewijslast) op zijn plaats. De rechter dient immers het nut van de bezoldiging in relatie tot de gegeven rechtvaardigingsgrond te toetsen. Vindt er een tussentijdse wijziging plaats van de bezoldigingsafspraken met als gevolg dat de bestuurder recht krijgt op een bepaalde bezoldiging,

43 Vergelijkbaar met een schending van respectievelijk de duty of care en de duty of loyalty.

44 Vergelijkbaar met de waste-toets zoals vervat in *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000).

die uitsluitend een belonend karakter heeft en de vennootschap geen voordeel in de toekomst zal opleveren, dan is deze bezoldiging aan te merken als een verspilling van vennootschappelijke middelen. In dat geval handelen de commissarissen in strijd met hun fiduciaire verplichtingen en is het predicaat wanbeleid op zijn plaats.

Samenvatting en eindconclusies

Deel I: Een historische invalshoek

Evolutie van de bezoldiging van bestuurders

456. De evolutie van bezoldiging

Wanneer vanuit een historische invalshoek wordt gekeken naar de ontwikkeling van de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen komt naar voren dat sinds de voltrekking van de scheiding van eigendom en zeggenschap binnen de beursgenoteerde vennootschap aan het begin van de 20^e eeuw de bezoldiging van bestuurders op verschillende terreinen een verandering heeft ondergaan. Drie veranderingen zijn daarbij te onderscheiden: (i) een wijziging bij het vaststellen van de hoogte van de bezoldiging, (ii) een wijziging van de bezoldigingsstructuur en (iii) een functieverbreiding van de bezoldiging.

457. Veranderingen bij de vaststelling van de hoogte van de bezoldiging

Een eerste wijziging bij het vaststellen van de hoogte van de bezoldiging heeft te maken met een verschuiving van de aandacht naar de positie, in plaats van naar de persoon. In dat kader heeft eveneens een verschuiving plaatsgevonden van een interne naar een externe oriëntatie. Tegelijk met deze veranderingen is in de Verenigde Staten, na een aanvankelijke krimp vanwege de Grote Depressie en de Tweede Wereldoorlog, de omvang van de bezoldiging sinds de jaren '50 begonnen aan een gestage opmars. In het verlengde daarvan is de afstand tussen de bezoldiging van bestuurders en de overige werknemers, na een periode van compressie die ongeveer veertig jaar heeft aangehouden, sinds de jaren '70 onafgebroken toegenomen in het voordeel van de bestuurders. Europa volgt gematigder maar gedwee.

458. Veranderingen in de structuur van de bezoldiging

Een tweede verandering betreft de samenstelling van de bezoldiging, evenals de groep actoren die betrokken is bij de vaststelling ervan. Bestond de bezoldiging van oudsher uit een vast salaris (VS) met een tantième (EU), tegenwoordig is de

bezoldiging van bestuurders in de regel opgebouwd uit een vast salaris, een prestatiegerelateerde korte termijn bonus, een lange termijn variabele beloning in opties of (geblokkeerde) aandelen en overige emolumenten, samengesteld met behulp van beloningsconsultants om de meest optimale prikkels voor de bestuurder te creëren. De rechtvaardiging voor de huidige bezoldigingsstructuur steunt voor een belangrijk deel op een theoretische benadering van de bezoldiging van bestuurders, die zich in de jaren '90 heeft ontwikkeld.

459. De functieverbreiding van bezoldiging

De opkomst van deze meer financieel-economische visie heeft een derde verandering teweeggebracht: een functieverbreiding van bezoldiging. Voor de opkomst van de pay-for-performancebenadering heeft de bezoldiging van bestuurders voornamelijk ten doel bestuurders te compenseren voor het hoogwaardig werk dat zij verrichten. Daarnaast dient de totale bezoldiging dusdanig te zijn dat een bestuurder voor de onderneming wil werken en wil blijven werken. Het variabele deel van de bezoldiging vervult daarbij twee belangrijke eigen functies, namelijk het waarborgen van kostenefficiëntie en het motiveren van de bestuurder om zich in te zetten voor de algehele winstgevendheid van de onderneming. De bezoldiging vertolkt op die manier ook een blijf van waardering bij positieve resultaten. Deze traditionele visie op bezoldiging verlangt dat de bezoldiging redelijk is in het licht van het behaalde algehele succes van de onderneming.

460. De traditionele visie versus de moderne visie

Door de opkomst van een theoretische noodzaak voor prestatiegerelateerde bezoldiging ligt de laatste decennia de nadruk op het 'motiveren' van de bestuurder. De aanname is dat een juist ontworpen bezoldiging die een bestuurder beloont voor prestatie, impliceert dat de juiste bestuurder wordt aangetrokken en behouden. Ook de functie van variabele bezoldiging om te komen tot kostenefficiëntie wordt impliciet als aanwezig verondersteld, aangezien er alleen voor prestaties dient te worden beloond. De invulling van het begrip 'motiveren' heeft daarbij een transitie ondergaan. In de traditionele visie wordt verondersteld dat een bestuurder gemotiveerd is, waardoor het motiveren van de bestuurder in het bijzonder ziet op het geven van een blijf van waardering bij positieve resultaten in de vorm van een winstdeling. Op grond van de pay-for-performancebenadering wordt de juiste motivatie van de bestuurder als afwezig verondersteld. Het 'motiveren' van een bestuurder wordt binnen deze visie dan ook eerder gelijkgesteld aan het controleren en sturen van de bestuurder.

Deze functieverbreiding heeft tot gevolg dat op een andere manier naar bezoldiging wordt gekeken. Bezoldiging is niet langer een verzameling van financiële instru-

menten maar een ‘instrument of leadership’. De controlerende of sturende functie van bezoldiging zorgt ervoor dat de waardering van de bezoldiging primair afhangt van de prikkel die de bezoldiging vooraf geeft aan de bestuurder. De onrust in de maatschappij ten aanzien van variabele beloningen van bestuurders is veelal te herleiden tot dit verschil in visie op de rechtvaardiging van (variabele) beloningen. De maatschappij hanteert nog de traditionele visie en verwacht dat de bestuurder meedeelt in de risico’s van de overige stakeholders. De bezoldiging van een bestuurder wordt veelal afgezet tegen het (behaalde) succes van de onderneming. Binnen de moderne visie wordt bij de vaststelling – en daardoor ook bij de rechtvaardiging – ervan de bezoldiging juist gewaardeerd op basis van de financiële prikkels die deze aan de bestuurder geeft. Een rechtvaardige variabele beloning is een beloning die de bestuurder prikkelt in de toekomst optimale prestaties te (blijven) leveren. Er bestaan binnen de visie van de pay-for-performancebenadering geen redelijke of onredelijke beloningen, maar slechts efficiënte en inefficiënte. Doordat enerzijds de rechtvaardiging van de bezoldiging afhankelijk is van de prikkel die deze vooraf geeft (*incentive*), terwijl anderzijds de redelijkheid van de bezoldiging wordt afgezet tegen het behaalde, algehele succes van de onderneming op een lange(re) termijn (*reward*), wordt in het bezoldigingsdebat langs elkaar heen gesproken.

Deel II: Een theoretische en institutionele invalshoek

De schaduwzijde van de bezoldiging van bestuurders

461. De schaduwzijde van de bezoldiging van bestuurders

Vorenstaande constatering doen de vraag opwerpen of de diverse veranderingen die de bezoldiging van bestuurders heeft ondergaan een ontwikkeling in de goede richting is. Om een antwoord te kunnen formuleren op deze vraag is onderzoek gedaan naar bezoldiging als prikkel en de wijze waarop de omvang van de bezoldiging wordt bepaald. In het tweede deel van dit onderzoek is derhalve op zoek gegaan naar de schaduwzijde van het moderne bezoldigingsvraagstuk, waarbij gekeken is of er kanttekeningen zijn te plaatsen bij de structuur en/of de hoogte van de bezoldiging van bestuurders.

2.1 De structuur van de bezoldiging

462. De structuur van de bezoldiging: Pay-for-performance is een illusie

De corporate governance-schandalen en het uitbreken van de financiële crisis hebben het enthousiasme voor prestatiegerelateerde bezoldiging getemperd. Zelfs de meest fervente voorstanders van pay-for-performance onderkennen, dat er een overvloed aan bewijs is voor de nadelen die de pay-for-performancebenadering meebrengt, terwijl enig empirisch bewijs voor de positieve werking van financiële prikkels ontbreekt. De huidige bezoldigingspraktijk lijkt vooral te steunen op de intuïtieve aantrekkelijkheid van deze benadering. Niet ter discussie staat dat financiële prikkels de bestuurder beïnvloeden en aanzetten tot het behalen van de gestelde prestatiedoelen. De praktijk toont aan dat ‘firms get what they pay for’. Helaas blijkt hetgeen ondernemingen krijgen niet daadwerkelijk in het belang van deze ondernemingen te zijn.

Deze constatering heeft twee visies op pay-for-performance doen ontstaan. Aanhangers van de ene visie zijn van mening dat de vele negatieve voorbeelden niet afdoen aan de positieve werking van prestatiegerelateerde bezoldiging. Zolang de prestatie-overeenkomst op een juiste manier wordt vormgegeven, zal een prestatiegerelateerde bezoldiging wel degelijk tot betere prestaties leiden. Aanhangers van de andere visie baseren zich op bevindingen uit de sociale psychologie en zijn van mening dat de mens simpelweg niet in staat is om op een positieve manier gestuurd te worden door financiële prikkels. Mijn onderzoek wijst in de richting van deze laatste visie. De blootgelegde inherente zwakheden van de pay-for-performancebenadering en het onvermijdelijke gebruik van imperfecte prestatiemaatstaven zorgen ervoor dat het onmogelijk is om tot een prestatieovereenkomst te komen waarbij onbedoelde prikkels afwezig zijn. Dit gegeven, in combinatie met de complexe sociaalpsychologische processen die met het introduceren van financiële prikkels worden ontsloten, zorgt ervoor dat de belofte van pay-for-performance een illusie is. Uit het onderzoek komt zelfs naar voren dat met het creëren van krachtige financiële prikkels voor bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen op grond van vooraf bepaalde, objectieve en meetbare doelstellingen, het risico wordt gelopen dat precies het tegenovergestelde doel wordt bereikt. Dat is precies de reden waarom de belofte van prestatiebeloning, om een ‘alignment’ te creëren van het eigen financieel belang van de bestuurder met het belang van de vennootschap, niet wordt waargemaakt.

Hiermee is het eerste kernprobleem van de huidige wijze van bezoldigen van bestuurders geïdentificeerd. Een herijking van de functie en de structuur van de bezoldiging ligt derhalve voor de hand. Afscheid dient genomen te worden van de gedachte dat de primaire functie van bezoldiging het *vooraf sturen* van de bestuurder is. Hiermee is niet gezegd dat een bestuurder geen variabele beloning

mag ontvangen, maar dat de functie (en daarmee de vormgeving) van deze variabele beloning een andere is. Het verstorend effect van variabele beloningen komt primair voort uit het gebruiken van een ‘variable pay system’ (belonen op grond van vooraf bepaalde, objectieve en meetbare maatstaven) zonder aandacht te hebben voor de invloed die deze vorm van variabel belonen heeft op de sociale en economische context, waarbinnen de bestuurder opereert. Tegen het variabel belonen op basis van een ‘merit rating system’ (een variabele beloning die achteraf wordt vastgesteld op basis van het behaalde succes van de gehele onderneming) lijkt minder bezwaar te bestaan.

Wanneer afstand wordt genomen van het vooraf sturen van de bestuurder als primaire functie van bezoldiging, brengt dit een verschuiving teweeg in de richting van de traditionele functionele rangorde. Het is het aantrekken en behouden van de bestuurder dat weer op de voorgrond treedt. De functie van het variabele deel van de bezoldiging is in beginsel kostenefficiëntie. Het motiverende aspect van de variabele bezoldiging wordt in dat geval gekoppeld aan een gerechtvaardigd vertrouwen bij de bestuurder dat hij meedeelt in het daadwerkelijke succes van de onderneming. Het begrip ‘motiveren’ van de bestuurder krijgt daarmee een andere invulling. Motiveren is niet langer synoniem aan het vooraf sturen van de bestuurder door te belonen op grond van individuele, beïnvloedbare, vooraf vastgestelde prestatie maatstaven, maar aan het stimuleren van de bestuurder om zich in te zetten voor het bestendig succes van de gehele onderneming. Doelrealisatie wordt daarmee verkozen boven beïnvloedbaarheid. Ook wordt tegemoetgekomen aan het gevoel dat het redelijk is wanneer de bestuurder deelt in het succes. De variabele bezoldiging wordt in dat geval gekoppeld aan de verantwoordelijkheid van een bestuurder voor de gehele onderneming, in plaats van zijn individuele prestaties: ‘pay-for-responsibility’ dus. Op deze wijze komt daadwerkelijk een ‘alignment of interest’ tussen het belang van de vennootschap en dat van haar bestuurder tot stand.

Het voorgaande brengt mee dat niet langer bezoldigd dient te worden op basis van financiële en niet-financiële afgeleide prestatie maatstaven voor de korte termijn. De twee redenen voor het invoeren van deze wijze van belonen hebben, gezien in het licht van de bevindingen van dit onderzoek, hun waarde verloren. Het zijn in het bijzonder de prikkels die voortkomen uit het belonen op grond van dergelijke prestatie maatstaven die oncontroleerbaar blijken te zijn en aanzetten tot schadelijk myopisch gedrag. Daarnaast is het argument niet langer valide, dat beloond moet worden voor deze afgeleide prestatie maatstaven, omdat ze informatie geven over het functioneren van een bestuurder. Uit het gedane onderzoek komt naar voren dat de informatieve waarde van een bepaalde indicator tenietgaat, op het moment dat de indicator tot prestatie maatstaf wordt verheven en (een deel van) de bezoldiging van de bestuurder afhankelijk wordt gesteld van het behalen ervan. Om deze financiële en niet-financiële indicatoren hun informatieve waarde over het functio-

neren van een bestuurder te laten behouden, dient hieraan dus juist geen bezoldiging te worden gekoppeld.

De functieverhuizing zorgt er daarnaast voor dat de visie op de lange termijn beloning van kleur verschiet. Deze variabele bezoldiging dient niet langer afhankelijk te worden gemaakt van een vooraf vastgestelde prestatiegraatstaf en bijbehorende doelstelling. Er dient ruimte te worden gelaten aan de raad van commissarissen om het succes van de onderneming in zijn volle omvang te wegen, waarbij ook kan worden meegenomen *hoe* tot het gemeten succes is gekomen. Hierbij is niet gezegd dat de verschillende indicatoren die worden meegenomen niet op voorhand bekend mogen zijn, maar wel dat de bestuurder alleen bij vaststelling van daadwerkelijk duurzaam succes in aanmerking komt voor een variabele bezoldiging. Het verbeteren van een indicator leidt dus niet automatisch tot een verhoogde bezoldiging.

Een bijkomend voordeel is dat de voorgestelde, gewijzigde, structuur in overeenstemming is met het hernieuwde beloningsprincipe in de Code 2016. Door het wegvallen van de complexe invulling die veelal wordt gegeven aan het vooraf sturen van bestuurders zal het bezoldigingsbeleid eenvoudiger kunnen worden. Grotere eenvoud in combinatie met een heldere bezoldigingsideologie zal leiden tot een duidelijk en begrijpelijk bezoldigingsbeleid. Verder is de voorgestelde structuur meer gericht op het creëren van waarde op de lange termijn en zet het bezoldigingsbeleid bestuurders niet (langer) aan tot gedrag in hun eigen belang noch tot het nemen van risico's die niet passen binnen de geformuleerde strategie en de vastgestelde risicobereidheid. De huidige Code biedt aldus een aanzet voor het oplossen van een van de fundamentele problemen van de huidige wijze van bezoldigen.

2.2 De hoogte van de bezoldiging

463. De hoogte van de bezoldiging van bestuurders

Een tweede vraag die volgt uit de bevindingen van het eerste deel van dit onderzoek heeft te maken met de wijze waarop de hoogte van de bezoldiging van bestuurders wordt bepaald. Worden bestuurders overbetaald of niet? Een theoretische benadering van deze vraag toont aan, dat diverse kanttekeningen geplaatst kunnen worden bij de armlengte onderhandelingen tussen de raad van commissarissen en de bestuurder over de bezoldiging van de laatste. De kern van de problematiek wordt echter pas duidelijk na een institutionele benadering van de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders. Hieruit blijkt dat raden van commissarissen in de perceptie verkeren, dat zij bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders in de greep van de markt worden gehouden. Deze perceptie vloeit voornamelijk voort uit de praktijk van het gebruikmaken van een externe referentie bij het

vaststellen van de bezoldiging van bestuurders. Ten grondslag aan deze praktijk ligt de aanname dat er sprake is van een efficiënte (internationale) markt voor bestuurders.

Op basis van mijn bevindingen blijkt een dergelijke markt niet te berusten op de werkelijkheid. Belangrijker nog is dat de dreiging dat bestuurders over zullen stappen naar één van de referenten simpelweg niet dusdanig realistisch is voor een zittende bestuurder om het huidige referentieproces te rechtvaardigen. In het bijzonder niet voor de grotere beursgenoteerde ondernemingen. Bestuurders worden zelden geruild op een markt voor talent. Als tevens de optie om te heronderhandelen, in geval van een aanbieding van buitenaf, in overweging wordt genomen, dan is het duidelijk dat referentiegroepen voor het bepalen van de ex ante hoogte van de bezoldiging grotendeels irrelevant zijn. Met vorenstaande is niet gezegd dat het gebruiken van referentiegroepen in geen geval van enig nut kan zijn. Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin gekeken wordt naar de hoogte van de bezoldiging van de CEO als graadmeter voor de bezoldiging van de verschillende lagen onder de raad van bestuur. De bijna exclusieve nadruk die de afgelopen decennia is gelegd op *externe referentie* bij het vaststellen van het ex ante bezoldigingsniveau van bestuurders is echter zonder fundament en leidt tot niet te rechtvaardigen bezoldigingsniveaus die niet in het belang van de vennootschap zijn. Zo heeft het bepalen van de ex ante hoogte op basis van externe referentie gezorgd voor een onrechtvaardige bezoldigingsontwikkeling met als gevolg dat de kloof tussen de top en de rest van de onderneming structureel toeneemt. Hierdoor ontvangen bestuurders niet alleen een hogere bezoldiging dan nodig, maar ontstaan er tevens ongezonde verhoudingen binnen ondernemingen die het risico in zich bergen dat de productiviteit van werknemers afneemt en de kosten toenemen vanwege demotivatie en een verminderde moraal.

Hiermee is het tweede kernprobleem geïdentificeerd dat noopt tot een herijking van de huidige wijze waarop de (ex ante) hoogte van de bezoldiging van bestuurders wordt bepaald.

De oplossing ligt mijns inziens in het vormgeven door de raad van commissarissen van een eigen bezoldigingsideologie die past bij de cultuur en de *interne* beloningsopbouw van de onderneming. Een one-size-fits-all benadering is dus niet geschikt. Wel geldt voor deze bezoldigingsideologie dat de nadruk moet komen te liggen op de interne beloningsverhoudingen. Hierdoor wordt afstand genomen van de kunstmatig in leven gehouden ‘markt’ voor bestuurders, waarmee voorkomen wordt dat de top van de onderneming verder afdrijft van de rest, zoals in de afgelopen decennia door het haasje-over-effect is gebeurd. Daarnaast zorgt een krachtige nadruk op de interne beloningsverhoudingen ervoor dat de bestuurder zijn blik eerder intern zal wenden waardoor hij zich meer verbonden zal voelen met de rest van de onderneming en geneigd zal zijn de relatieve waarde van zijn inkomsten op de interne beloningsverhoudingen af te stemmen. Juist deze verbon-

denheid ontbrak de laatste jaren wat tot veel onvrede binnen ondernemingen heeft geleid.

2.3 Resumerend

Voor het oplossen van beide kernproblemen is een ingrijpende cultuurverandering nodig. Twee intuïtief krachtige aannames dienen verworpen te worden door bestuurders, commissarissen én aandeelhouders. Het is daarbij de vraag welke rol het vennootschapsrecht momenteel speelt bij de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen en welke bijdrage het vennootschapsrecht zou kunnen leveren aan het oplossen van de twee geïdentificeerde kernproblemen. Het derde deel van mijn onderzoek is gewijd aan deze rol.

Deel III: Een vennootschapsrechtelijke invalshoek

464. Bezoldiging en de rol van het vennootschapsrecht

Wanneer wordt gekeken naar de rol die het vennootschapsrecht speelt bij de bezoldiging van bestuurders dan zijn vier deelonderwerpen te onderscheiden: (i) verplichtingen tot het openbaar maken van de bezoldiging, (ii) een verdeling van de beslissings- en vertegenwoordigingsbevoegdheid bij het vaststellen van de bezoldiging, (iii) mogelijkheden tot het achteraf aanpassen of terugvorderen van de bezoldiging en (iv) het beoordelen van de bezoldiging van bestuurders door de rechter. In het derde deel van deze dissertatie is gekeken naar deze vier onderwerpen in de onderzochte landen. Daarbij is allereerst per onderwerp gekeken naar de huidige vennootschapsrechtelijke invulling die in de onderzochte landen wordt gegeven in relatie tot de bezoldiging van bestuurders. Vervolgens is per onderwerp gekeken of nieuwe regelgeving zou kunnen bijdragen aan het oplossen van de in het tweede deel geïdentificeerde kernproblemen.

3.1 Het huidige vennootschapsrechtelijke systeem: transparantie

465. Transparantie

Het eerste vennootschapsrechtelijke redmiddel waarnaar wordt gegrepen bij een opleving van de beloningsonrust is transparantie. Met het invoeren van openbaarmakingsverplichtingen in de wet of in codes worden verschillende doelen nagejaagd, waaronder in het bijzonder (i) het verbeteren van de (interne en externe)

controle en (ii) het beschermen van beleggers. Daarnaast worden deze transparantie-verplichtingen veelal vormgegeven met nog een ander doel in het achterhoofd: (iii) het matigen van de (groei van) bestuurdersbeloningen.

De bezoldigingsschandalen die volgden op de Grote Depressie laten zien dat een bepaalde mate van openbaarheid over de bezoldiging van bestuurders onmisbaar is. De functieverbreding van bezoldiging heeft er daarnaast voor gezorgd dat zich een individualisering van de bezoldigingsinformatie in de onderzochte landen heeft voltrokken. Een consistente benadering van de vraag welke informatie noodzakelijk is om te geraken tot het verbeteren van de controle en het beschermen van beleggers, ontbreekt echter. Hierdoor hebben de openbaarmakingsverplichtingen iets willekeurig. Daarnaast is een duidelijk onderscheid zichtbaar tussen de verregaande openbaarmakingsverplichtingen in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten en een gematigder regime in Nederland en Duitsland. Nader onderzoek om vast te stellen welke bezoldigingsinformatie minimaal vereist is voor het uitoefenen van controle en het beschermen van beleggers is dan ook nodig.

Beantwoording van de vraag welke bezoldigingsinformatie openbaar gemaakt dient te worden, hangt onder meer af van de verschillende te onderscheiden belangen op grond waarvan toegang tot deze informatie gerechtvaardigd is. Ik onderscheid er drie. Allereerst is daar het belang van de aandeelhouders op het verkrijgen van inzicht in de gemaakte kosten voor de leiding van de onderneming. Hiervoor dient in ieder geval de totale ex post bezoldiging van het bestuur, en eventueel van iedere afzonderlijke bestuurder, openbaar te worden gemaakt. De aandeelhouders dienen zich verder een goed beeld te kunnen vormen van de wijze waarop de raad van commissarissen omgaat met de bevoegdheid de individuele bezoldiging binnen de kaders van het bezoldigingsbeleid vast te stellen. Het verkrijgen van informatie over het verloop van het vaststellingsproces en de overeengekomen ex ante bezoldiging in verhouding tot het bezoldigingsbeleid is daarvoor onontbeerlijk. De uiteenlopende interne beloningsverhoudingen hebben tot gevolg gehad, dat tegenwoordig ook andere stakeholders een recht op deze informatie hebben verworven.

De moderne manier van bezoldigen, ten slotte, heeft ervoor gezorgd dat zowel aandeelhouders als andere stakeholders inzicht dienen te krijgen in de wijze waarop de bestuurder door zijn bezoldiging wordt geprikkeld. Openbaar dient te worden gemaakt de structuur van de bezoldiging en het aandelen- en optiebezit van de individuele bestuurder. Indien aan deze drie belangen tegemoet wordt gekomen, kan worden vastgesteld dat voldoende verantwoording over de bezoldiging van bestuurders is afgelegd. Daarnaast volgt uit vorenstaande dat een herziene manier van bezoldigen kan leiden tot een afnemende behoefte aan verantwoording.

3.2 Het huidige vennootschapsrechtelijke systeem: bevoegdheidsverdeling

466. De botsing tussen het arbeids- en het vennootschapsrecht

Een tweede rol die het vennootschapsrecht speelt bij de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen heeft te maken met de verdeling van beslissings- en vertegenwoordigingsbevoegdheden binnen de vennootschapsrechtelijke deelrechtsorde. Er bestaat over het algemeen eensgezindheid over het aanmerken van art. 2:132 lid 1 BW (benoeming van de bestuurder) en 2:135 lid 4 BW (vaststelling van de individuele bezoldiging van de bestuurder) als vertegenwoordigingsbepalingen. Desalniettemin heerst er nog steeds onduidelijkheid over hoe deze vertegenwoordigingsbevoegdheden zich verhouden tot de bevoegdheid tot het aangaan van de (arbeids)overeenkomst. Verschillende auteurs blijken de mening te zijn toegedaan dat het bestuur op grond van de gewone vertegenwoordigingsregels van art. 2:130 BW in beginsel bevoegd is de (arbeids)overeenkomst met een (beoogd) medebestuurder overeen te komen. Hierdoor leeft de gedachte dat het voor kan komen dat het ene orgaan (in de regel de raad van commissarissen) bij besluit een bezoldiging vaststelt terwijl het andere orgaan (het bestuur) een afwijkende bezoldiging overeenkomt met de bestuurder in de (arbeids)overeenkomst. Aldus zou er sprake zijn van een botsing tussen het vennootschapsrecht en het arbeidsrecht.

In mijn ogen is deze vermeende botsing vele malen beperkter dan in de literatuur is gesteld. Er is een vrij overzichtelijke scheiding aan te brengen tussen enerzijds de benoeming en de totstandkoming van de overeenkomst, die zich grotendeels afspelen binnen het vennootschapsrecht en die worden beheerst door bevoegdheidsvraagstukken, en anderzijds de uitvoering die gegeven wordt aan de overeenkomst die onderworpen is aan de arbeidsrechtelijke regels. De huidige systematiek volstaat op dit punt naar mijn mening dus.

467. De exclusieve vertegenwoordigingsbevoegdheid

Een belangrijke bouwsteen voor de conclusie, dat in de literatuur ten onrechte wordt verondersteld dat het huidige vennootschapsrechtelijke systeem ertoe leidt dat de bezoldiging, zoals vastgesteld bij besluit, kan afwijken van de bezoldiging zoals opgenomen in de (arbeids)overeenkomst, is dat met de wettelijke regels omtrent het benoemen, ontslaan en bezoldigen van bestuurders mijns inziens wordt afgeweken van de normale vertegenwoordigingsregels. Deze wettelijke beperking heeft betrekking op de (gehele) vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur ex art. 2:130 lid 1 BW. De gedachte dat er sprake is van een wettelijke beperking van de omvang of autonomie van de vertegenwoordigingsbevoegdheid op grond van

art. 2:130 lid 3 BW is naar mijn mening dus eveneens onjuist. Het orgaan dat bevoegd is de bezoldiging vast te stellen op grond van art. 2:135 lid 4 BW kan als enige de vennootschap binden aan een bepaalde bezoldiging. Hieruit vloeit voort dat het desbetreffende orgaan naar mijn mening ook – bij uitsluiting van enig ander orgaan – bevoegd is bezoldigingsafspraken schriftelijk overeen te komen namens de vennootschap met de bestuurder.

Bij het aangaan van de arbeids- of opdrachtovereenkomst is het orgaan dat bevoegd is te benoemen dus in beginsel bevoegd deze te ondertekenen wat betreft de aanstelling, opzegtermijn en andere onderwerpen, niet zijnde bezoldigingsbepalingen. Het orgaan dat bevoegd is de bezoldiging vast te stellen is mijns inziens exclusief bevoegd de vennootschap te binden aan bezoldigingsafspraken. Wanneer de bevoegdheid tot het aangaan van een (arbeids)overeenkomst bij een ander orgaan ligt dan het orgaan dat bevoegd is tot het vaststellen van de bezoldiging, zal dat laatste orgaan dus, om de vennootschap rechtsgeldig aan deze bezoldigingsbepalingen te binden, mede de (arbeids)overeenkomst moeten ondertekenen.

Hoewel de huidige wettelijke regeling volstaat, zou ik de wetgever willen aanbevelen om art. 2:135 lid 4 BW aan te passen om voornoemde onduidelijkheden weg te nemen. Allereerst zou expliciet kunnen worden opgenomen dat art. 2:135 lid 4 BW een specifieke vertegenwoordigingsbepaling behelst, waarmee wordt afgeweken van de reguliere vertegenwoordigingsregels zoals opgenomen in art. 2:130 BW. In het verlengde hiervan kan afscheid worden genomen van de term ‘vaststellen’, een term die nog stamt uit de tijd waarin de algemene vergadering eenzijdig de bezoldiging van de bestuurder bepaalde. De wetgever zou kunnen verduidelijken dat het op grond van art. 2:135 lid 4 BW aangewezen orgaan bevoegd is om de vennootschap aan een bepaalde bezoldiging te binden, bij besluit dan wel bij overeenkomst.

468. Twee bevoegde organen

Wanneer de bevoegdheidsverdeling in Nederland over de benoeming en de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders wordt afgezet tegen de onderzochte landen, valt op dat het Nederlandse systeem wel een ander mogelijk probleem in zich bergt. De potentiële bestuurder krijgt in de regel bij zijn benoeming en het vaststellen van zijn bezoldiging te maken met twee verschillende organen, terwijl de beoogd bestuurder in Duitsland, het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten slechts met één orgaan te maken heeft. Hierdoor brengt het Nederlandse systeem een inherente onzekerheid met zich voor de bestuurder. Zelfs nadat alle onderhandelingen geresulteerd hebben in een overeenkomst, is benoeming door de AVA nodig om deze overeenkomst rechtsgeldig in te laten gaan.

In het bijzonder rijst de vraag welke zekerheid de bestuurder geboden kan worden, wanneer benoeming door de AVA wordt geweigerd. Wie mag, gezien de strikte bevoegdheidsverdeling die in Nederland wordt gehanteerd in het licht van de rechtszekerheid en om belangenconflicten te voorkomen, namens de vennootschap een vergoeding overeenkomen met de beoogd bestuurder als hij niet wordt benoemd en daardoor schade lijdt? In de praktijk zal benoeming in de regel doorgang vinden, maar dat neemt deze onzekerheid niet weg. De wetgever doet er goed aan hier een oplossing voor te vinden. Tot die tijd is voor de praktijk aan te bevelen om de raad van commissarissen een expliciete statutaire bevoegdheid toe te kennen om een dergelijke vergoeding overeen te mogen komen, dan wel om het bestuur mee te laten tekenen of ervoor zorg te dragen dat het bestuur deze bevoegdheid expliciet delegeert aan de raad van commissarissen.

469. Het bezoldigingsbeleid en de individuele bezoldiging

Een derde conclusie heeft betrekking op de verhouding tussen het bezoldigingsbeleid en de individuele bezoldiging. Ook hierover bestaat in de literatuur onenigheid. Daarbij valt een soepele en een strikte stroming te ontwaren, afhankelijk van het antwoord op de vraag of een bezoldiging die in strijd is met of afwijkt van het bezoldigingsbeleid geldig dan wel nietig is. Mijn bevindingen wijzen in de richting van de strikte stroming. Voor zover hier nog enige twijfel over bestaat, maakt de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn daar een einde aan. De implementatie van deze herziene richtlijn kan de wetgever aangrijpen om meer helderheid te scheppen in de verhouding tussen het vaststellen van de individuele bezoldiging (lid 4) en het bezoldigingsbeleid (lid 1). Zo zorgt het vervangen in lid 1 van de woorden ‘met inachtneming van’ door ‘in overeenstemming met’ ervoor, dat het dwingende karakter van het bezoldigingsbeleid meer tot uiting komt. Nog beter zou zijn wanneer de wetgever expliciet zou opnemen dat een bezoldiging nietig is, wanneer deze in strijd is met of afwijkt van het bezoldigingsbeleid, behoudens de uitzondering zoals opgenomen in de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn. De vennootschap heeft daardoor de mogelijkheid om in uitzonderlijke omstandigheden tijdelijk af te wijken van het bezoldigingsbeleid, mits in het beleid is bepaald onder welke procedurele voorwaarden afwijking kan geschieden en van welke onderdelen van het beleid mag worden afgeweken. Onder deze uitzonderlijke omstandigheden vallen uitsluitend situaties waarin afwijking van het bezoldigingsbeleid noodzakelijk is om de lange termijn belangen en duurzaamheid van de vennootschap als geheel te dienen of haar levensvatbaarheid te garanderen. In deze aanpassingsronde kan de wetgever tegelijkertijd verduidelijken dat een bezoldiging, die niet in overeenstemming is met het bezoldigingsbeleid, maar wel is goedgekeurd door de AVA, niet nietig is. Ten slotte doet de wetgever er goed aan meer duidelijkheid te scheppen in de verhouding tussen het vaststellen van het bezoldigingsbeleid (lid 1) en het voorstel tot goedkeuring van een regeling in de vorm van aandelen

of rechten tot het nemen van aandelen (lid 5) door de algemene vergadering. Over het samenspel tussen beide bepalingen is mijns inziens onvoldoende nagedacht.

470. Say-on-pay

Een laatste conclusie heeft betrekking op de bevoegdheid van de algemene vergadering om het bezoldigingsbeleid vast te stellen en te stemmen (dan wel te discussiëren) over de toepassing van dit beleid in het afgelopen boekjaar. Het doel van deze say-on-pay-regelingen in Nederland voor (beursgenoteerde) naamloze vennootschappen is naar mijn mening het waarborgen van gedegen toezicht op de wijze waarop de raad van commissarissen zijn bevoegdheid tot vaststelling van de bezoldiging van bestuurders uitoefent. Daarnaast is het doel van deze regelingen gelegen in het bepalen van de (maximale) hoogte van de bezoldiging van bestuurders door de algemene vergadering. De bevoegdheid tot vaststelling van de individuele bezoldiging en het bezoldigingsbeleid, en de bevoegdheid om te discussiëren of te stemmen over het remuneratierapport moeten in dat licht worden gezien en gewogen. Bij de beoordeling – en eventuele wijziging – van de bestaande say-on-pay-regelingen dient naar mijn mening voorkomen te worden dat de wetgever komt met regelgeving waardoor bij beursgenoteerde vennootschappen meer macht over het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders bij de algemene vergadering komt te liggen dan nodig is om adequaat toezicht te kunnen houden. Dit brengt enkele consequenties met zich.

Allereerst kan worden heroverwogen of de vaststelling van de individuele bezoldiging primair bij de algemene vergadering moet liggen. Gekozen zou kunnen worden voor een aanpassing van art. 2:135 lid 4 BW door de bevoegdheid tot vaststelling van de bezoldiging van bestuurders bij de raad van commissarissen neer te leggen, indien aanwezig. Bij afwezigheid van een raad van commissarissen zou de algemene vergadering bevoegd zijn of kan de bevoegdheid statutair worden gedelegeerd aan een ander orgaan. Voor de praktijk zal deze aanpassing overigens beperkte waarde hebben. Is er sprake van een open naamloze vennootschap van een bepaalde omvang, dan zal deze vennootschap in de regel een raad van commissarissen hebben waaraan in de regel statutair de bevoegdheid is gedelegeerd om de individuele bezoldiging van bestuurders vast te stellen. Voor beursgenoteerde vennootschappen is dit zonder uitzondering het geval.

Ten tweede dient te worden benadrukt dat de bindende say-on-pay-regeling over het bezoldigingsbeleid zoals wij die in Nederland kennen, een vrij vergaande vorm van het houden van toezicht betreft. Deze regeling is ingevoerd op een moment dat een grote meerderheid voor het versterken van de positie van de aandeelhouders was. Na enkele negatieve ervaringen met aandeelhoudersactivisme is tegenwoordig juist een aversie tegen het versterken van de positie van aandeelhouders waar te nemen. Daarnaast lijkt een vaststelling van het bezoldigingsbeleid

door de aandeelhouders, vanwege de moderne manier van bezoldigen, niet (langer) te stroken met de taakstelling van het bestuur om te allen tijde het belang van de vennootschap voor ogen te houden. De huidige bezoldigingsstructuur dient de bestuurder immers te motiveren (lees: te sturen) door het eigen belang van de bestuurder in lijn te brengen met het halen van bepaalde doelstellingen. In theorie zouden de aandeelhouders met het bezoldigingsbeleid deze doelstellingen op een dusdanige wijze vorm kunnen geven dat bestuurders worden aangezet om het belang van een van de stakeholders, de aandeelhouders, onevenredig te dienen. Dit verhoudt zich niet goed tot het gegeven dat het aan het bestuur en de raad van commissarissen is om te bepalen op welke wijze het beste gekomen kan worden tot lange termijn waardecreatie.

De wetgever zou ervoor kunnen kiezen om de positie van de algemene vergadering af te zwakken door de vaststelling van het bezoldigingsbeleid statutair toe te kennen aan het orgaan dat ook de individuele bezoldiging vaststelt, bij beursvennootschappen in de regel de raad van commissarissen. In dat geval dient de algemene vergadering wel te allen tijde een adviserende stem te krijgen over het bezoldigingsbeleid om te waarborgen dat aandeelhouders op een adequate manier toezicht kunnen houden.

Een meer voor de hand liggende oplossing is om te waarborgen dat bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen de raad van commissarissen te allen tijde bevoegd is om het bezoldigingsbeleid op te stellen. In de Code 2016 komt vorenstaande al tot uiting. Daarin is opgenomen dat het de raad van commissarissen is die het bezoldigingsbeleid ter vaststelling voorlegt aan de algemene vergadering. Deze route lijkt mij dwingend en zou wettelijk vastgelegd kunnen worden. Wordt van een wettelijke vastlegging afgezien, dan zal de raad van commissarissen moeten toetsen of een bezoldigingsbeleid dat ter vaststelling wordt voorgesteld door een (groep) aandeelhouder(s) in overeenstemming is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Is hiervan onvoldoende sprake, bijvoorbeeld omdat het bezoldigingsbeleid te veel inzet op het in lijn brengen van de belangen van bestuurders met de belangen van de aandeelhouder(s) op de korte(re) termijn, dan is de raad van commissarissen naar mijn mening gehouden om te weigeren het voorstel ter stemming te brengen in de algemene vergadering van aandeelhouders. Indien de raad van commissarissen buitenspel wordt gezet, bijvoorbeeld omdat het bestuur het voorstel agendeert, dan zal de raad van commissarissen via de rechter de vaststelling van het bezoldigingsbeleid (preventief dan wel achteraf) moeten aanvechten.

Ten derde dient ook bij de toekenning van de individuele bezoldiging het houden van toezicht door de AVA als uitgangspunt te worden genomen. De AVA dient aldus een terughoudende rol te krijgen bij de in te voeren adviserende say-on-pay over het remuneratierapport. Dit volgt onder meer uit de gedachte, zoals opgenomen in de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn, dat deze stemming primair tot doel heeft om te waarborgen dat het bezoldigingsbeleid wordt uitgevoerd

overeenkomstig dat beleid. De informatieve waarde van die stemming zou in dat kader voornamelijk betrekking hebben op de vraag of de uitvoering van het vastgestelde beleid in de praktijk voldoet aan de verwachtingen die het bezoldigingsbeleid bij de vaststelling ervan heeft geschapen. Is de individuele bezoldiging klaarblijkelijk in strijd met het bezoldigingsbeleid, dan is deze bezoldiging immers nietig. Uiteraard zal een negatieve stem ook het resultaat kunnen zijn van een ander soort onvrede, bijvoorbeeld met de gekozen strategie. De raad van commissarissen doet er goed aan om bij een substantieel aantal tegenstemmen in overleg te treden met deze aandeelhouders om te achterhalen waar de onvrede op ziet. In het volgende remuneratierapport zal bij een negatieve stem moeten worden uitgelegd, hoe door de vennootschap rekening is gehouden met deze stemming. Naar mijn mening gaat het echter te ver om een consequentie te verbinden aan een afwijzende stem. Ik ben daarom geen voorstander van de regeling, zoals geldt in het Verenigd Koninkrijk, dat na een afkeurende stem door de AVA het bezoldigingsbeleid opnieuw ter goedkeuring moet worden voorgelegd aan de AVA. De AVA zou daarmee, in combinatie met haar vaststellingsrecht, te veel grip krijgen op de individuele bezoldiging van bestuurders. Dit werkt een oneigenlijke stem over het remuneratierapport in de hand. Ook wordt hiermee miskend dat de onvrede veelal kan worden weggenomen door het geven van een andere invulling aan de individuele bezoldiging binnen het (eerder door de AVA) vastgestelde beleid. Daarnaast wordt hiermee miskend dat er andere redenen ten grondslag kunnen liggen aan een afwijzende stem. In dit kader speelt ook mee dat conform de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn de regeling moet worden ingevoerd om het bezoldigingsbeleid iedere vier jaar ter stemming voor te leggen aan de AVA. Een jaarlijkse, adviserende, stemming over het remuneratierapport zonder verdere consequenties lijkt mij voor de Nederlandse situatie dan ook het meest gepast.

3.3 Het huidige vennootschapsrechtelijke systeem: aanpassen en terugvorderen

471. Redelijkheidstoets, afroomregeling en terugvorderingsbevoegdheid

Met de introductie in Boek 2 BW van een redelijkheidstoets, een afroomregeling en een terugvorderingsbevoegdheid heeft de wetgever getracht de positie van de raad van commissarissen met betrekking tot de bezoldiging van bestuurders te versterken. Een nadere bespreking van de redelijkheidstoets, de afroomregeling en de terugvorderingsbevoegdheid laat zien dat de positie van de raad van commissarissen de facto weinig is verbeterd. Een belangrijke reden daarvoor is dat met de invoering van de redelijkheidstoets en terugvorderingsbevoegdheid de wetgever geenszins de bedoeling heeft gehad om nieuwe bevoegdheden te scheppen, maar slechts om de reeds bestaande wettelijke mogelijkheden voor aanpassing en terug-

vordering te verduidelijken. De gedachte is dat hierdoor aan de raden van commissarissen meer houvast wordt gegeven bij het uitoefenen van hun bevoegdheden inzake de bezoldiging van bestuurders.

472. Aanpassen

Een voorvraag die de wetgever achterwege heeft gelaten is of aanpassing van een bonus uitblijft omdat de aanpassingsbevoegdheid niet duidelijk is of omdat een eenzijdige aanpassing van de bonus zelden wordt gehonoreerd. Naar mijn mening is het gesignaleerde ‘probleem’ namelijk een gevolg van de hoge drempel die wordt opgeworpen om tot aanpassing over te gaan. Door aan te sluiten bij de strenge maatstaf van art. 6:248 lid 2 BW lijkt de kans dat succesvol een beroep kan worden gedaan op art. 2:135 lid 6 BW verwaarloosbaar. Uiteraard is het aan de rechter om invulling te geven aan art. 2:135 lid 6 BW. De hoop dat een rechter in ruime zin zal oordelen dat het uitkeren van de bonus op basis van de redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is, is mijns inziens ijdel. De verwachting is dan ook dat lid 6, zelfs als de raden van commissarissen zich meer bewust zijn van de hun toekomende bevoegdheid, niet veel zal opleveren. Op grond hiervan heeft art. 2:135 lid 6 BW in zijn huidige vorm naast art. 6:248 lid 2 BW mijns inziens geen bestaansrecht.

473. Terugvorderen

De introductie van de bevoegdheid tot het instellen van een vordering tot terugstorten van het te veel betaalde deel van de bonus is evenmin een nieuwe bevoegdheid. Sinds jaar en dag kan een dergelijke vordering worden ingesteld op grond van art. 6:203 BW. Sterker nog, bij het ontwerpen van artikel 2:135 lid 8 BW is aangesloten bij het reeds bestaande art. 6:203 BW, waardoor de maatstaf voor het succesvol toepassen van dit laatste artikel exact gelijk is aan de maatstaf die geldt voor art. 2:135 lid 8 BW, met dien verstande dat art. 2:135 lid 8 BW zich beperkt tot op basis van onjuiste financiële informatie onverschuldigd betaalde bonussen, terwijl art. 6:203 BW betrekking heeft op iedere vorm van onverschuldigde betaling. De terugvorderingsbevoegdheid levert juridisch gezien dus weinig tot niets nieuws op. Met recht kan de vraag gesteld worden waarom lid 8 van art. 2:135 BW eigenlijk is ingevoerd.

Mijns inziens zijn er drie pluspunten te onderkennen. Het feit dat expliciet in boek 2 BW genoemd wordt dat een bonus op grond van onverschuldigde betaling kan worden teruggevorderd, geeft immers een duidelijk signaal af aan de raden van commissarissen. Het terugvorderen van onverschuldigde bonussen is door het opnemen van art. 2:135 lid 8 BW de norm geworden, waarvan raden van commissarissen bij uitzondering af mogen wijken. Daar komt bij dat wordt geëxpliciteerd

dat de bevoegdheid tot terugvordering niet afhangt van het antwoord op de vraag of de bestuurder op de hoogte was van het feit dat de bonus onterecht is toegekend. Hierdoor worden aan de raden van commissarissen handvatten gegeven voor de afweging of er voldoende grondslag is voor terugvordering van (een deel van) de bonus. Ik wil wel inzien dat deze vereenvoudiging van het afwegingskader de kans enigszins vergroot dat bonussen worden teruggevorderd.

In het verlengde hiervan zou ik willen betogen dat de individuele leden van een raad van commissarissen, die niet overgaat tot het terugvorderen van een onverschuldigd betaalde bonus, vanwege de explicitering van deze bevoegdheid in art. 2:135 lid 8 BW eerder persoonlijk aansprakelijk kunnen worden gehouden. In het bijzonder bij ‘financial restatements’ dienen raden van commissarissen alert te zijn en na te gaan of de gewijzigde cijfers invloed hebben op een reeds uitgekeerde bonus.

Ten derde geeft de mogelijkheid om een bijzondere vertegenwoordiger aan te stellen, aan de algemene vergadering een nieuwe bevoegdheid om te bewerkstelligen dat een onterecht uitgekeerde bonus daadwerkelijk wordt teruggevorderd.

Een verdergaande toegevoegde waarde kan ik, ondanks de hooggespannen opgewekte verwachtingen, niet ontwaren. De ‘oplossing’ die de invoering van de claw back bevoegdheid biedt, kan mijns inziens dan ook niet de bombarie rechtvaardigen die met de invoering ervan gepaard is gegaan.

474. Majeure vennootschappelijke gebeurtenissen

Wel een nieuwe bevoegdheid was geschapen met de invoering van art. 2:135 lid 7 (oud) BW. Nederland kende daarmee voor een periode van drie jaar een unieke regeling om in gevallen van majeure vennootschappelijke gebeurtenissen (een openbaar bod, fusie, splitsing of besluit in de zin van art. 2:107a BW) de financiële prikkel voor bestuurders te verminderen, teneinde een zuivere besluitvorming te bewerkstelligen. Op deze regeling is veel kritiek geuit. Deze kritiek was driedelig. Allereerst werd getwijfeld aan de rechtmatigheid van deze regeling in het licht van art. 1 Eerste Protocol bij het EVRM. Ten tweede konden er vraagtekens worden gezet bij de noodzaak van deze regeling, onder meer vanwege het bestaan van de tegenstrijdigbelangregeling, die een zuivere besluitvorming dient te waarborgen. Ten derde was er kritiek op de effectiviteit van artikel 2:135 lid 7 (oud) BW. Zo werd betwijfeld in hoeverre deze regeling daadwerkelijk de prikkel tot oneigenlijke oordeelsvorming bij bestuurders wegnam, aangezien de toepassing van de regeling niet allesomvattend was. Lid 7 (oud) had bijvoorbeeld alleen betrekking op aandelen die de bestuurder als bezoldiging had ontvangen. De waardeinstijging van aandelen die de bestuurder zelf had gekocht of geërfd kwam de bestuurder dus volledig toe. Ook vielen derivaten, zoals phantom stocks en phantom stock appreciation rights, niet onder de regeling van art. 2:135 lid 7 (oud) BW. Het gevolg hiervan was, dat de afroomregeling gemakkelijk omzeild kon worden en willekeur op de loer lag.

Naast het omzeilen van de afroomregeling zorgde de onvolledigheid van art. 2:135 lid 7 (oud) BW eveneens voor een ongelijke behandeling, onder meer omdat de regeling niet van toepassing was op een naamloze vennootschap met een beursnotering buiten de Europese Economische Ruimte. De regeling gaf dan ook diverse ongewenste prikkels aan bestuurders, bijvoorbeeld om met de overnemende partij een aparte beloning af te spreken ter compensatie van de vermindering als gevolg van toepassing van art. 2:135 lid 7 (oud) BW, om te kiezen voor een notering ‘in den vreemde’ in plaats van aan de Euronext Amsterdam, of om bij zicht op een overname het bestuurslidmaatschap voortijdig (voor aanvang van het eerste peilmoment) te beëindigen. Als we de balans opmaken na enkele jaren met art. 2:135 lid 7 (oud) BW, dan zijn de vruchten wrang en de lasten groot. Het valt dan ook niet te betreuren dat het artikel van rechtswege is vervallen. De wetgever doet er goed aan om dit lid in haar oude vorm geen nieuw leven meer in te blazen.

3.4 Het huidige vennootschapsrechtelijke systeem: de rol van de rechter

475. De rol van de gewone civiele rechter

Wanneer wordt gekeken naar de rol van de rechter in de onderzochte landen bij het beoordelen van de bezoldiging van bestuurders, dan wordt duidelijk dat deze rol gekenmerkt wordt door een grote mate van terughoudendheid. Ingrijpen door de rechter komt slechts onder uitzonderlijke omstandigheden voor. Opvallend is dat de Nederlandse rechter, vanuit het oogpunt van de rechtszekerheid en ter voorkoming van belangenconflicten, onverbiddelijk is bij toepassing van de bevoegdheidsverdeling bij het vaststellen van de bezoldiging. Zonder formeel benoemingsbesluit is degene die bestuurstaken verricht geen bestuurder en komt hij ook niet in aanmerking voor een bestuurdersbezoldiging. De vaststelling van de bezoldiging van bestuurders kan alleen geschieden door het in de wet en de statuten aangewezen orgaan op straffe van nietigheid. Blijkt de bezoldigingsafpraak achteraf nietig, dan zal de ontvangen bezoldiging in beginsel moeten worden terugbetaald. Eenzelfde lot is de bestuurder beschoren indien de bezoldiging is vastgesteld in strijd met of in afwijking van het bezoldigingsbeleid. In alle andere gevallen blijft ingrijpen door de rechter beperkt tot uitzonderlijke omstandigheden die aanleiding geven tot het oordeel dat de uitkering van de bezoldiging op grond van de redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is.

476. De rol van de Ondernemingskamer

De terughoudendheid is ook zichtbaar wanneer de bezoldiging als onderdeel van het beleid en de gang van zaken ter beoordeling wordt voorgelegd aan de rechter, in Nederland aan de Ondernemingskamer. De hoofdregel voor een beoordeling van de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen is dat met betrekking tot de met een lid van een raad van bestuur gemaakte belonings- en andere afspraken ter zake van zijn of haar werkzaamheden als lid van die raad geldt, dat in beginsel slechts aan de instantie die tot vaststelling van die voorwaarden bevoegd is ter beoordeling staat welke afspraken in het bewuste geval geëigend zijn, zulks met dien verstande dat die instantie vanzelfsprekend een eventueel goedkeuringsrecht van een andere instantie (zoals de AVA) met betrekking tot onderdelen van die afspraken heeft te eerbiedigen. Terughoudendheid bij de inhoudelijke beoordeling van de bezoldiging door de OK is derhalve op zijn plaats. Voor gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid is slechts plaats, indien er sprake is van afspraken die zodanig zijn dat (voorshands geoordeeld moet worden dat) men daartoe in redelijkheid niet had kunnen komen. Daarbij dient te worden opgemerkt dat er geen ruimte is om tot toetsing te komen van een bepaalde bezoldiging, die enkel gebaseerd is op het feit dat de omvang van deze bezoldiging buitenproportioneel is. Aan de hoogte van de beloningen kan op zichzelf niet zonder meer een argument worden ontleend voor het constateren van wanbeleid.

De aandacht van de OK gaat primair uit naar het besluitvormingsproces omtrent de gewraakte bezoldiging. De kernvraag lijkt in dat kader te zijn of er sprake is geweest van een zorgvuldige belangenafweging bij het vaststellen, toekennen en/of uitkeren van de bezoldiging. Bij beantwoording van deze vraag is een tweetrapsraket te ontwaren. De eerste trap heeft betrekking op de vraag of het (bevoegde) orgaan dat het besluit heeft genomen, voldoende en juist geïnformeerd was en ook overigens de regels voor de totstandkoming in acht heeft genomen. De aandacht gaat daarbij in het bijzonder uit naar de vraag of eventuele tegenstrijdige belangen voldoende zijn onderkend en adequaat zijn geadresseerd.

Geeft het besluitvormingsproces onvoldoende reden tot twijfel dan rest slechts een marginale beoordeling van de vraag of de gemaakte keuzes verdedigbaar zijn. De OK verwoordt deze terughoudende toetsing door te stellen dat slechts aan een daadwerkelijk inhoudelijke beoordeling van de bezoldiging wordt toegekomen, wanneer geen redelijk denkende ondernemer de onderhavige beloningen zou hebben uitbetaald.

Wanneer deze laatste toets – de vraag of de gemaakte keuze verdedigbaar is – wordt ontleed, dan valt deze uiteen in twee delen. Zo ligt allereerst de aannemelijkheid van de gegeven rechtvaardigingsgrond(en) voor de bezoldiging ter beoordeling voor. Een gegeven rechtvaardigingsgrond is in beginsel slechts dan onvoldoende aannemelijk, indien het gebezigde argument als zonneklaar onjuist kan worden

aangemerkt. Ten tweede speelt de vraag of het gebezigde argument een voldoende rechtvaardiging oplevert voor de gewraakte bezoldiging. Hieraan is slechts dan niet voldaan, wanneer kan worden vastgesteld dat de bezoldigingsafpraak gericht is op het zonder voldoende rechtvaardiging bevoordelen van bestuurders waardoor (een deel van) de bezoldiging is aan te merken als ongerechtvaardigde verrijking van de bestuurder(s) zonder nut voor de vennootschap. Er moet kort gezegd een verband zijn tussen de bezoldiging en het daarmee beoogde doel in het voordeel van de vennootschap.

Uit vorenstaande volgt dat de rol van de OK bij de beoordeling van de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen uiterst terughoudend is. Wel is daarbij op grond van de beschikkingen van de OK een kanttekening te plaatsen. Zo zijn er aanwijzingen dat de kans op een inhoudelijke beoordeling van de bezoldiging door de OK toeneemt, wanneer er sprake is van een (tussentijdse) aanpassing van de bezoldigingsafspraken vanwege een op handen zijnde gebeurtenis, dan wel het vaststellen van een bezoldiging zonder daarbij rekening te houden met een op handen zijnde gebeurtenis. De toets, die de OK hanteert voor het aannemen van wanbeleid, wijzigt overigens niet. Telkens is doorslaggevend het oordeel van de OK dat de wijziging slechts in het belang van bestuurders was zonder nut voor de vennootschap.

Of zoals rechter Coleman in 1939 al schreef: “We must distinguish between compensation that is actually wasteful and that which is merely excessive. The former is unlawful, the latter is not.”

Wanneer de beschikkingen van de OK worden afgezet tegen het Walt-Disney-arrest in de VS en het Mannesmann-arrest in Duitsland valt op dat de verschillende rechters op vrij uniforme wijze de beoordelingsruimte van de bezoldiging van bestuurders benaderen. De primaire vraag die in alle drie de landen voorligt is of het besluitvormingsproces op juiste wijze heeft plaatsgevonden. Indien blijkt dat de bestuurders en/of commissarissen tijdens dit proces hun fiduciaire verplichtingen hebben geschonden, bijvoorbeeld omdat het orgaan onvoldoende geïnformeerd was of bepaalde tegenstrijdige belangen onvoldoende zijn onderkend, dan zal een verzoek tot nader onderzoek worden toegewezen en wordt de bezoldiging met een kritischer blik door de rechter bekeken. Geeft het besluitvormingsproces geen aanleiding tot twijfel, dan stelt de rechter zich terughoudend op en wordt slechts getoetst of geen redelijk denkende ondernemer deze bezoldiging zou uitbetalen.

Ook de gehanteerde norm is in de respectievelijke landen gelijk. Voor rechterlijk ingrijpen is slechts plaats, indien de bezoldigingsbeslissing vanuit het perspectief van de vennootschap geen enkel rationeel zakelijk doel dient. De bezoldiging moet kunnen worden aangemerkt als ‘corporate waste’. Een hoge drempel die zelden wordt gehaald.

3.5 Transparantie als remedie

477. Transparantie

Geconcludeerd kan worden dat tot op heden de matigende werking van de openbaarmakingsverplichtingen een illusie is gebleken. Slechts bij bepaalde excessen zorgt de openbaarheid van de toegekende bezoldiging voor een ‘outrage constraint’. De rol van transparantie bij het oplossen van de twee geïdentificeerde kernproblemen is derhalve beperkt. Transparantie kan in die zin alleen een toegevoegde waarde hebben als daardoor een bewustwording optreedt bij de raad van commissarissen, dat de huidige wijze waarop de structuur of de ex ante hoogte van de bezoldiging wordt bepaald, aanpassing verdient. Niet te verwachten valt dat openbaarmakingsverplichtingen op een dusdanige manier kunnen worden ingezet dat afstand zal worden gedaan van de visie op de functie van bezoldiging als prikkel. Wel zie ik een mogelijkheid waarop transparantieverplichtingen in de toekomst kunnen bijdragen aan meer nadruk op het meenemen van de interne beloningsopbouw bij het bepalen van de ex ante hoogte. Een pay ratio-regeling, zoals recent aangenomen in de Verenigde Staten, waarbij aangesloten wordt bij de gerealiseerde bezoldiging van de bestuurder acht ik voor dit doel overigens ongeschikt. Een Nederlandse pay ratio-regeling, die raden van commissarissen aanzet tot het vormgeven van een bezoldigingsideologie die past bij de specifieke onderneming, zou mijns inziens wel de deur kunnen openen naar minder nadruk op externe referentie en een rechtvaardiger bezoldigingsniveau.

De implementatie van de herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn vormt een goede aanleiding voor de Nederlandse wetgever om na te denken over een Nederlandse pay ratio-regeling. Voor 10 juni 2019 dient Nederland een wettelijke bepaling te hebben die ondernemingen verplicht om in het bezoldigingsbeleid toe te lichten, hoe rekening is gehouden met de loon- en arbeidsvoorwaarden van de werknemers van de vennootschap bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid. Om het gesignaleerde marktfalen bij het bepalen van de hoogte van de bezoldiging van bestuurders tegen te gaan, kan bij het implementeren van deze bepaling worden gekozen voor de verplichting om een pay ratio in het bezoldigingsbeleid op te nemen die betrekking heeft op de hoogte van de totale ex ante bezoldiging van de CEO of iedere bestuurder afzonderlijk, afgezet tegen de gemiddelde totale bezoldiging van een representatieve referentiegroep (transparantie vooraf). Het ligt voor de hand om expliciet op te nemen dat de pay ratio een richtlijn is waarvan onder uitzonderlijke omstandigheden gemotiveerd mag worden afgeweken, onder openbaarmaking van de redenen tot afwijking. De pay ratio dient vergezeld te worden van (i) een uitleg over de wijze waarop de aan de pay ratio ten grondslag liggende waarden zijn berekend en (ii) een verklaring waarom deze pay ratio passend wordt geacht voor de desbetreffende onderneming. Iedere materiële wijziging van de waarden die

ten grondslag liggen aan de pay ratio zoals opgenomen in het bezoldigingsbeleid, moet uiteraard openbaar worden gemaakt, vergezeld van een uitleg in hoeverre deze wijziging heeft gezorgd voor aanpassing van de pay ratio of de bezoldiging.

Wanneer de wetgever kiest voor een pay ratio in het bezoldigingsbeleid, dan zal deze als leidraad dienen voor een meer intern georiënteerde analyse van de ex ante hoogte van bestuurdersbezoldiging. Op die manier gaat de bezoldiging van bestuurders, in plaats van het zijn van een meer geïsoleerd, abstract getal, onderdeel uitmaken van de bezoldigingsstructuur van de onderneming als geheel. Een pay ratio-regeling kan dan ook tegenwicht bieden aan de (deels ongefundeerde) praktijk van het benchmarken en als intern anker dienen om het haasje-over-effect tegen te gaan. Ook kan een vooraf vastgestelde pay ratio de onderhandelingspositie voor commissarissen versterken. De (potentiële) bestuurder weet bij het aangaan van de onderhandelingen dat een bepaalde pay ratio geldt waaraan de raad van commissarissen zich in beginsel heeft geconformeerd. Slechts in uitzonderlijke gevallen zal worden afgeweken van de pay ratio zoals opgenomen in het bezoldigingsbeleid, op basis van de reële ‘opportunity costs’ van een specifieke bestuurder.

De herziene aandeelhoudersrechtenrichtlijn verplicht Nederland eveneens om een wettelijke bepaling te ontwerpen, op grond waarvan de jaarlijkse verandering in (i) de bezoldiging per bestuurder, (ii) de ontwikkeling van de prestaties van de vennootschap en (iii) de gemiddelde bezoldiging van andere voltijd werknemers dan de bestuurders over ten minste de laatste vijf boekjaren in het remuneratierapport openbaar moet worden gemaakt. Voor deze jaarlijkse verandering zou naar mijn mening aangesloten moeten worden bij de ex ante bezoldigingsniveaus van iedere bestuurder. Daarnaast zou gedacht kunnen worden aan de verplichting om in het remuneratierapport ook de aan deze verandering ten grondslag liggende waarden op te nemen. Een pay ratio dus die gebaseerd is op de ex ante bezoldigingsniveaus van de CEO of iedere bestuurder afzonderlijk, afgezet tegen de gemiddelde totale bezoldiging van een representatieve referentiegroep (transparantie achteraf). Indien deze laatste pay ratio niet gelijk is aan de pay ratio, zoals opgenomen in het bezoldigingsbeleid, dan dient het orgaan dat bevoegd is de individuele bezoldiging van bestuurders vast te stellen, uit te leggen waarom er sprake is van een afwijkende pay ratio.

Een regeling waarbij voor de berekening van de pay ratio wordt aangesloten bij de uiteindelijk gerealiseerde bezoldiging (de ex post bezoldiging), zoals opgenomen in het Verenigd Koninkrijk of in de Verenigde Staten, heeft mijns inziens naast vorengenoemde regelingen voor Nederland geen toegevoegde waarde.

Een krachtige nadruk op de interne beloningsverhoudingen kan ervoor zorgen dat de bestuurder bij het bepalen van de relatieve waarde van zijn bezoldiging eerder geneigd zal zijn om zijn blik intern te richten en hij zich meer verbonden zal voelen met de rest van de onderneming. Juist deze verbondenheid ontbrak de laatste jaren, wat voor veel onvrede binnen ondernemingen heeft geleid. Op deze wijze zou een nieuwe openbaarmakingverplichting een bijdrage kunnen leveren

aan een paradigmaverschuiving voor het bepalen van de ex ante hoogte van de bezoldiging van bestuurders.

3.6 Bevoegdheidsverdeling als remedie

478. Bevoegdheidsverdeling als remedie

Ook het samenspel tussen de bevoegdheden van de raad van commissarissen en de algemene vergadering bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders maakt het mogelijk dat druk vanuit de aandeelhouders zou kunnen bijdragen aan een paradigmaverschuiving om de in het tweede deel gesignaleerde kernproblemen tegen te gaan. Te hooggespannen verwachtingen zal men daar niet van moeten hebben. In de praktijk zijn de aandeelhouders eerder de kwaal dan de remedie. Vele institutionele beleggers delen de visie op de bezoldiging van de top van de onderneming. Zij verwachten dat bezoldiging wordt ingezet als managementtool en eisen dat bezoldiging gekoppeld wordt aan vooraf bepaalde, objectief meetbare prestaties, met een nadruk op het creëren van aandeelhouderswaarde. Daarnaast wordt het bepalen van de ex ante hoogte op basis van externe referentie gezien als gangbaar. Aandeelhouders roeren zich over het algemeen slechts bij abnormaal hoge beloningsniveaus in combinatie met relatief slechte prestaties. De aandacht gaat daarbij, mede vanwege de invloedrijke stemadviesbureaus, voornamelijk uit naar de verhouding tussen beloning en prestatie. De bemoeienis van aandeelhouders blijft daarnaast beperkt tot uitschieters.

Het versterken van de positie van de ondernemingsraad bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid of de individuele bezoldiging door middel van het toekennen van een instemmingsrecht zal er ongetwijfeld voor zorgen dat de interne beloningsverhoudingen meer in ogenschouw worden genomen. Desalniettemin ben ik geen voorstander van deze oplossing. Een instemmingsrecht zou naar mijn mening leiden tot een gemankeerd vennootschapsrechtelijk systeem. Daar komt bij dat de ondernemingsraad reeds beschikt over een aanzienlijk aantal juridische middelen om zijn visie op de bezoldiging van bestuurders voor het voetlicht te brengen. Efficiënt ‘toezicht’ door de ondernemingsraad op de bezoldiging van bestuurders zal naar mijn mening niet afhangen van nieuw vormgegeven regelingen, maar van de wijze waarop de desbetreffende ondernemingsraad gebruikmaakt van de bestaande juridische mogelijkheden. Daarbij kan de ondernemingsraad samenwerken met vakorganisaties om, onder gebruikmaking van de aan de vakorganisaties toekomende middelen, invloed uit te oefenen op het bezoldigingsbeleid.

De instrumenten om druk te zetten op de raad van commissarissen om tot een andere wijze van vaststellen of bezoldigen te komen, zijn dus aanwezig. Afhankelijk van de wijze waarop gebruikgemaakt wordt van deze instrumenten kan daarmee

een bijdrage worden geleverd aan de noodzakelijke paradigmaverschuiving. Daarnaast kan het Nederlandse vennootschapsrechtelijke systeem een belangrijke rol spelen bij het oplossen van de gesignaleerde kernproblemen, nadat deze paradigma-verschuiving zich bij de institutionele (en particuliere) beleggers heeft voltrokken. Een gewijzigde bevoegdheidsverdeling is daarvoor niet nodig.

3.7 Aanpassen of terugvorderen als remedie

479. Aanpassen als remedie

Een effectieve aanpassingsbevoegdheid in financieel slechte tijden is in overeenstemming met de gedachte van pay-for-responsibility. De botsing tussen het ‘pacta sunt servanda’-beginsel en de wens om excessieve beloningen tegen te gaan, zorgt er echter voor dat het vormgeven van een effectieve bevoegdheid tot het achteraf aanpassen van bonussen geen gemakkelijke opgave is. Desalniettemin zijn er verschillende mogelijkheden te ontwaren om tot een effectievere aanpassingsbevoegdheid te komen.

Mijn voorkeur gaat uit naar het aansporen van raden van commissarissen om een aanpassingsbeleid te ontwikkelen als onderdeel van het bezoldigingsbeleid. De raad van commissarissen dient in dat geval in de overeenkomst met de bestuurder een aanpassingsbevoegdheid op te nemen. Indien eveneens de omstandigheden worden geëxpliciteerd op grond waarvan gebruik mag worden gemaakt van deze aanpassingsbevoegdheid (conform bpb 3.4.2. van de Code 2016), zal de kans toenemen dat hiertoe daadwerkelijk wordt overgegaan. Daarbij kan gedacht worden zowel aan omstandigheden die zien op de financiële toestand van de vennootschap, als aan omstandigheden die zien op bepaalde onwenselijke gedragingen zoals fraude.

Opgemerkt dient te worden dat in de Code uit 2008 een dergelijke best-practice-bepaling was opgenomen. Deze bepaling moest de raad van commissarissen aansporen in de overeenkomst met de bestuurder een ‘ultimum remedium-bevoegdheid op te nemen. In de Code 2016 is deze best-practice-bepaling niet meer terug te vinden. Als reden voor het schrappen van deze bepaling wordt de overlap met de wettelijke regeling van art. 2:135 lid 6 BW gegeven. Mijns inziens bijten beide regelingen elkaar niet en is een dergelijke best-practice-bepaling van groter nut dan de huidige wettelijke regeling. Het zou wat mij betreft in aangepaste vorm weer opgenomen kunnen worden in de Code. Indien de rechtspolitieke keuze valt op een meer dwingende regeling, dan ligt het invoeren van een wettelijke bepaling voor de hand die verplicht tot het opstellen van een aanpassingsbeleid en het opnemen van een aanpassingsbevoegdheid in de overeenkomst met de bestuurder.

Een andere optie zou zijn om te expliciteren, wanneer uitkering van een bonus op grond van de redelijkheid en billijkheid in beginsel onaanvaardbaar is. De wet leent zich hier niet goed voor, maar de Code zou uitkomst kunnen bieden. Door aan te geven onder welke omstandigheden aanpassing zou moeten worden toegestaan, wordt aan de rechter een handvat geboden bij de inkleuring van de maatstaf. Hierdoor wordt eveneens duidelijk voor de raad van commissarissen en de bestuurder wanneer gebruik kan worden gemaakt van de aanpassingsbevoegdheid. Uitgaande van de huidige regeling zou hierdoor de kans op een effectievere toepassing worden vergroot.

480. Terugvorderen als remedie

Ook een effectieve(re) terugvorderingsbevoegdheid is in overeenstemming met de gedachte van pay-for-responsibility. Naar mijn mening zou bij dit onderwerp eveneens beter aangesloten kunnen worden bij een verplichting om een terugvorderingsbeleid te ontwikkelen, dit openbaar te maken en toe te passen. In dat licht dient te worden opgemerkt dat in bpb II.2.11 van de Code 2008 reeds een aansporing was opgenomen voor de raad van commissarissen om een terugvorderingsbevoegdheid op te nemen in de overeenkomst met de bestuurder. Ook deze bepaling komt niet meer terug in de Code 2016 vanwege de invoering van art. 2:135 lid 8 BW. Mijns inziens laat de wettelijke terugvorderingsregeling onverlet dat een terugvorderingsbepaling in de Code van toegevoegde waarde kan zijn. Deze best practice bepaling zou in dat geval de vennootschap aan moeten zetten tot het ontwikkelen van een terugvorderingsbeleid als onderdeel van het bezoldigingsbeleid (waaronder het specificeren van bepaalde gevallen waarin een variabele beloning kan worden teruggevorderd) en tot het opnemen van een terugvorderingsbevoegdheid van de raad van commissarissen in de overeenkomst met de bestuurder. Een wettelijke regeling met dezelfde inhoud geeft een dwingender variant. Daarbij kan gedacht worden aan het verbreden van de terugvorderingsbevoegdheid waardoor terugvordering niet alleen mogelijk is op grond van onverschuldigde betaling, maar eveneens wanneer het behouden van de variabele beloning op grond van de redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is, bijvoorbeeld wanneer achteraf fraude blijkt te zijn gepleegd. In dat geval krijgt de terugvorderingsbevoegdheid – evenals de claw back in de vs – een punitief karakter.

481. Regelgeving bij majeure vennootschappelijke gebeurtenissen

Uit de brief aan de Tweede Kamer over de voortgang van de modernisering van het ondernemingsrecht volgt dat de regering de conclusies deelt dat de afroomregeling zoals opgenomen in art. 2:135 lid 7 (oud) BW te complex was. Zij is dan ook voornemens met een effectievere regeling te komen. Daarbij wordt onder meer gedacht aan het toekennen van de *bevoegdheid* (en dus niet het opleggen van de

verplichting) aan de raad van commissarissen tot aanpassing van de bezoldiging in het kader van belangrijke besluiten zoals overnames. Deze aanpassingsbevoegdheid zou ook als expliciete omstandigheid onder art. 2:135 lid 6 BW kunnen worden geschaard.

Bij een dergelijke regeling zou ik de volgende kanttekeningen willen plaatsen. Voor het bewerkstelligen van een zuivere besluitvorming kan naar mijn mening het beste aansluiting worden gezocht bij de bestaande regelingen die belangenvermenging moeten voorkomen. Geëxpliciteerd zou kunnen worden dat een bestuurder met een (substantieel) financieel persoonlijk belang – bijvoorbeeld gedefinieerd in verhouding tot zijn vaste bezoldiging – bij het slagen van één van de genoemde majeure vennootschappelijke gebeurtenissen in beginsel een tegenstrijdig belang heeft en zich aan de besluitvorming dient te onttrekken. Het geheel willen wegnemen van een mogelijk tegenstrijdig belang is mijns inziens ongewenst en zal leiden tot een draconische regeling die nimmer volledig effectief zal zijn.

De vraag of een bestuurder mag verdienen aan een majeure vennootschappelijke gebeurtenis is van rechtspolitieke aard. Mijns inziens hoort het wettelijk afkomen van dergelijke winsten niet thuis in het vennootschapsrecht. Het is in de eerste plaats aan de vennootschap zelf om te beslissen of bestuurders (en commissarissen) substantiële winsten op de korte termijn zouden mogen ontvangen vanwege het welslagen van een voor de vennootschap ingrijpende gebeurtenis.

Vorenstaande laat onverlet dat de combinatie van bezoldiging, aandelenbezit en majeure vennootschappelijke gebeurtenissen een aandachtspunt zou moeten zijn bij beursgenoteerde vennootschappen. Weliswaar hoeft het houden van (belonings)aandelen voor de lange termijn, ook binnen het stakeholdersmodel zoals wij dat in Nederland kennen, niet direct strijdig te zijn met het streven naar lange termijn waardecreatie. In veel gevallen zal lange termijn aandeelhouderswaarde en lange termijn waardecreatie synchroon lopen. Aandacht is geboden op de momenten waarop de verschillende waarden uit elkaar (kunnen) lopen. Hiervan is bij uitstek sprake bij de genoemde majeure vennootschappelijke gebeurtenissen.

Bij het zoeken naar een opvolger van art. 2:135 lid 7 (oud) BW zou daarom naar mijn mening het zwaartepunt moeten liggen bij de raad van commissarissen die ertoe aangezet zou moeten worden een beleid vorm te geven over de financiële prikkels van bestuurders (en commissarissen) bij voor de vennootschap ingrijpende gebeurtenissen. Dit beleid dient vooreerst te waarborgen dat er voldoende leden zijn van de raad van bestuur en/of de raad van commissarissen zonder substantieel financieel persoonlijk belang bij het welslagen van de gebeurtenis om een zuivere besluitvorming te garanderen. Verder moet het vormgeven van dit beleid de raad van commissarissen aanzetten na te denken over de functie die een bezoldiging, uitgekeerd in aandelen of aandelengerelateerde instrumenten, vervult onder de gewijzigde omstandigheden.

SAMENVATTING EN EINDCONCLUSIES

Om aan het eerste doel tegemoet te komen zal een dergelijk beleid zowel de aandelen en aandelengerelateerde instrumenten betreffen die de functionaris als bezoldiging heeft ontvangen, als de aandelen en aandelengerelateerde instrumenten die de functionaris uit anderen hoofde bezit. Verder zal dit beleid moeten zien op andere financiële prikkels, zoals golden parachutes en overnamebonussen (van de vennootschap, de overnemende partij of een derde). Om een zuivere besluitvorming te kunnen garanderen zou in dit beleid bijvoorbeeld kunnen worden opgenomen dat bepaalde bestuurders of commissarissen geen aandelen mogen houden in de vennootschap. Wanneer dit als onwenselijk wordt ervaren, zou ervoor kunnen worden gekozen dat de aandelen, die door een aantal (of alle) bestuurders of commissarissen worden gehouden, automatisch worden omgezet in contanten op het moment dat het op handen zijn van een majeure vennootschappelijke gebeurtenis publiekelijk bekend wordt (eventueel onder de voorwaarde dat de gebeurtenis doorgang zal vinden).

Naast het waarborgen van een zuivere besluitvorming dient nagedacht te worden over de functie die bezoldigingsaandelen en aandelengerelateerde instrumenten gedurende hun gehele looptijd vervullen. Deze functie wijzigt veelal, wanneer een ingrijpende gebeurtenis zich voordoet. De raad van commissarissen zou zich het recht moeten voorbehouden om de bezoldiging ook in die gevallen dienstbaar te laten zijn aan het (lange termijn) belang van de vennootschap. In het verlengde daarvan zou eventueel een beroep gedaan kunnen worden op de eerder voorgestelde bepaling die raden van commissarissen ertoe aanzet (dan wel verplicht) om in de overeenkomst met de bestuurder een aanpassingsbevoegdheid op te nemen. Geëxpliciteerd kan worden dat deze aanpassingsbevoegdheid in elk geval geldt bij de genoemde majeure vennootschappelijke gebeurtenissen. Hierdoor komt de raad van commissarissen een meer op maat gesneden instrument toe. Ook kan gedacht worden aan een regeling die de raad van commissarissen aanspoort (dan wel verplicht) tot het opnemen van een plafond bij het toekennen van een bezoldiging in aandelen of opties om ongewenst hoge beloningen vanwege bepaalde (onverwachte of veranderende) situaties tegen te kunnen gaan. Ten slotte zal eveneens een standpunt moeten worden ingenomen over de toelaatbaarheid van transactiebonussen en andere vormen van variabele beloningen die afhankelijk zijn van een majeure vennootschappelijke gebeurtenis, onafhankelijk van de vraag of deze worden toegekend door de huidige vennootschap of de overnemende of verkrijgende partij of een eventuele derde.

Naar mijn mening is een door de raad van commissarissen op maat gesneden oplossing onontbeerlijk. Een (wettelijke) regeling dient dus beperkt te blijven tot het aansporen of verplichten van de raad van commissarissen om een dergelijk beleid te ontwikkelen.

Resumerend zullen de regels omtrent het aanpassen en terugvorderen van de bezoldiging van bestuurders voornamelijk een bijdrage leveren aan het achteraf

in lijn brengen van de bezoldiging met de verantwoordelijkheid die een bestuurder heeft jegens de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Een vergelijkbaar beeld is zichtbaar in de andere onderzochte landen. Deze regels kunnen een rol spelen bij het corrigeren van onredelijke uitkomsten die voornamelijk samenhangen met uitzonderlijke omstandigheden. Een bepaalde mate van rechtszekerheid voor de bestuurder eist dat aanpassing slechts mag geschieden wanneer uitkering of het behouden van de bezoldiging op grond van de redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is. Voor een prominente rol bij het oplossen van de gesignaleerde kernproblemen zijn deze regels over het algemeen ongeschikt.

3.8 De rechter als remedie

482. De rechter als remedie

De terughoudende rol en beperkte bewegingsruimte van de rechter bij de beoordeling van de bezoldiging zorgt er tenslotte voor dat de hoop niet te veel gevestigd dient te worden op de rechtsprekende macht om de gesignaleerde kernproblemen met de bezoldiging van bestuurders op te lossen. Het ligt niet voor de hand dat een rechter bereid zal zijn om de hoogte van een bezoldiging aan te passen vanwege het feit dat deze bezoldiging te veel gebaseerd zou zijn op externe referentie. Desalniettemin zou het ontbreken van het meenemen van de interne beloningsverhouding aanleiding kunnen geven tot een nader onderzoek naar de vaststelling van de bezoldiging. Zoals de PCM-beschikking laat zien, bestaat daarnaast ook de kans dat de Ondernemingskamer onder omstandigheden oordeelt over de invloed van de bezoldigingsafspraken op het functioneren van de onderneming, in het bijzonder wanneer de vormgegeven bezoldiging naar haar aard het risico van tegenstrijdige belangen inhoudt. In een dergelijk geval dient aangetoond te worden dat de gekozen bezoldigingsstructuur het gevaar in zich draagt dat de belangen van bestuurders in privé de voorrang krijgen boven het door hen te dienen belang van de vennootschap. Meer inzicht in het gevaar van het vooraf sturen van de bestuurder met zijn bezoldiging zou aanleiding kunnen geven tot eerder ingrijpen. Ondanks vorenstaande zorgt de aanzienlijke beoordelingsruimte van de raad van commissarissen bij de vaststelling van de bezoldiging van de bestuurder ervoor dat de rol van de rechter bescheiden zal zijn en zich zal beperken tot excessen. De structurele wefffouten bij de vaststelling van bezoldiging zullen door de rechter niet worden aangepakt. Zoals rechter Coleman al in 1939 schreef:

“If the rule were otherwise, the result would be destruction of autonomy in private enterprise to a degree that would render such enterprise no longer private; personal initiative and its just rewards would disappear, and this would undermine the very basis

upon which our economic life, with its constitutional guaranties, is founded, and upon which our democratic form of government depends.”

3.9 Slotbeschouwing

483. Concluderend

Concluderend lijkt er voor het vennootschapsrecht slechts een rol weggelegd bij het doorbreken van de immer stijgende bezoldigingsniveaus vanwege een te zware nadruk op externe referentie, wanneer de wetgever zal overgaan tot het invoeren van een Nederlandse pay ratio.

Wat de bevoegdheidsverdeling betreft zij opgemerkt, dat de instrumenten om druk te zetten op de raad van commissarissen om tot een andere wijze van vaststellen of bezoldigen te komen reeds aanwezig zijn. Voor het oplossen van de gesignaleerde kernproblemen is een andere bevoegdheidsverdeling niet nodig. Mocht alsnog worden overgegaan tot een meer uitgebalanceerde verdeling van de bevoegdheden bij het vaststellen van de bezoldiging, dan zou het waarborgen van een bezoldigingsbeleid dat in lijn is met het belang van de vennootschap voorop moeten staan.

Een aanpassing van de vennootschapsrechtelijke regels die betrekking hebben op het aanpassen en terugvorderen van de bezoldiging kan zorgen voor meer nadruk op pay-for-responsibility. De beperkingen die worden opgelegd door het pacta-sunt-servanda-beginsel en de daarmee verband houdende beperkte rol van de rechter brengen mee dat in het vennootschapsrecht een panacee voor de twee geïdentificeerde kernproblemen verder ontbreekt. Verandering zal moeten komen vanuit de ondernemingen zelf. Het is de raad van commissarissen die de voortrekkersrol op zich moet nemen.

Summary and final conclusions

Part I: A historical perspective

The evolution of executive compensation

1. The evolution of executive compensation

When you take a look at the development of executive compensation at listed companies from a historical perspective, it emerges that since the separation of ownership and control within listed companies in the early 20th century, executive compensation has changed on many fronts. We can differentiate three main changes: (i) a change in how the amount of the remuneration is determined, (ii) a change in the remuneration structure, and (iii) an expansion of the function of remuneration.

2. Changes to how the amount of remuneration is determined

The first change in determining the amount of the remuneration is related to a shift in attention towards the position instead of the person. Within this framework there was also a shift from an internal to an external orientation. Simultaneously with these changes, in the United States the amount of remuneration started to increase from the 1950s onwards, after an initial shrinkage due to the Great Depression and the Second World War. In that context, and after a period of compression that lasted for about forty years, the pay gap between executives and the rest of the employees in the US has steadily increased to the benefit of executives since the 1970s. Europe is following the same path to a lesser but consistent extent.

3. Changes in how remuneration is structured

The second change concerns the structure of the remuneration, as well as the group of actors involved in determining this. Whereas remuneration used to comprise a fixed salary (US) with a share of the profits (EU), currently executive compensation generally comprises a fixed salary, a performance-related short-term bonus (based on a short-term incentive plan or 'STIP'), long-term variable payment (based on a long-term incentive plan or 'LTIP') in options, ordinary and/or restricted stock

and other emoluments, compiled with the help of remuneration consultants so as to create a package of optimum incentives for the executive. The justification of the current remuneration structure relies to an important degree on a theoretical approach to executive compensation which developed during the 1990s.

4. Expansion of function

The emergence of this more financial-economic vision resulted in a third change – an expansion of the function of remuneration. Before the rise of the pay-for-performance approach, executive compensation was mainly intended to reward executives for the high-quality work they were performing. In addition, the total amount of the remuneration should be such that executives would want to work for the company and continue to work for it (attract and retain). The variable part of the remuneration served two important goals, namely guaranteeing cost efficiency and motivating the executive to work hard on behalf of the general profitability of the company. In this way, the remuneration was also a token of appreciation for positive results. This traditional view of remuneration requires that the remuneration is reasonable in the light of the achieved general success of the company.

5. The traditional versus the modern view

The rise of a theoretical need for performance-related pay has resulted in recent decades in the emphasis shifting to *motivating* the executive. The assumption is that a properly designed remuneration which rewards an executive for performance implies that the right type of executives will be attracted and retained. The idea that variable pay would also lead to cost efficiency was considered implicit, given that only good performance would be rewarded. The way that ‘motivation’ has been defined in this context has undergone a transition, however. In the traditional view, it was assumed that an executive was already motivated, and thus motivation concentrated on demonstrating approval of positive results in the form of profit-sharing. Based on the pay-for-performance approach, the correct motivation of the executive is assumed to be absent. Within this view, ‘motivating’ an executive is equated more with monitoring and guiding the executive.

This expansion of the function has resulted in a different way of looking at remuneration. Remuneration is no longer a collection of financial instruments but an ‘instrument of leadership’. The monitoring or guiding function of remuneration ensures that the valuation of the remuneration primarily depends on the incentive provided by the remuneration in advance to the executive.

The social discontent regarding the variable pay of executives can be mainly traced back to this difference in how the justification of pay is perceived. Society

SUMMARY AND FINAL CONCLUSIONS

still adheres to the traditional view and expects executives to share the same risks as other stakeholders. The assumption is that people should in some way earn, merit or deserve their monetary compensation on the job. Executive compensation is usually set against the (achieved) success of the company. In the modern view, when determining – and thus also justifying – the remuneration, its value is perceived in terms of the financial incentive it gives executives. Justified variable pay stimulates executives to perform or continue to perform to the best of their abilities in the future. Within the pay-for-performance approach there is no distinction made between reward and motivation, only between efficient and inefficient pay. The question of fairness simply doesn't arise.

On the one hand the justification of the remuneration therefore depends on the stimulus it gives in advance (incentive), and on the other the reasonableness of the remuneration is balanced against what has been achieved, i.e. the general success of the company in the long or longer term (reward), the result being that the remuneration debate sides tend to preach to different choirs.

Part II: A theoretical and institutional approach

The hidden side of executive compensation

6. The hidden side of executive compensation

The aforementioned observations give rise to the question of whether these changes to executive compensation have been developments in the right direction. In order to answer this question, research has been conducted on remuneration as an incentive and the way that the amount of the remuneration is determined.

The second part of this research explores the hidden side of the modern remuneration issue, investigating whether critical comments can be made about the structure or the level of executive compensation.

2.1 The structure of executive compensation

7. Pay-for-performance is an illusion

The corporate governance scandals and the financial crisis have tempered the enthusiasm for performance-related pay. Even the most fervent supporters of pay-for-performance have had to admit that there is more than enough evidence for the drawbacks inherent in this approach, while at the same time there is a signi-

ficant lack of empirical evidence for the positive effect of financial incentives. The current remuneration practice appears to depend mainly on the intuitive attractiveness of this approach. It is openly accepted that financial incentives influence executives and encourage them to achieve the performance goals that have been set in advance. In practice it is clear that ‘companies get what they pay for’. Unfortunately, it appears that what companies get is not always what is in their best interests.

This observation has resulted in two views of pay-for-performance. Supporters of one view are of the opinion that the many negative examples do not cancel out the positive effects of performance-related pay. As long as the performance agreement is drawn up correctly, performance-related pay will indeed lead to better performance. Supporters of the other view base themselves on evidence from social psychology and believe that humans are simply not capable of being guided in a positive way by financial incentives. My research indicates that this second view is correct. The inherent weaknesses that have been revealed about the pay-for-performance approach and the unavoidable use of imperfect performance measures ensure that it is impossible to draw up a performance agreement without unintended incentives. This fact, combined with the complex social-psychological processes surrounding the introduction of financial incentives, ensures that the promise of pay-for-performance is an illusion. The research has even revealed that the creation of powerful financial incentives for executives of listed companies based on predetermined, objective and measurable aims runs the risk of achieving the exact opposite of what was intended. This is why the promise of pay-for-performance in order to create ‘alignment’ between the personal financial interests of the executives and the interests of the company cannot be realised.

8. Re-evaluation of the function and structure of executive compensation

Now that we have identified the first key problem in the current way that executives are remunerated, a re-evaluation of the function and structure of executive compensation seems the obvious next step. We need to let go of the idea that the primary function of remuneration is the *advance guidance* of executives. This does not mean that executives should not receive variable pay, but that the function, and therefore the design, of this variable pay should be different. The disruptive effect of variable pay is primarily due to the use of a variable pay system – rewards based on predetermined and objective performance measures – without paying attention to the influence this form of variable pay has on the social and economic context within which the executives operate. There appear to be fewer objections to variable pay using a merit-based rating system – variable pay that is determined in retrospect on the basis of the achieved success of the entire company.

SUMMARY AND FINAL CONCLUSIONS

If and when the advance guidance of executives is abandoned as the primary function of remuneration, this will result in a shift in the direction of the traditional position-related order. The recruitment and retention of executives then takes centre stage. In principle, the function of the variable part of the remuneration is cost efficiency. The motivational aspect of the variable pay would then be linked to a justified confidence on the part of executives that they will share in the actual success of the company. The concept of ‘motivating’ the executive thus acquires a different definition. Motivation would no longer be synonymous with the advance guidance of executives through rewards based on individual, influenceable, pre-determined performance measures but on stimulating them to do their best for the resilient success of the entire company. Goal alignment would thus be chosen above controllability. This would also satisfy the feeling that it is reasonable for executives to share in the success. The variable pay would in this case be linked to the responsibility of executives for the entire company instead of to their individual performance: *pay-for-responsibility*. This would be the way to actually achieve an alignment of interests between the interests of the company and those of its executives.

9. Consequences for short-term variable pay

This new approach towards executive compensation would result in remuneration no longer being linked to short-term financial and non-financial performance measures. The two reasons behind the introduction of this type of remuneration have lost their value in the light of the findings of this research. The incentives that are the result of remuneration based on such performance measures turn out to be particularly uncontrollable and lead to damaging myopic behaviour. In addition, the argument that remuneration must be given for these derived performance measures because they provide information about how executives are functioning is no longer valid. The research has revealed that the informational value of a certain indicator is negated as soon as that indicator is transformed into a performance measure and part or all of the executive compensation is dependent on it being achieved. If these financial and non-financial indicators need to retain their informational value regarding the functioning of an executive, the link to remuneration must be broken.

10. Consequences for long-term variable pay

The shift in function also ensures that the view of long-term rewards changes colour. This variable pay must no longer be dependent on predetermined performance measures and their related objectives. There must be room for the supervisory board to weigh the success of the company in all its aspects, including *how* that measured success was achieved. This does not mean that the various indicators

included may not be announced in advance, but rather that executives will only be considered for variable pay if actual sustainable success has been determined. In this way the improvement of an indicator does not automatically lead to higher remuneration.

An additional advantage is that the suggested adapted structure is in line with the updated remuneration principles in the 2016 Code. Removing the complex intentions usually associated with the advance guidance of executives should make remuneration policy much more straightforward. A greater simplicity in combination with a clear remuneration ideology should lead to a clear and comprehensible remuneration policy. Further, the suggested structure concentrates more on value creation in the long term, and remuneration policy should encourage executives to act not only, or no longer, in their own interests and to avoid taking risks that do not fit the formulated strategy and the established risk-taking propensity. The current Code therefore paves the way to resolving one of the fundamental problems in the current remuneration system.

2.2 The amount of executive compensation

11. The amount of executive compensation

The second question that arises from the findings of the first part of this research is related to the way that the amount of executive compensation is determined. Are executives overpaid or not? A theoretical approach to this question demonstrates that critical comments can be made about the arm's length discussions between the supervisory board (i.e. non-executive directors) and the executives of the board of management (i.e. executive directors) about their remuneration.

The heart of the problem can only be revealed, however, by taking an institutional approach to the determination of executive compensation. It turns out that supervisory board members perceive themselves to be at the mercy of the market when determining executive compensation. This perception is primarily the result of the practice of using an external peer group when determining executive compensation. The roots of this practice lie in the assumption that there is an efficient national and international market for executives.

Based on my findings, such a market is actually a figment that bears no relation to reality. What is even more important is that the threat that executives will transfer to one of the peer groups is simply not realistic enough for a sitting executive to justify the current process of benchmarking. This applies in particular to the larger listed companies. Executives are seldom exchanged on a talent market. If the option to renegotiate in the event of an outside offer is also taken into

SUMMARY AND FINAL CONCLUSIONS

consideration, it will be clear that peer groups are largely irrelevant in determining the ex ante amount of remuneration.

The aforementioned does not mean, however, that peer groups would never be useful. Think, for example, of the situation where the amount of remuneration for the CEO is taken as the barometer for the remuneration of the various layers under the board of management. The virtually exclusive emphasis placed in recent decades on external references when determining the ex ante level of executive compensation is without basis, however, and does not justify remuneration levels that are not in the interests of the company. Determining the ex ante amount on the basis of an external reference has therefore led to an unjust remuneration development with the result that the pay gap between the top and the rest of the company has structurally increased. As a result, executives not only receive higher remuneration than necessary – unhealthy relationships within the companies are also created with the inherent risk that the productivity of employees declines and the costs increase due to demotivation and reduced morality. This identifies the second key problem justifying the re-evaluation of the current way that the ex ante amount of the executive compensation is determined.

12. Re-evaluation of the amount of executive compensation

In my view, the solution lies in supervisory boards forming their own remuneration ideology, one that fits with the culture and the internal remuneration structure of the company. A one-size-fits-all approach is simply not suitable. What does apply to this remuneration ideology is that the emphasis must lie on the internal remuneration relationships. This will involve stepping away from the artificially preserved market for executives and thus prevent the top of the company drifting further away from the rest, as has been happening in recent decades due to the leapfrog effect. A powerful emphasis on the internal remuneration relationships will also ensure that executives will concentrate on internal matters and thus feel a stronger link to the rest of the company and tend to attune the relative value of their income to the internal remuneration relationships. It is the lack of this link in recent years that has led to a great deal of unrest within companies.

2.3 Concluding remarks

A significant culture shift is needed to resolve the two key problems. Two intuitively powerful assumptions must be repudiated by executives, supervisory board members and shareholders. The question remains about the exact role currently played by company law in executive compensation at listed companies, and what contribution company law could make to resolving the two key problems identified. The third part of my research concentrates on this role.

Part III A company law approach

13. Executive compensation and the role of company law

The role of company law in executive compensation can be divided into four aspects: (i) the obligation to make remunerations public; (ii) the distribution of decision-making powers and representative authority when establishing the remuneration; (iii) the possibility to make adjustments or to instigate clawback; and (iv) the assessment of executive compensation by the courts. The third part of this dissertation examined these four topics in the countries under investigation. The first step was to examine by topic what the current company law situation is in each of the investigated countries in relation to executive compensation. Next, each topic was examined in turn to see whether new legislation would contribute to resolving the key problems identified in the second part.

3.1 The current company law system: transparency

14. Transparency

The ‘first resort’ in company law when pay-related unrest raises its head is transparency. The introduction of the duty to disclose into law or codes aims to hit several birds with one stone, including, and primarily, (i) improvement to internal and external control and (ii) the protection of investors. In addition, this duty to disclose is usually designed with another goal in mind too: (iii) limiting the increase in executive compensation.

The remuneration scandals that followed on the heels of the Great Depression show that a certain amount of openness regarding executive compensation is essential. The expansion in the function of remuneration has also ensured that each of the countries investigated has undergone an individualisation of remuneration information. However, a consistent approach to the question of which information is essential to arrive at an improvement in the control and the protection of investors is missing in all cases. As a result, the duty to disclose has a certain randomness about it. In addition, a clear difference is observable between the far-reaching duty to disclose in the United Kingdom and the United States, and the more lenient regime in the Netherlands and Germany. More detailed research to establish what is the minimum remuneration information required to exercise control and protect investors is therefore needed.

Answering the question of which remuneration information should be made public depends in part on the different interests that are involved in justifying access

SUMMARY AND FINAL CONCLUSIONS

to this information. I have isolated three. First there is the interest of the shareholders in gaining insight into the costs incurred in running the company. This requires at the very least that the total amount of the ex post remuneration of the board of management, and perhaps also that of every individual executive, being made public. The shareholders must also be able to gain a good impression of how the supervisory board deals with the power to determine individual remuneration within the framework of the remuneration policy. The acquisition of information on how the determination process runs and how the agreed ex ante remuneration relates to the remuneration policy is indispensable for this. Nowadays, the diverse internal remuneration relationships have resulted in other stakeholders also gaining the right to this information.

The modern way of remuneration, finally, has also resulted in the need to give both shareholders and other stakeholders insight into the way that executive compensation acts as an incentive. The structure of remuneration and the share and option portfolios of each individual executive should be made public. If these three interests are satisfied, then it can be stated that sufficient accountability regarding executive compensation has been demonstrated. In addition, the above also makes clear that a revised means of remuneration can lead to a decreased need for accountability.

3.2 The current company law system: distribution of powers

15. The clash between labour law and company law

The second role that company law plays in executive compensation at listed companies is related to the division of decision-making powers and representative authority. In general, there is agreement about considering Art. 2:132.1 of the Dutch Civil Code ('DCC') (appointment of the executive) and Art. 2:135.4 DCC (determining individual executive compensation) to be representative regulations. Nevertheless, there is still a lack of clarity about how these representative powers relate to the power to enter into an employment contract/contract for services. Several authors appear to be of the opinion that the board of management, on the basis of the ordinary representative rules of Art. 2:130 DCC, is in principle empowered to draw up and enter into an employment contract/contract for services with a prospective or sitting executive. This gives rise to the belief that it is possible for one body (i.e. the supervisory board) to determine remuneration while the other body (i.e. the board of management) agrees different remuneration with the executive in the employment contract/contract for services. This would result in a clash between company law and labour law.

In my view, this presumed clash is much more limited than the literature suggests. A rather clear division can be made between, on the one hand, the appointment of and entering into an agreement with an executive that mainly takes place within company law, and on the other hand the implementation of the agreement which is subject to labour law regulations. The current system is in my opinion sufficient in this case.

16. Exclusive representative authority

An important building block leading to the conclusion that the literature erroneously assumes that the current company law system results in remuneration determined by resolution possibly varying from remuneration included in the employment contract is that the statutory regulations governing the appointment, dismissal and remuneration of executives in my opinion deviate from the normal representation regulations. This statutory limitation affects the entire representative authority of the board, as follows from Art. 2:130.1 DCC. The belief that there is a statutory limitation on the extent or the autonomy of the representative authority based on Art. 2:130.3 DCC is in my opinion thus also incorrect. The body that is authorised to determine the remuneration on the basis of Art. 2:135.4 DCC is the only one that can bind the company to a certain remuneration. This then means that the body in question, in my opinion, also has the authority – as all other bodies are excluded – to enter into remuneration agreements with the executive on behalf of the company.

When entering into an employment contract/contract for services, the body with the authority to appoint in principle has the authority to sign these documents with regard to the appointment, the period of notice and other topics unrelated to remuneration provisions. If a different body holds the authority to enter into employment contracts than the body with the authority to determine remuneration, the latter body must also sign the employment contract/contract for services in order to bind the company legally to these remuneration provisions.

Although the current statutory regulations are sufficient, I would recommend that the legislator adapt Art. 2:135.4 DCC to remove the ambiguity outlined above. The first step would be to explicitly include that Art. 2:135.4 DCC encompasses a representation provision that departs from the regular representation regulations included in Art. 2:130 DCC. In line with this, the term ‘determine’ can be abandoned. This term dates from a time when the general meeting would determine unilaterally what the executive compensation would be. The legislator could make clearer that the body appointed within the meaning of Art. 2:135.4 DCC has the authority to bind the company to a certain remuneration, either by resolution or by contract.

17. Two authorised bodies

When the division of powers in the Netherlands regarding the appointment of executives and the determination of executive compensation is compared to the investigated countries, we can see that the Dutch system possibly runs the risk of another problem. Prospective executives usually have to deal with two different bodies when being appointed and when setting their compensation, whereas prospective executives in Germany, the United Kingdom or the United States only have to deal with one body. The Dutch system therefore encompasses an inherent uncertainty for the executive. Even after all negotiations have resulted in a contract, appointment by the general meeting is needed to enable this contract to become legally valid.

One particular question that arises is what security can be offered to the executive if the general meeting refuses to ratify the appointment. Given the strict division of powers prevailing in the Netherlands in the light of the principle of protection of legal interests, and in order to prevent conflicts of interest, who can agree on remuneration with the prospective executive on behalf of the company if that prospective executive is not appointed and thus suffers damage? In practice such appointments usually go ahead, but this fact does not remove the uncertainty. The legislator would be well advised to find a solution for this. Until that happens, in practice supervisory boards should be recommended to allocate explicit statutory authority to agree such remuneration, or to ensure that the board of management is either a co-signatory, or that the board of management explicitly delegates this authority to the supervisory board.

18. Remuneration policy and individual remuneration

A third conclusion concerns the relationship between remuneration policy and individual remuneration. Once again the literature discloses disagreement. There seems to be a relaxed faction and a strict faction, depending on the answer to the question of whether remuneration that is in conflict with or departs from the remuneration policy is valid or null and void. My results point in the direction of the strict faction. Insofar as there can still be any doubt about this, the revised shareholders' rights directive puts an end to the aforementioned discussion. The implementation of this revised directive is a chance for the legislator to create more clarity in the relationship between determining individual remuneration (Art. 2:135.4 DCC) and the remuneration policy (Art. 2:135.1 DCC). For example, in Art. 2:135.1 DCC the replacement of the words *met inachtneming van* [with due observance of] by *in overeenstemming met* [in accordance with] ensures that the mandatory character of the remuneration policy is underlined. It would be even better if the legislator would explicitly include that a remuneration is null and void if it is in

conflict with or deviates from the remuneration policy, subject to the exception included in the revised shareholders' rights directive. A company is thus able in exceptional circumstances to temporarily deviate from the remuneration policy on the condition that the policy determines under which procedural conditions this deviation may occur, and which parts of the policy may be deviated from. Such exceptional circumstances may only include situations where deviating from the remuneration policy is essential to serve the long-term interests and sustainability of the company as a whole, or to guarantee its viability. During this adaptation round, the legislator could also clarify that remuneration that is not in agreement with the remuneration policy but which has been approved by the general meeting is not null and void. Finally, the legislator would be well advised to create clarity concerning the relationship between determining the remuneration policy (Art. 2:135.1 DCC) and the proposal to approve a regulation in the form of shares or rights to acquire shares (Art. 2:135.5 DCC) by the general meeting. In my opinion, the interplay between these two provisions has been insufficiently thought through.

19. Say-on-pay

A final conclusion concerns the authority of the general meeting to determine the remuneration policy and to vote (or to discuss) the application of this policy in the previous financial year. The aim of these say-on-pay regulations in the Netherlands for listed and unlisted public limited companies is in my opinion to guarantee sound supervision of the way that the supervisory board exercises its authority to determine executive compensation. Another aim of these regulations relates to the determination of the maximum amount of remuneration for executives by the general meeting. The authority to establish individual remuneration and the remuneration policy, as well as the authority to discuss or to vote on the remuneration report, must be seen and weighed in that light. When assessing – and perhaps amending – the existing say-on-pay regulations, I believe that the legislator must beware of introducing legislation whereby the general meeting of listed companies acquires more power over the determination of executive compensation than is necessary to exercise adequate supervision. There are a number of consequences linked to this.

First, it should be considered whether the determination of individual remuneration should primarily lie with the general meeting. One option would be to amend Art. 2:135.4 DCC so that the authority to determine executive compensation is transferred to the supervisory board, if there is one. If there is no supervisory board, the general meeting could be granted the authority, or the authority could be delegated to a different body in accordance with the articles of association. In practice this modification would have only limited value, however. Public limited companies over a certain size will as a rule have a supervisory board to which the authority

SUMMARY AND FINAL CONCLUSIONS

to determine the individual remuneration of executives has as a rule been delegated in accordance with the articles of association. This is without exception the case with listed companies.

Second, it must be emphasised that the binding say-on-pay regulation regarding remuneration policy as we know it in the Netherlands concerns a rather far-reaching form of supervision. This regulation came into effect at a time when a large majority was in favour of strengthening the position of shareholders. After a number of negative experiences with shareholder activism, the mood at present seems to be against strengthening the position of shareholders. In addition, the determination of the remuneration policy by shareholders, given the modern remuneration practice, no longer seems to dovetail with the duty of the board of management to bear the interests of the company in mind at all times. After all, the current remuneration structure is designed to motivate (i.e. monitor) executives by bringing their own interests in line with achieving certain goals. In theory, the shareholders could use the remuneration policy to design these goals in such a way that executives would be encouraged to serve the interests of one of the stakeholders, the shareholders, in a disproportionate way. This does not mesh with the fact that it is up to the board of management and the supervisory board to determine the best possible route to long-term value creation.

The legislator could thus choose to weaken the position of the general meeting by assigning the authority to determine the remuneration policy under the articles of association to the body that also determines individual remuneration, in the case of listed companies usually the supervisory board. In that case the general meeting should always have an advisory role to play in the remuneration policy to ensure that shareholders can adequately exercise supervision.

A more obvious solution would be to ensure that the supervisory boards of Dutch listed companies always have the authority to draw up the remuneration policy. The above is already present in the 2016 Code. It states that the supervisory board is the body that presents the remuneration policy to the general meeting for approval. This route appears mandatory to me, and could be laid down by law. If this legal route is not chosen, the supervisory board must test whether a particular remuneration policy that is being proposed for approval by a shareholder or group of shareholders is in accordance with the interests of the company and its affiliated enterprise. If this is not the case, or only partly the case, for example because the remuneration policy concentrates too much on aligning the interests of executives with the interests of the shareholder(s) in the medium to short term, then in my view the supervisory board is obliged to reject the proposal to put the policy to a vote at the general meeting of shareholders. If the supervisory board is side-lined, for example because the board of management has put the proposal on the agenda, then the supervisory board will have to fight the adoption of the remuneration policy via the courts, either before or in retrospect.

Third, when granting individual remuneration, the supervision of the general meeting must be taken as the starting point. The general meeting should thus be granted a reticent role in the introduction of an advisory say-on-pay regarding the remuneration report. This is a result of the view included in the revised shareholders directive which says that this vote is primarily intended to guarantee that the remuneration policy is implemented in accordance with that policy. The informative value of that vote would in that framework mainly concern the question of whether the implementation of the approved policy in practice satisfies the expectations that that remuneration policy raised when it was approved. If individual remuneration is clearly in conflict with the remuneration policy, then that remuneration is null and void. It goes without saying that a negative vote could also be the result of a different sort of dissatisfaction, for example with the chosen strategy. The supervisory board would be well advised to enter into discussions with the relevant shareholders in the event of a substantial number of negative votes to try to ascertain where the dissatisfaction is coming from. In the event of a negative vote, the next remuneration report must explain how the company has taken this sentiment into account. In my opinion, it would be going too far to link consequences to a negative vote. I am thus not in favour of the regulations that apply, for example, in the United Kingdom, where a negative vote by the general meeting means that the remuneration policy must once again be presented for approval to the general meeting. That would mean that the general meeting, in combination with its right of approval, would have too much control over individual executive compensation. This would only work in favour of an improper use of the right to vote on the remuneration report. It also fails to recognise that dissatisfaction can often be resolved by a different interpretation of individual remuneration within the policy previously approved by the general meeting. Further, it also fails to recognise that there could be other reasons behind a negative vote. Within this framework, and in line with the revised shareholders' directive, we should not forget that the remuneration policy must be presented for approval to the general meeting once every four years. It seems to me that an annual advisory vote on the remuneration report without further consequences would be the most suitable in the Dutch situation.

3.3 The current company law system: adjustments and clawback

20. Reasonableness test, major corporate events regulation and the power to claw back

With the introduction in Book 2 DCC of a reasonableness test, a regulation concerning major corporate events and clawback powers, the legislator has attempted to strengthen the position of the supervisory board with regard to executive compensa-

SUMMARY AND FINAL CONCLUSIONS

tion. A close examination of the reasonableness test, the major corporate events regulation and the clawback provision shows that the position of the supervisory board has barely improved. An important reason for this is that when introducing the reasonableness test and the clawback power, the legislator never intended to create new powers but only to clarify the already existing legal possibilities for adjustment and clawback. The idea behind this was to give supervisory boards something more to hold on to when exercising their powers regarding executive compensation.

21. Adjusting

A preliminary question not touched on by the legislator is whether adjusting a bonus will fail to occur because the authority to adjust is not clear or because a unilateral adjustment of the bonus is seldom honoured. In my opinion, the ‘problem’ highlighted here is a result of the high threshold that must be crossed before an adjustment is justified. By staying in line with the strict measure in Art. 6:248.2 DCC, the chances of appealing successfully on the basis of Art. 2:135.6 DCC are virtually non-existent. Naturally it is up to the courts to actually interpret Art. 2:135.6 DCC. The hope that a judge will in broad terms decide that the payment of a bonus based on reasonableness and fairness is unacceptable is in my view a vain hope. The expectation is thus that Art. 2:135.6 DCC, even if the supervisory boards are more aware of the powers coming to them, will not result in much change. On this basis, Art. 2:135.6 DCC in its current form has no right to exist alongside Art. 6:248.2 DCC in my view.

22. Clawback

The introduction of the clawback powers to recover that part of the bonus that was paid in error is also not a new power. This has always been possible on the basis of Art. 6:203 DCC. What is more, when Art. 2:135.8 DCC was drawn up it was linked to the already existing Art. 6:203 DCC, which means that the standard used to apply this latter article correctly is identical to that which applies to Art. 2:135.8 DCC, bearing in mind that Art. 2:135.8 DCC is limited to bonuses unduly paid on the basis of incorrect financial information, whereas Art. 6:203 DCC covers every type of undue payment. The clawback power thus generates little or nothing that is new. The question why Art. 2:135.8 DCC was ever introduced can rightly be asked.

In my view it has three distinct advantages. The fact that Book 2 DCC explicitly states that a bonus paid unduly can be recovered is a very clear signal to supervisory boards. Thanks to the inclusion of Art. 2:135.8, the clawback of bonuses paid unduly has become the norm from which supervisory boards may occasionally

depart. In addition, it states explicitly that the clawback power does not depend on the answer to the question of whether the executive was aware of the fact that the bonus was unduly paid. This gives supervisory boards tools to weigh whether there are sufficient grounds to recover part or all of the bonus. I can imagine that this simplification of the assessment framework increases the chance that bonuses will be recovered.

Continuing along this line of thought, I would like to argue that the members of a supervisory board who decide not to recover an unduly paid bonus would be more likely to be held personally liable for this as a result of the clawback power being more explicitly set out in Art. 2:135.8. Under ‘financial restatements’ in particular, supervisory boards must be alert and check whether the changed figures will have any effect on bonuses already paid out.

Third, the possibility to appoint a special representative gives the general meeting a new power to ensure that an unduly paid bonus is actually recovered.

Despite the high expectations, I have not been able to discover any further added value. The ‘solution’ offered by the clawback power does not in my opinion justify the song and dance that accompanied its introduction.

23. Major corporate events

A new power was instigated with the introduction of Art. 2:135.7 (old) DCC. For a period of three years, the Netherlands had a unique regulation to reduce the financial incentive for executives in cases of major corporate events (an open bid, merger, division, or a decision within the meaning of Art. 2:107a DCC), with the aim being to enable a pure decision-making process. This regulation came under severe criticism. The criticism can be divided into three types. First, doubts were cast on the legitimacy of this regulation in the light of Art. 1 of the First Protocol of the European Human Rights Act. Second, the necessity for this regulation was questioned, partly because of the existence of a conflict of interest provision that aimed to guarantee a pure decision-making process. Third, there was criticism of the effectiveness of Art. 2:135.7 (old) DCC. For example, there were doubts about the extent to which this regulation actually removed the incentive towards improper opinion-forming among executives, given that the application of the regulation was not comprehensive. The obligation for executives to pay back to the company a certain increase in the value of their shares due to a major corporate event ex Art. 2:135.7 (old) DCC, for example, only applied to shares that executives had received as remuneration. Executives were fully entitled to any increase in the value of shares that they had purchased or had inherited. Furthermore, many derivatives, including phantom stocks and phantom stock appreciation rights, did not fall under the regulation in Art. 2:135.7 (old) DCC. The result of this incompleteness was that the ‘creaming off’ regulation could easily be avoided and arbitrariness was a constant danger. Alongside avoidance of the Art. 2:135.7 (old) DCC, the incom-

SUMMARY AND FINAL CONCLUSIONS

pleteness of this regulation also resulted in unequal treatment, partly because the regulation did not apply to a public limited company with a stock exchange listing outside the European Economic Area. The regulation thus resulted in several undesired incentives for executives, for example to agree a separate remuneration with the acquiring party to compensate for the drop in value as a result of the application of Art. 2:135.7 (old) DCC, or to choose for a listing 'abroad' instead of on Euronext Amsterdam, or if a takeover was in the air, to prematurely terminate their executive status (before the start of the first reference date). When taking stock after several years of Art. 2:135.7 (old) DCC, the fruits are bitter and the burden heavy. There is thus no reason to regret the termination of this article by law. The legislator would be well advised not to revive this clause in its old form.

3.4 The current company law system: the role of the courts

24. The role of an ordinary civil court

When the role of the courts in the countries under investigation is examined with regard to the assessment of executive compensation, it becomes clear that this role is characterised by a significant degree of reserve. The courts only intervene in exceptional circumstances. What is striking is that the Dutch courts, from the point of view of legal certainty and to prevent conflicts of interest, are relentless in applying the division of powers when determining the remuneration. Without a formal appointment decision, those who perform board duties are not executives and cannot be considered for executive compensation. Only the body designated by law and the articles of association can determine the executive compensation, otherwise it is subject to be declared null and void. If the remuneration agreement turns out to be void in retrospect, the remuneration received must in principle be repaid. The same fate will befall executives if the executive compensation is determined in contravention of or contrary to the remuneration policy. In all other cases, the courts will restrict their intervention to exceptional circumstances that may lead to the assessment that the payment of the remuneration is unacceptable on the grounds of reasonableness and fairness.

25. The role of the Netherlands Enterprise Chamber at the Amsterdam Court of Appeal

This reticence is also evident when the remuneration as part of the policy and the state of affairs is submitted to the courts for assessment, which in the Netherlands is to the Netherlands Enterprise Chamber. The general rule for an assessment of executive compensation at listed companies is that, with regard to the salary and other agreements made with executives regarding their work, in principle only the

body that is authorised to set these conditions can decide which agreements are justified, on the understanding that that body must automatically respect any right of approval held by a different body (for example the general meeting) over parts of these agreements. For this reason, the Enterprise Chamber should exercise reticence when assessing remuneration. There is only room for valid grounds for doubting correct policy if the agreements are such that in the interim it must be judged they could not have reasonably been agreed. It should be noted, however, that remuneration cannot be reviewed if the only criterion to do so is the fact that the amount of this remuneration is disproportionately high. The level of the remuneration cannot in itself be an argument to support a claim of mismanagement.

As Judge Coleman wrote in 1939: ‘We must distinguish between compensation that is actually wasteful and that which is merely excessive. The former is unlawful, the latter is not.’

The attention of the Enterprise Chamber will primarily concentrate on the decision-making process around the challenged remuneration. The key issue within this framework is whether or not there is a question of a careful balancing of interests when setting, granting and/or paying the remuneration. A two-stage rocket can be observed when answering this question. The first stage relates to the issue of whether or not the (competent) body that took the decision was sufficiently and correctly informed, and incidentally also observed the rules governing the process. Particular attention is paid here to the question of whether any contradictory interests were sufficiently identified and adequately addressed.

If the decision-making process raises insufficient reason to doubt this, then the question of whether the choices made are defensible can only be assessed for reasonableness. The Enterprise Chamber formulates this reticent assessment by stating that an actual content-related review of the remuneration will only occur if no reasonably thinking entrepreneur would have paid the remuneration in question.

When this particular review is examined in detail, i.e. the question of whether the choice made is defensible or not, it can be seen to comprise two parts. First, the plausibility of the grounds given to justify the remuneration is assessed. In principle, justifiable grounds are only considered insufficiently plausible if the argument used is blatantly erroneous. Second, there is the question of whether the argument used results in sufficient justification for the challenged remuneration. A negative answer to this question can only be given if it can be determined that the remuneration agreement is intended to benefit executives without sufficient justification, whereby part or all of the remuneration can be earmarked as unjustified enrichment of the executive(s) without benefit to the company, i.e. as waste. In short, there must be a link between the remuneration and the goal it intends to achieve to the benefit of the company.

SUMMARY AND FINAL CONCLUSIONS

The aforementioned means that the role of the Enterprise Chamber in assessing executive compensation at listed companies is a very reticent one. However, there is one caveat related to the decisions made by the Enterprise Chamber. There is evidence that the chances of a content-related assessment of remuneration by the Enterprise Chamber increase when it is a question of a permanent or interim adaptation of the remuneration agreements due to an upcoming event, or when the remuneration is determined without an upcoming event being taken into consideration. Incidentally, the review conducted by the Enterprise Chamber when there is a suspicion of mismanagement does not change. The judgment by the Enterprise Chamber that the change was only to the benefit of executives and not the company remains decisive.

When the decisions of the Dutch Enterprise Chamber are compared with the Walt Disney case in the US and the Mannesmann case in Germany, it can be seen that the various courts approach the degree of discretion they have to assess executive compensation in a rather uniform way. The primary issue in all three of these countries is whether the decision-making process was performed correctly. If it turns out that the executives or the supervisory board violated their fiduciary responsibilities during this process, for example because the body was insufficiently informed or certain conflicting interests were insufficiently taken into account, then a request for further investigation will be granted and the remuneration will be examined more critically by the courts. If the decision-making process does not give rise to doubt, the courts will be reticent and will only assess whether any reasonably thinking entrepreneur would have paid that remuneration.

The standards applied are the same in all three countries. There is only room for the courts to intervene if the remuneration decision can serve no rational business goal when viewed from the perspective of the company. The remuneration must be able to be designated 'corporate waste'. This is a high threshold that is seldom crossed.

3.5 Transparency as the remedy

26. Transparency

It must be concluded that to date the mitigating effect of the duty to disclose has proved to be an illusion. Only in the event of certain excesses does disclosure of the granted remuneration result in an 'outrage constraint'. Thus the role of transparency in resolving the two key issues identified here is limited. In this sense, transparency can only have added value if the supervisory board becomes aware that the current way that the structure or the ex ante amount of the remuneration is determined needs to be adapted. It cannot be expected that the duty to disclose can be implemented in such a way that the view that the function of remuneration

is to act as an incentive will be relinquished. However, I do see a possibility in the future where transparency obligations could contribute to more emphasis on inclusion of the internal remuneration structure when determining the ex ante amount. A pay ratio regulation, such as that recently adopted in the United States, that dovetails with the realised remuneration of the executive, is unsuitable for this aim in my opinion. A Dutch pay ratio regulation encouraging supervisory boards to design a remuneration ideology that matches their specific company would in my view open the door to less emphasis on external reference points and to fairer remuneration levels.

Implementation of the revised shareholders' rights directive would be a good reason for the Dutch legislator to consider a Dutch pay ratio regulation. By 10 June 2019 at the latest, the Netherlands must have a legal provision in place that obliges companies to set out in their remuneration policy how they have taken the pay and working conditions of the employees of the company into account when determining the remuneration policy. To counteract the identified market failure to control the amount of remuneration received by executives, implementation of this provision could include an obligation to include a pay ratio in the remuneration policy related to the level of the total ex ante remuneration of the CEO or every individual executive, set against the average total remuneration of a representative peer group (transparency in advance). It seems obvious to explicitly include that the pay ratio is a guideline that can be deviated from in exceptional and motivated circumstances, including making public the reasons for the deviation. The pay ratio should be accompanied by (i) an explanation of the way that the values underlying the pay ratio have been calculated, and (ii) an explanation of why this pay ratio is considered suitable for the company in question. Every material change to the values underlying the pay ratio set out in the remuneration policy must be made public, accompanied by an explanation of the degree to which this change has resulted in an adaptation to the pay ratio or the remuneration.

If the legislator chooses to include a pay ratio in the remuneration policy, then this will serve as the basis for a more internally orientated analysis of the ex ante amount of executive compensation. In this way, executive compensation will form part of the remuneration structure of the company as a whole instead of being a more isolated, abstract figure. A pay ratio regulation could also act as a counterweight to the often unfounded practice of benchmarking, and serve as an internal anchor to counteract the leapfrogging effect. A predetermined pay ratio could also strengthen the negotiating position of supervisory boards. The current or prospective executives would know before entering negotiations that a certain pay ratio applies with which the supervisory board in principle conforms. Only in exceptional cases would the pay ratio as set out in the remuneration policy be deviated from, and then only based on the realistic opportunity costs of a specific executive.

SUMMARY AND FINAL CONCLUSIONS

The revised shareholders' rights directive also obliges the Netherlands to design a legal provision on the basis of which the annual changes to (i) the remuneration per executive, (ii) the development of the performance of the company, and (iii) the average remuneration of other full-time employees than executives over at least the last five financial years must be published in the remuneration report. In my view, these annual changes must be linked to the ex ante remuneration levels of every executive. In addition, attention should also be paid to the obligation to include the values on which these changes are based in the remuneration report as well. It should thus be a pay ratio that is based on the ex ante remuneration levels of the CEO or every individual executive, set against the average total remuneration of a representative peer group (transparency in retrospect). If this latter pay ratio is not the same as the pay ratio included in the remuneration policy, the body mandated to set individual executive compensation must explain why there is a situation with a deviating pay ratio.

A regulation linking the calculation of the pay ratio to the actually realised remuneration (ex post remuneration), as is included in the United Kingdom and the United States, has in my opinion no added value for the Netherlands alongside the aforementioned regulations.

A strong emphasis on the internal remuneration relationships could ensure that executives, during the determination of the relative value of their remuneration, would be more inclined to concentrate on internal issues and feel a stronger link to the rest of the company. This link is precisely what has been missing in recent years, which has led to a lot of dissatisfaction within companies. In this way a new duty of disclosure could contribute to a shift in paradigm when determining the ex ante amount of executive compensation.

3.6 Division of powers as the remedy

27. Division of powers as the remedy

The interplay between the powers of the supervisory board and the general meeting when setting executive compensation also makes it possible for pressure from shareholders to contribute to a shift in paradigm to counteract the problems highlighted in the second part of this thesis. However, expectations should not be too high. In practice, shareholders are more often the problem than the solution. Many institutional investors share the vision of how the top echelons of the company should be remunerated. They expect remuneration to be used as a management tool and require remuneration to be linked to predetermined and objectively performance measures, with an emphasis on the creation of shareholder value. In addition, determination of the ex ante amount based on external references is regarded as standard. Shareholders generally only get involved if there are

abnormally high levels of remuneration combined with relatively poor performance. The main point of attention in such instances, partly thanks to influential proxy advisors, is the relationship between pay and performance. Further, shareholder involvement tends to be limited to exceptions.

Strengthening the position of the Works Council when determining the remuneration policy or individual remuneration by granting a right of consent would undoubtedly ensure that the internal remuneration relationships would be taken into account. Nevertheless, I am not in favour of this solution. In my opinion, the right of consent would lead to a warped company law system. In addition, the Works Council already holds significant legal powers to promote its view of executive compensation. Efficient ‘supervision’ by the Works Council of executive compensation should not in my opinion be dependent on newly designed regulations but on the way that the relevant Works Council makes use of the existing legal possibilities. In addition, the Works Council could cooperate with trade unions, making use of the powers held by trade unions to influence the remuneration policy.

There are already many instruments in place that can exert pressure on the supervisory board to choose an alternative way of determining or paying remuneration. Whether this will contribute to the essential shift in paradigm will depend on the way that these instruments are used. Further, the Dutch company law system can play an important role in the resolution of the highlighted key issues once institutional and private investors have undergone this shift in paradigm. Changing the division of powers is not necessary for this.

3.7 Adjustment or clawback as remedies

28. Adjustment as a remedy

An effective power to adjust in rough financial waters dovetails with the pay-for-responsibility concept. The clash between the *pacta sunt servanda* principle and the desire to counter excessive remuneration means that the task of designing an effective power to adjust bonuses in retrospect is not an easy one. Nevertheless, there seem to be several possibilities that could lead to a more effective power to adjust.

My preference would be to encourage supervisory boards to develop an adjustment policy as part of the remuneration policy. In this case, the supervisory board should include a power to adjust in the agreement with the executive. If the circumstances regarding implementation of this power to adjust were also to be explicitly set out (and be made public in line with best practice provision 3.4.2 of the 2016 Code), the chances of it actually being used would increase. Such circumstances would

SUMMARY AND FINAL CONCLUSIONS

include those related to the financial situation of the company as well as those concerning certain undesirable conducts such as fraud.

It should be noted that the 2008 Code included such a best practice provision. This provision was intended to encourage supervisory boards to include an *ultimum remedium* (last resort) power in the agreement with the executive. This best practice provision is no longer included in the 2016 Code. The reason given for scrapping this provision is the overlap with the legal regulation in Art. 2:135.6 DCC. In my opinion, the two regulations do not conflict and such a best practice provision is far more useful than the current legal regulation. I believe it would be a good idea to include it again in an adapted form in the Code. If the legal-political choice falls on a more forceful regulation, then introducing a legal provision making drawing up an adjustment policy and including the power to adjust in the agreement with the executive compulsory would be the obvious path to take.

An alternative option would be to make explicit exactly when payment of a bonus is in principle unacceptable on the basis of reasonableness and fairness. The current law is not suitable for this, but the Code could offer a solution. By indicating which circumstances would require adaptation to be permitted, the courts would have something concrete to work with when fleshing out the standard. It would also be clear to the supervisory board and the executives when the power to adjust could be used. Taking the current regulation as a starting point, the chances of a more effective implementation would increase.

29. Clawback as a remedy

A more effective clawback power fits with the pay-for-responsibility concept. In my opinion, it would also be better to link this aspect to an obligation to develop, publish and apply a clawback policy. From this perspective, it should be noted that best practice principle II.2.11 of the 2008 Code already included an incentive for the supervisory board to include a clawback power in the agreement with the executive. As a result of the introduction of Art. 2:135.8 DCC, this provision was also dropped from the 2016 Code. I think that the legal clawback regulation does not alter the fact that a clawback provision in the Code could have added value. This best practice provision would in that case encourage the company to develop a clawback policy as part of the remuneration policy (including specifying certain cases when variable pay can be recovered) and to include a clawback power for the supervisory board in the agreement with the executive. A legal regulation with the same content would be more forceful. Options for consideration would include expanding the clawback power thus ensuring that clawback is not only possible on the grounds of undue payment but also when maintaining the variable pay would be unacceptable on the basis of reasonableness and fairness, for example when it turns out in retrospect that fraud has been committed. In such cases the clawback

power – just like the clawback clause in the US – would acquire a punitive character.

30. Legislation for major corporate events

The letter to the Dutch House of Representatives concerning the progress of the modernisation of company law reveals that the Cabinet shares the conclusion that the ‘creaming off’ regulation included in Art. 2:135.7 (old) DCC was too complex. The Cabinet also intends to propose a more effective regulation. So, more attention is being paid to granting the *power* to (instead of imposing an *obligation* on) the supervisory board to adapt the remuneration within the framework of important decisions such as takeovers. This power to adapt could thus be included as an explicit circumstance under Art. 2:135.6 DCC.

I would like to make the following critical comments regarding such a regulation. The best way to ensure transparent decision-making in my opinion is to try to dovetail with the existing regulations designed to prevent conflict of interests. It could be made more explicit that an executive with a substantial personal financial interest in the success of one of the listed major corporate events (e.g. define substantial in relation to his or her fixed remuneration) would in principle have a conflict of interest and should withdraw from the decision-making process. In my view, it is not desirable to want to completely remove possible conflicts of interest as that would lead to a draconian regulation that would never be completely effective.

The question of whether an executive may profit financially from a major corporate event has a legal-political nature. In my view, legally ‘creaming off’ such profit should not form part of company law. In the first place, it is up to the company itself to decide whether executives (and supervisory board members) should be allowed to receive substantial profits in the short term due to the success of an event of significance for the company.

The aforementioned does not alter the fact that the combination of remuneration, shareholding and major corporate events should be a point for attention for listed companies. The holding of shares for the long term, either purchased or acquired as payment, even within the stakeholders’ model as we know it in the Netherlands, need not immediately conflict with the aim of long-term value creation. In many cases long-term shareholder value and long-term value creation will run synchronously. It is when the various values start to diverge that attention must be paid. The above-mentioned major corporate events are a classic case.

When seeking a successor to Art. 2:135.7 (old) DCC, in my opinion the emphasis must lie on encouraging the supervisory board to design a policy concerning the financial incentives of executives (and members of the supervisory board) with regard to events of significance for the company. This policy must primarily ensure

SUMMARY AND FINAL CONCLUSIONS

that there are sufficient members of the board of management and/or the supervisory board without substantial personal financial interests in the success of the event to guarantee transparent decision-making. Further, designing this policy should encourage the supervisory board to think about the function that remuneration in the form of shares or share-related instruments should fulfil under the changed circumstances.

To meet the first goal, such policy should not only cover the shares and share-related instruments that the functionary would receive as remuneration, but also the shares and share-related instruments that the functionary holds on any other basis. Further, this policy should cover other financial incentives, including golden parachutes and takeover bonuses (related to the company, the acquiring party or a third party). In order to guarantee transparent decision-making, this policy could for example state that certain executives or supervisory board members may not hold any shares in the company. If this were to be seen as undesirable, then they could choose to automatically convert the shares held by some or all of the executives or supervisory board members into cash at the moment when the imminent major corporate event is publicly announced (perhaps on the condition that the event takes place).

In addition to ensuring a transparent decision-making process, the function of remuneration shares and share-related instruments must be considered during their entire term. This function can change significantly due to a significant event. The supervisory board should retain the right to ensure that remuneration in these cases too continues to serve the long-term interests of the company. In this context, it could also be made possible to refer back to the provision already proposed that encourages (or requires) supervisory boards to include a power to adapt in the agreement with the executive. It could be made explicitly clear that this power to adapt would in all cases apply to situations of major corporate events. This would provide the supervisory board with a more tailored instrument. It would also be worth considering a regulation that encourages (or requires) the supervisory board to include a ceiling when awarding remuneration in shares or options to prevent undesirably high payments due to certain unexpected or changed situations. Finally, a position should also be taken regarding the admissibility of transaction bonuses and other forms of variable pay that depend on a major corporate event, independently of the question of whether these would be awarded by the current company or by the acquiring party.

In my opinion, a tailored solution devised by the supervisory board is essential. Legal or other regulations should thus remain limited to encouraging or requiring the supervisory board to develop such policy.

31. Concluding remarks

To sum up, the rules governing the adaptation or clawback of remuneration from executives should primarily contribute to bringing the remuneration in retrospect into line with the responsibility that an executive has with regard to the company and its related enterprise. A similar situation can be seen in the other countries investigated. These rules could play a role in correcting the unreasonable results primarily related to exceptional circumstances. A certain degree of legal certainty for the executive requires that adaptation may only take place when the payment or retention of the remuneration is unacceptable on the grounds of reasonableness and fairness. These rules are generally unsuitable for playing a prominent role in the resolution of the highlighted key issues.

3.8 The courts as the remedy

32. The courts as the remedy

Finally, the reticent role and limited room for manoeuvre that the courts have when assessing remuneration ensures that not too much hope can be placed in the judiciary to resolve the problems surrounding executive compensation. It is not likely that the courts will be prepared to adapt the amount of remuneration due to the fact that this remuneration ought to be based mainly on external reference points. Nevertheless, the lack of attention paid to internal pay relationships could lead to a closer examination of how the remuneration was determined. As the PCM decision shows, there is also the chance that the Enterprise Chamber in certain circumstances will assess the influence of remuneration agreements on how the company operates, particularly if the nature of the remuneration incorporates the risk of conflict of interests. In such cases it must be demonstrated that the chosen remuneration structure encompasses the danger that the private interests of executives would be given priority over the interests of the company that they should be serving. More insight into the dangers of the advance guidance of executives could result in reasons to intervene earlier. Despite the above, the significant degree of discretion held by the supervisory board when determining executive compensation ensures that the role of the courts will remain modest and be limited to excesses. The structural flaws in the determination of remuneration will not be tackled by the courts. As Judge Coleman said in 1939:

‘If the rule were otherwise, the result would be destruction of autonomy in private enterprise to a degree that would render such enterprise no longer private; personal initiative and its just rewards would disappear, and this would undermine the very basis

SUMMARY AND FINAL CONCLUSIONS

upon which our economic life, with its constitutional guarantees, is founded, and upon which our democratic form of government depends.’

3.9 Final remarks

33. Conclusion

In conclusion, it appears that company law could only play a role in challenging the ever-rising remuneration amounts due to too heavy an emphasis on external references if the legislator decided to introduce a Dutch pay ratio.

As far as the division of powers is concerned, it should be noted that the instruments to put pressure on the supervisory board to decide on a different way of determining remuneration are already in place. A different division of powers is not necessary to resolve the highlighted key issues. If a change is made towards a more balanced division of the powers to determine remuneration, then the main principle should be guaranteeing a remuneration policy that is in line with the interests of the company.

Changing the company law rules related to adapting and clawing back remuneration could result in more emphasis on pay-for-responsibility. The limits imposed by the *pacta sunt servanda* principle and the related limited role of the courts mean that company law does not offer any panacea for the two key issues identified here. Change will have to be initiated by the companies themselves. It is up to the supervisory boards to take the lead in this.

Literatuurlijst

Abma 2010

R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2010', *Ondernemingsrecht* 2010/109

Abma 2012

R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2012', *Ondernemingsrecht* 2012/13

Abma 2013

R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2013', *Ondernemingsrecht* 2013/94

Abma e.a. 2017

R. Abma e.a., *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen*, Serie Recht en Praktijk Ondernemingsrecht, Deel 9, Deventer: Kluwer, 2017

Aboody & Kasznik 2000

D. Aboody en R. Kasznik, 'CEO Stock Option Award and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures', *Journal of Accounting & Economics*, volume 29, nr. 1, 2000

Aggarwal & Samwick 1999

R.K. Aggarwal en A.A. Samwick, 'Executive Compensation, Strategic Competition and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence', *Journal of Finance*, 1999

Akerlof & Kranton 2005

G.A. Akerlof en R.E. Kranton, 'Identity and the Economics of Organizations', *Journal of Economic Perspectives*, volume 19, nr. 1, 2005

Akkerboom 2015

B. Akkerboom, 'Waar komt de 'Tinbergennorm' 1: 5 vandaan?', *Me Judice*, (25 april) 2015

Albanese, Dacin & Harris 1997

R. Albanese, M.T. Dacin en I.C. Harris, 'Agents as Stewards', *The Academy of Management Review*, volume 22, nr. 3, (juli) 1997

Albuquerque, De Franco & Verdi 2013

A.M. Albuquerque, G. De Franco en R.S. Verdi, 'Peer choice in CEO compensation', *Journal of Financial Economics*, volume 108, nr. 1, (april) 2013

Alchian & Demsetz 1972

A.A. Alchian en H. Demsetz, 'Production, Information Costs, and Economic Organization', *American Economic Review*, LXII, nr. 5, 1972

Van Andel 1992

C.C.Th. van Andel, *De directeur; bestuurder en werknemer*, Deventer: Kluwer, 1992

Ang & Nagel 2009

J.S. Ang and G.L. Nagel, 'Outside and Inside Hired CEOs: A Performance Surprise', *SSRN*, (6 november) 2009

Ang & Nagel 2011

J.S. Ang and G.L. Nagel, 'The Financial Outcome of Hiring a CEO from Outside the Firm', *SSRN*, (14 maart) 2011

Ariely e.a. 2005

Dan Ariely, Uri Gneezy, George Loewenstein en Nina Mazar, 'Large Stakes and Big Mistakes', *Federal Reserve Bank of Boston*, Working Papers, nr. 5-11, (23 juli) 2005

Ariely 2008

Dan Ariely, *Predictably Irrational: The Hidden Forces that Shape Our Decisions*, Harper Collins Publishers, 2008

Ariely 2013

Dan Ariely, *The Honest Truth About Dishonesty: How We Lie to Everyone – Especially Ourselves*, Harper Perennial, 2013

Aronson, Wilson & Akert 2010

E. Aronson, T.D. Wilson en R.M. Akert, *Social Psychology*, Pearson Education (US), 2010

Arrow 1975

K.J. Arrow, 'Gifts and Exchanges', in: E.S. Phelps (red.), *Altruism, Morality, and Economic Theory*, New York: Russel Sage Foundations, 1975

Asser 1873

T.M.C Asser, *Schets van het Nederlands Handelsrecht*, Haarlem: De Erven F. Bohn, 1873

Asser e.a. 1973

Wetboek van Koophandel met aantekeningen van mrs. C.D. Asser, W.E.J. Berg van Dussen Muilkerk, M.H. Godefroi, J.W. Tydeman en Jeronimo de Vries, JZn, Amsterdam: Johannes Muller, 2^e druk, 1873

Asser/Van der Grinten/Maeijer 1997

J.M.M. Maeijer, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht: Vertegenwoordiging en rechtspersoon*, 2-II, De rechtspersoon, Deventer: Kluwer, 1997

Asser/Maeijer 2000

J.M.M. Maeijer, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht: Vertegenwoordiging en rechtspersoon*, 2-III, De naamloze en de besloten vennootschap, Deventer: Kluwer, 2000

Asser/Van der Grinten & Kortmann 2004

W.C.L. van der Grinten & S.C.J.J. Kortmann, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht: Vertegenwoordiging en Rechtspersoon*, 2-I, De vertegenwoordiging, Deventer: Kluwer, 2004

Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2009

G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. R.G.J. Nowak), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht: Rechtspersonenrecht*, 2-II*, De naamloze en de besloten vennootschap, Deventer: Kluwer, 2009

Asser/Hartkamp & Sieburgh 2009

A.S. Hartkamp & C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht: Verbintenissenrecht*, 6-III, Algemeen overeenkomstenrecht, Deventer: Kluwer, 2009

LITERATUURLIJST

Asser/Hartkamp & Sieburgh 2010

A.S. Hartkamp & C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht: Verbintenissenrecht*, 6-III*, Algemeen overeenkomstenrecht, Deventer: Kluwer, 2010

Asser/Hartkamp & Sieburgh 2014

A.S. Hartkamp & C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht: Verbintenissenrecht*, 6-III, Algemeen overeenkomstenrecht, Deventer: Kluwer, 2014

Asser/Kroeze 2015

M.J. Kroeze (m.m.v. H. Beckman, M.A. Verbrugh), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht: Rechtspersonenrecht*, 2-I*, De rechtspersoon, Deventer: Kluwer, 2015

Assink 2006

B.F. Assink, 'De Mannesmann-zaak – Een verhaal over irrationeel gedrag, hoogmoed en de bijbehorende val', *Ondernemingsrecht* 2006/50

Assink 2007

B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag* (diss. Rotterdam), Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 59, Deventer: Kluwer, 2007

Assink, Kroeze & Verbrugh 2010

B.F. Assink, M.J. Kroeze & M.A. Verbrugh, 'Kroniek van het vennootschapsrecht', *NJB* 2010/15

Assink 2013

B.F. Assink, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer, 2013

Assink 2014

B.F. Assink, 'De bevoegdheid tot vaststelling van bestuurdersbezoldiging door bestuurders van N.V.'s en B.V.'s in een monistisch of dualistisch bestuursmodel', *WPNR* 2014/7041

Atkinson, Piketty & Saez 2011

A.B. Atkinson, Th. Piketty en E. Saez, 'Top Incomes in the Long Run of History', *Journal of Economic Literature*, volume 49, nr. 1, 2011

Bainbridge 2008

S.M. Bainbridge, 'Remarks on Say on Pay: An Unjustified Incursion on Director Authority', *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper* nr. 08-06, 2008

Bainbridge 2009

S.M. Bainbridge, 'Is Say-on-Pay justified?', *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper* nr. 09-19, volume 32, nr. 1, 2009

Bainbridge 2012

S.M. Bainbridge, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford University Press, 2012

Baker 1929

J.C. Baker, *Executive Salaries and Bonus Plans*, New York: McGraw-Hill, 1929

Baker 1938

J.C. Baker, *Executive Salaries and Bonus Plans*, New York: McGraw-Hill 1938

Baker, Jensen & Murphy 1988

G.P. Baker, M.C. Jensen en K.J. Murphy, 'Compensation and Incentives: Practive vs. Theory', *The Journal of Finance*, volume 43, nr. 3, (juli) 1988

Baker 2000

G.P. Baker, 'Distortion and Risk in Optimal Incentive Contracts', *Journal of Human Resources*, volume 37, nr. 4, 2000

Balderston 1928

C.C. Balderston, *Managerial Profit Sharing: An Examination of the Technique of Basing the Extra Compensation of Executives and Managers on Profits* (diss.), New York: John Wiley & Sons, 1928

Barsky e.a. 2011

A.J. Barsky, G. Islam, M.J. Zyphur en E. Johnson, 'Investigating the Effects of Moral Disengagement and Participation on Unethical Work Behavior', *Journal of Business Ethics*, volume 104, nr. 1, (november) 2011

Bartolini 2007

S. Bartolini, 'Why are people so unhappy? Why do they strive so hard for money? Competing explanations of the broken promises of economic growth', in L. Bruni en P.L. Porta, *Handbook on the Economics of Happiness*, Edward Elgar Publishing, 2007

Bayer & Habersack 2007

W. Bayer en M. Habersack, *Aktienrecht im Wandel*, Band I, 15, Kap. Rn. 45, Mohr Siebeck, 2007

Bazerman & Moore 2012

M.H. Bazerman en D.A. Moore, *Judgment in Managerial Decision Making*, 8e editie, John Wiley & Sons, 2012

Bebchuk & Fried 2004

L.A. Bebchuk en J. Fried, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2004

Bebchuk & Grinstein 2005

L.A. Bebchuk en Y. Grinstein, 'The Growth of Executive Pay', *Oxford Review of Economic Policy*, 21, 2005

Bebchuk 2007

L.A. Bebchuk, 'The Myth of the Shareholder Franchise', *Virginia Law Review*, volume 93, nr. 3, 2007

Becht, Bolton & Röell 2002

M. Becht, P. Bolton en A. Röell, 'Corporate Governance and Control', *SSRN*, ECGI – Finance Working Paper nr. 2, 2002

Beckman 2002

H. Beckman, 'Inwerkingtreding Wet inzake openbaarmaking van bezoldiging en aandelenbezit van bestuurders en commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2002/01

Beer & Katz 2003

M. Beer en N. Katz, 'Do Incentives Work? The Perceptions of a Worldwide Sample of Senior Executives', *Human Resource Planning*, 26, nr. 3, 2003

Benmelech, Kandel & Veronesi 2010

E. Benmelech, G. Kandel, P. Veronesi, 'Stock-based compensation and CEO (dis)incentives', *Quarterly Journal of Economics*, volume 125, nr. 4, 2010

Bennaars & Vestering 2010

J.H. Bennaars & P.G. Vestering, 'Beperking van de bestuurdersbeloning in het regelwoud van vennootschapsrecht, arbeidsrecht en gedragscodes', *TAP* 2010/01

LITERATUURLIJST

Bennaars 2015

J.H. Bennaars, *De rechtspositie van de bestuurder; benoeming, beloning en ontslag van de vennootschapsbestuurder* (diss. UvA), 2015

Berle & Means 1932

A.A. Berle Jr. en G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: The Macmillan Company, 1932

Bizjak, Lemmon & Naveen 2007

J.M. Bizjak, M.L. Lemmon en L. Naveen, 'Has the Use of Peer Groups Contributed to Higher Pay and Less Efficient Compensation?', *SSRN*, maart 2007

Bizjak, Lemmon & Nguyen 2009

J.M. Bizjak, M.L. Lemmon en T.L. Nguyen, 'Are All CEOs Above Average? An Empirical Analysis of Compensation Peer Groups and Pay Design', *SSRN*, 14 augustus 2009

De Bock 2008

E.S. de Bock, 'Show me the money!', *Ondernemingsrecht* 2008/88

De Bock 2013

E.S. de Bock, 'Kroniek statutair bestuurder 2010-2012', *ArbeidsRecht* 2013/33

Bolchover 2013

D. Bolchover, 'Global CEO Appointments: A very domestic issue', *High Pay Centre*, 2013

Brandeis 1914

L.D. Brandeis, *Other People's Money: and How the Bankers Use It*, F.A. Stokes, 1914

Bratton 2005

W.W. Bratton, 'The Academic Tournament over Executive Compensation', *California Law Review*, volume 93, nr. 5, 2005

Brennan 1994

M.J. Brennan, 'Incentives, Rationality, And Society', *Journal of Applied Corporate Finance*, volume 7, nr. 2, 1994

Brennan 1998

M.J. Brennan, 'A Plain Man's Response to Professor Jensen', *SSRN*, 1998, p. 8

Brenner, Sundaram & Yermack 1998

M. Brenner, R.K. Sundaram en D. Yermack, 'Altering the Terms of Executive Stock Options', *NYU Working Paper*, nr. Fin-98-010, 1998

Brickman & Campbell 1971

P. Brickman en D.T. Campbell, 'Hedonic Relativism and Planning the Good Society', in M. H. Apley, ed., *Adaptation Level Theory: A Symposium*, New York: Academic Press, 1971

Brookings 1925

R.S. Brookings, *Industrial Ownership, its Economic and Social Significance*, The MacMillan Company, 1925

Bulten 2014

C.D.J. Bulten, 'Het geven van beloning en het nemen van bonus', in: C.J.H. Jansen en L.G. Verburg (red.), *Onderneming en Beloning*, Deventer: Kluwer, 2014

Burnham 1941

J. Burnham, *The managerial revolution: What is happening in the world*, New York: John Day Company, 1941

Burritt e.a. 1918

A.W. Burritt, H.S. Dennison, E.F. Gay, R.E. Heilman, H.P. Kendall, *Profit Sharing: Its Principles and Practice*, New York & Londen: Harper & Brothers Publishers, 1918

Butler & Ribstein 1995

H.N. Butler en L.E. Ribstein, *The Corporation and the Constitution*, Aei Press, 1995

Cadman & Carter 2013

B. Cadman en M.E. Carter, 'Compensation Peer Groups and their Relation with CEO Pay', *Journal of Management Accounting Research*, 2013

Cain, Loewenstein & Moore 2005

D.M. Cain, G. Loewenstein en D.A. Moore, 'The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest', *The Journal of Legal Studies*, volume 34, nr. 1, januari 2005

Calkoen 2014

W.J.L. Calkoen, 'One Tier Board: een empirisch onderzoek', *Ondernemingsrecht* 2014/4

Camerer & Thaler 1995

C. Camerer en R.H. Thaler, 'Anomalies: Ultimatums, Dictators, and Manners', *Journal of Economic Perspectives*, volume 9, nr. 2, 1995

Cameron & Pierce 1994

J. Cameron en W.D. Pierce, 'Reinforcement, Rewards, and Intrinsic Motivation: A Meta-Analysis', *Review of Educational Research*, 64, 1994

Cardinaels & Van de Wouw 2011

E. Cardinaels en M. van de Wouw, 'Beloningen voor bestuurders en de vergoeding van commissarissen onder de loep', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 85, 6, 2011

Chandler 1977

A.D. Chandler, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge: Harvard University Press, 1977

Cheffins & Thomas 2001

B.R. Cheffins en R.S. Thomas, 'Should Shareholders Have a Greater Say Over Executive Pay?: Learning From the US Experience', *Vanderbilt Law*, Joe C. Davis Research Paper No. 01-6, 2001

Cheng, Subramanyam & Zhang 2007

M. Cheng, K.R. Subramanyam en Y. Zhang, 'Earnings Guidance and Managerial Myopia', *Working Paper*, Northwestern University, Kellogg School of Management, 2007

Cheng 2011

D. Cheng, 'Executive Pay Through a Peer Benchmarking Lens', *ISS Corporate Services*, 21 juli 2011

Clark 1979

R.Ch. Clark, 'Vote Buying and Corporate Law', *Case Western Reserve Law Review*, volume 29, nr. 4, 1979

Coase 1937

R.H. Coase, 'The Nature of the Firm', *Economica*, volume 4, nr. 16, 1937

Coats 1961

A.W. Coats, 'Alfred Marshall en Richard T. Ely: Some Unpublished Letters', *Economica*, volume 28, nr. 110, (mei) 1961

LITERATUURLIJST

Coffee 2003

J. Coffee, 'What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's', *Columbia Law School*, the Center for Law and Economic Studies, Working Paper Series nr 214, 2003

Collins 2001

J. Collins, *Good to Great: Why some Companies make the leap...and others don't*, Harper Collins USA, 2001

Condry & Chambers 1978

J. Condry en J. Chambers, 'Intrinsic Motivation and the Process of Learning', in: M.R. Lepper en D. Green, *The Hidden Costs of Rewards: New Perspectives on the Psychology of Human Motivation*, Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, 1978

Conyon & Sadler 2010

M.J. Conyon en G.V. Sadler, 'Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: Say on pay in the UK', *Corporate Governance: An International Review*, 18, 4, 2010

Cools & Van Praag 2003

K. Cools en C.M. Van Praag, 'De essentie van prestatie maatstaven', *Economische Statistische Berichten*, 88^e jaargang, nr. 4394, 7 februari 2003

Cools 2005

K. Cools, *Controle is goed, vertrouwen is beter: over bestuurders en corporate governance*, Assen: Van Gorcum, 2005

Core, Guay & Thomas 2005

J.E. Core, W.R. Guay en R.S. Thomas, 'Is U.S. Compensation Inefficient Pay without Performance?', *Michigan Law Review*, 103, 1142, 2005

Cornelisse, Duffhues & Kabir 2005

R.J.M. Cornelisse, P.J.W. Duffhues en R. Kabir, 'Beloning van topbestuurders en ondernemingsprestaties in Nederland', *Economisch Statistische Berichten*, 9-9-2005

De Cremer 2010

D. de Cremer, *Als goede mensen slechte dingen doen. Op zoek naar de psychologie achter de financiële crisis*, VOC Uitgevers, 2010

Cremers 1950

Wetboek van Koophandel en luchtvervoer bewerkt door Mr. W.A.M. Cremers, Arnhem: S. Gouda Quint/D. Brouwer en Zoon, 1950.

Cremers & Grinstein 2009

M. Cremers en Y. Grinstein, 'The Market for CEO Talent: Implications for CEO Compensation', *Yale School of Management Working Papers*, 2009

Cremers & Grinstein 2014

M. Cremers en Y. Grinstein, 'Does the Market for CEO Talent Explain Controversial CEO Pay Practices?', *Review of Finance*, volume 18, nr. 3, (1 juli) 2014

Cross 1977

P. Cross, 'Not can but will college teaching be improved?', *New Directions for Higher Education*, nr. 17, 1977

Crystal 1991a

G.S. Crystal, *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives*, Diane Publishing Company, 1991

Crystal 1991b

G.S. Crystal, 'Why CEO compensation is so high', *California Management Review*, volume 34, 1991

Daily, Dalton & Cannella Jr. 2003

C.M. Daily, D.R. Dalton en A.A. Cannella Jr., 'Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data', *The Academy of Management Review*, volume 28, nr. 3, (juli) 2003

Davis, Schoorman & Donaldson 1997

J.H. Davis, D.F. Schoorman en L. Donaldson, 'Toward a Stewardship Theory of Management', *Academy of Management Review*, volume 22, nr. 1, 1997

Dawkins 1989

R. Dawkins, *The Selfish Gene*, Oxford: Oxford University Press, 1989

Deci 1975

E.L. Deci, *Intrinsic Motivation*, New York: Plenum Press, 1975

Deci & Ryan 1985

E.L. Deci en R.M. Ryan, *Intrinsic Motivation and Self-Determination in Human Behavior*, New York: Plenum, 1985

Deci & Flaste 1995

E.L. Deci en R. Flaste, *Why We Do What We Do, The Dynamics of Personal Autonomy*, New York: Putnam, 1995

Deci, Koestner & Ryan 1999

E.L. Deci, R. Koestner en R.M. Ryan, 'A meta-analytic review of experiments examining the effects of extrinsic rewards on intrinsic motivation', *Psychological Bulletin*, volume 125, nr. 6, 1999

Deci & Ryan 2000

E.L. Deci en R.M. Ryan, 'The "What" and "Why" of Goal Pursuits: Human Needs and the Self-Determination of Behavior', *Psychological Inquiry*, volume 11, nr. 4, 2000

Deckop, Mangel & Cirka 1999

J.R. Deckop, R. Mangel en C.C. Cirka, 'Getting More than You Pay For: Organizational Citizenship Behavior and Pay-For-Performance Plans', *The Academy of Management Journal*, volume 42, nr. 4, 1999

Demsetz 1996

H. Demsetz, 'Rationality, Evolution, and Acquisitiveness', *Economic Inquiry*, volume 34, nr. 3, (juli) 1996

Dickens 1844

Ch. Dickens, *Martin Chuzzlewit*, Londen: Chapman & Hall, 1844

Diephuis 1874

G. Diephuis, *Handboek voor het Nederlandsch Handelsregt*, tweede, herziene druk, eerste deel, Groningen: J.B. Wolters, 1874

Dijkhuizen & Nijland 2017

T.C.A. Dijkhuizen en J. Nijland, 'De herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn: een eerste reflectie', *Maandblad voor Ondernemingsrecht*, 2017, afl. 5-6

Diller 1994

M. Diller, *Gesellschafter und Gesellschaftorgane als Arbeitnehmer* (diss.), Köln: Otto Schmidt, 1994

LITERATUURLIJST

DiPrete, Eirich & Pittinsky 2010

Th.A. DiPrete, G.M. Eirich en M. Pittinsky, 'Compensation Benchmarking, Leapfrogs, and the Surge in Executive Pay', *American Journal of Sociology*, volume 115, nummer 6, (mei) 2010

Donaldson & Davis 1991

L. Donaldson en J.H. Davis, 'Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns', *Australian Journal of Management*, volume 16, 1991

Dorff 2014

M.B. Dorff, *Indispensable and Other Myths: Why the CEO Pay Experiment Failed and How To Fix It*, Berkely: University of California Press, 2014

Dorhout Mees 1964

T.J. Dorhout Mees, *Kort begrip van het Nederlands Handelsrecht*, 4^e druk, Haarlem: de Erven F. Bohn, 1964

Dumoulin 2000

S.H.M.A. Dumoulin, 'De besluitvorming in rechtspersonen', *Ondernemingsrecht* 2000/3

Duncker 1945

K. Duncker, 'On Problem Solving', *Psychological Monographs*, volume 58, nr. 5, 1945

Easterbrook 1959

J. A. Easterbrook, 'The effect of emotion on cue utilization and the organization of behavior', *Psychological Review*, volume 66, nr. 3, 1959

Easterbrook & Fischel 1991

F.H. Easterbrook en D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991

Easterbrook & Fischel 1996

F.H. Easterbrook en D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1996

Edmans & Gabaix 2009

A. Edmans en X. Gabaix, 'Is CEO Pay Really Inefficient?, A Survey of New Optimal Contracting Theories', *European Financial Management*, volume 15, nr. 3, 2009

Edmans, Fang & Lewellen 2016

A. Edmans, V.W. Fang en K. Lewellen, 'Equity Vesting & Investment', *ECGI*, Finance Working Paper nr. 379/2013, 2016

Van Ees e.a. 2007

H. van Ees, G. van der Laan, E.J.P. Engesaeth en C.A.S. Selker, 'De relatie tussen de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen en de prestaties van deze ondernemingen', *RUG/TowersPerrin*, november 2007

Eisenberg 1989

M.A. Eisenberg, 'The Structure of Corporation Law', *Columbia Law Review*, 89, 1989

Elson & Ferrere 2012

Ch.M. Elson en C.K. Ferrere, 'Executive Superstars, Peer Groups and Over-Compensation: Cause, Effect and Solution', *IRRC Institute*, 2012

Ely e.a. 1926

R.T. Ely, Th.S. Adams, M.O. Lorenz, A.A. Young, *Outlines of Economics*, vierde, herziene uitgave, New York: The MacMillan Company, 1926

Fama 1980

E.F. Fama, 'Agency Problems and the Theory of the Firm', *The Journal of Political Economy*, volume 88, nr. 2, april 1980

Fama & Jensen 1983a

E.F. Fama en M.C. Jensen, 'Separation of Ownership and Control', *Journal of Law and Economics*, volume 26, nr. 2, (juni) 1983

Fama & Jensen 1983b

E.F. Fama en M.C. Jensen, 'Agency Costs and Residual Claims', *Journal of Law and Economics*, volume 26, nr. 2, (juni) 1983

Faulkender & Yang 2010

M. Faulkender en J. Yang, 'Inside the black box: the role and composition of compensation peer groups', *Journal of Financial Economics*, volume 96, nr. 2, 2010

Fee & Hadlock 2003

C. Edward Fee en Ch.J. Hadlock, 'Raids, Rewards, and Reputations in the Market for Managerial Talent', *The Review of Financial Studies*, volume 16, nr. 4, 2003

Fee & Hadlock 2004

C. Edward Fee en Ch.J. Hadlock, 'Management turnover across the corporate hierarchy', *Journal of Accounting and Economics*, volume 37, nr. 1, (februari) 2004

Fehr & Gächter 2000a

E. Fehr en S. Gächter, 'Fairness and Retaliation: The Economics of Reciprocity', *The Journal of Economic Perspectives*, volume 14, nr. 3, (zomer) 2000

Fehr & Gächter 2000b

E. Fehr en S. Gächter, 'Do Incentive Contracts Crowd Out Voluntary Cooperation?', *Institute for Empirical Research in Economics Working Paper Series*, Working Paper nr. 34, Zurich University, 2000

Fernandes e.a. 2009

N. Fernandes, M.A. Ferreira, P.P. Matos en K.J. Murphy, 'Are US CEOs Paid More? New International Evidence', *ECGI, Finance Working Paper*, nr. 255/2009, 2009

Ferraro, Pfeffer & Sutton 2005

F. Ferraro, J. Pfeffer en R.I. Sutton, 'Economics, Language and Assumptions: How Theories Can Become Self-Fulfilling', *Academy of Management Review*, volume 30, nr. 1, (januari) 2005

Festinger, Riecken & Schachter 1956

L. Festinger, H.W. Riecken, S. Schachter, *When Prophecy Fails*, University of Minnesota Press, 1956

Fisch e.a. 2017

J.E. Fisch, D. Palia en S.D. Solomon, 'Is Say on Pay All About Pay? The Impact of Firm Performance', *Faculty Scholarship*, nr. 1931, 2017

Fleischer 2009

H. Fleischer, 'Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)', *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG)*, 2009, 801

Fleischer & Bedkowski 2009

H. Fleischer en D. Bedkowski, "'Say on Pay" im deutschen Aktienrecht: Das neue Vergütungsvotum der Hauptversammlung nach § 120 Abs. 4 AktG', *Die Aktiengesellschaft*, 2009

LITERATUURLIJST

Freedman, Cunningham & Krismer 1992

J.L. Freedman, J.A. Cunningham en K. Krismer, 'Inferred values and the reverse-incentive effect in induced compliance', *Journal of Personality and Social Psychology*, volume 62, nr. 3, 1992

French, Mayson & Ryan 2011

D. French, S. Mayson en Ch. Ryan, *Mayson, French and Ryan on Company Law*, Oxford University Press, 2010-2011

French, Mayson & Ryan 2017

D. French, S. Mayson en Ch. Ryan, *Mayson, French and Ryan on Company Law*, Oxford University Press, 2016-2017

Frentrop 2002

P.M.L. Frentrop, *Corporate Governance 1602-2002: Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC*, Amsterdam: Prometheus, 2002

Frey & Jegen 2001

B.S. Frey en R. Jegen, 'Motivation Crowding Theory', *Journal of Economic Surveys*, volume 15, nr. 5, 2001

Frey & Meier 2002

B.S. Frey en S. Meier, 'Pro-social behavior, reciprocity or both?', CESifo Working Paper nr. 750, 2002

Frey en Oberholzer-Gee 1997

B.S. Frey en F. Oberholzer-Gee, 'The cost of price incentives: an empirical analysis of motivation crowding-out', *The American Economic Review*, volume 87, nr. 4, (september) 1997

Frey & Osterloh 2005

B.S. Frey en M. Osterloh, 'Yes, Managers Should Be Paid Like Bureaucrats', *Journal of Management Inquiry*, volume 14, nr. 1, 2005

Friedman 1970

Milton Friedman, 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits', *The New York Times Magazine*, 13 september 1970

Frydman 2005

C. Frydman, 'Rising through the ranks: The evolution of the market for corporate executives, 1936-2004', *Harvard University*, Working Paper, 2005

Frydman & Jenter 2010

C. Frydman en D. Jenter, 'Ceo Compensation', *National Bureau of Economic Research*, Working Paper nr. 16585, 2010

Frydman & Molloy 2011

C. Frydman en R. Molloy, 'Pay Cuts for the Boss: Executive Compensation in the 1940s', *National Bureau of Economic Research*, Working Paper nr. 17303, 2011

Frydman & Saks 2008

C. Frydman en R.E. Saks, 'Executive Compensation: A New View From A Long-Term Perspective, 1936-2005', *National Bureau of Economic Research (NBER)*, Working Paper nr. 14145, (juni) 2008

Gabaix & Landier 2008

X. Gabaix en A. Landier, 'Why Has CEO Pay Increased So Much?', *Quarterly Journal of Economics*, volume 123, nr. 1, 2008

Galbraith 1967

J.K. Galbraith, *The New Industrial State*, Princeton University Press, 2007 (eerste druk in 1967)

Garvey & Milbourn 2003

G.T. Garvey en T.T. Milbourn, 'Asymmetric Benchmarking in Compensation: Executives are Paid for (Good) Luck But Not Punished for Bad', *SSRN*, 2003

Gibbons & Murphy 1989

R. Gibbons en K.J. Murphy, 'Agency Theory and the Determinants of Executive Compensation', *University of Rochester*, Rochester: New York, Working Paper, 1989

Giddings 1887

F.H. Giddings, 'The Theory of Profit-Sharing', *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, volume 1, nr. 3, april 1887

Van Ginneken 2003

M.J. van Ginneken, 'De 'Sarbanes-Oxley Act of 2002': het Amerikaanse antwoord op Enron (I)', *Ondernemingsrecht* 2003/3

Glucksberg 1962

S. Glucksberg, 'The Influence of Strength of Drive on Functional Fixedness and Perceptual Recognition', *Journal of Experimental Psychology*, volume 63, nr. 1, 1962

Gneezy & Rustichini 2000

U. Gneezy en A. Rustichini, 'A fine is a price', *The Journal of Legal Studies*, volume 29, nr. 1, (januari) 2000

Goldin & Margo 1991

C. Goldin en R. Margo, 'The Great Compression: The Wage Structure in the United States at the Mid-Century', *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, nr. 3817, 1991

Goldman & Slezak 2006

E. Goldman en S. Slezak, 'An equilibrium model of incentive contracts in the presence of information manipulation', *Journal of Financial Economics*, volume 80, nr. 3, 2006

Gomez-Mejia & Wiseman 1997

L.R. Gomez-Mejia en R.M. Wiseman, 'Reframing Executive Compensations: An Assessment and Outlook', *Journal of Management*, volume 23, nr 3, (juni) 1997

Gordon & Dew-Becker 2007

R.J. Gordon en I. Dew-Becker, 'Selected Issues in the Rise of Income Inequality', *Brookings Papers on Economic Activity*, 2007, 2

Gordon 2009

R.J. Gordon, 'Has the Rise in American Inequality Been Exaggerated?', *Challenge*, volume 92, nr. 3, (mei-juni) 2009

Grant 2012

R.W. Grant, *Strings Attached: Untangling the Ethics of Incentives*, Princeton University Press, 2012

Grattenthaller 2007

T. Grattenthaller, *Die Vergütung von Vorstandsmitgliedern in Aktiengesellschaften*, Schriften zum Wirtschafts- und Medienrecht, Steuerrecht und Zivilprozeßrecht, band 25, Peter Lang, 2007

LITERATUURLIJST

Van der Grinten 1951

W.C.L. van der Grinten, 'Structuur der naamloze vennootschap', Intreerede Katholieke Economische Hogeschool te Tilburg 1951, in: C.J.H. Jansen c.s. (red.), *Verspreide Geschriften van W.C.L. van der Grinten*, Deventer: Kluwer, 2004

Groffen, de Monchy & Schoonbrood 2004

C. J. Groffen, C.W. de Monchy en J.D.M. Schoonbrood, *De nieuwe structuurwet*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers, 2004

De Groot 2005

C. de Groot, 'Bezoldiging van bestuurders van naamloze vennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2005/14

Grundeis 2008

J. Grundeis, 'Are managers agents or stewards of their principals? Logic, critique, and reconciliation of two conflicting theories of corporate governance', *Journal für Betriebswirtschaft*, volume 58, nr. 3, (september) 2008

Haanen, Maas & van Triest 2006

R. Haanen, V.S. Maas en S. van Triest, 'Relatieve prestatiemeting bij AEX-fondsen', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 80, 2006

Haar 2011

B. Haar, 'Executive Compensation Under German Corporate Law: Reasonableness, Managerial Incentives and Sustainability in Order to Enhance Optimal Contracting and to Limit Managerial Power', in: R.S. Thomas en J. Hill (red.), *Research Handbook on Executive Pay*, Edward Elgar Publishing, 2011

Hall & Murphy 2003

B.J. Hall en K.J. Murphy, 'The Trouble with Stock-Options', *Journal of Economic Perspectives*, volume 17, nr. 3, (zomer) 2003

Hallock 1999

K.F. Hallock, 'Dual Agency: Corporate Boards with Reciprocally Interlocking Relationships' in: J. Carpenter en D. Yermack (red.), *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*, Boston, MA: Kluwer Academic Publishers, 1999

Hamori & Kakarika 2009

M. Hamori en M. Kakarika, 'External Labor Market Strategy and Career Success: CEO Careers in Europe and the United States', *Human Resources Management*, volume 48, nr. 3, 2009

Hardin III & Nagel 2007

W.G. Hardin III en G.L. Nagel, 'The Transferability of CEO Skills', *SSRN*, 2007

Harris & Bromley 2006

J.D. Harris en Ph. Bromley, 'Incentives to Cheat: The Influence of Executive Compensation and Firm Performance on Financial Misrepresentation', *Organization Science*, volume 18, nr. 3, (oktober) 2006

Hart 1983

O.D. Hart, 'The Market Mechanism as an Incentive Scheme', *The Bell Journal of Economics*, volume 14, nr. 2, (herfst) 1983

Ter Haseborg 2008

R.P.J. ter Haseborg, 'De totstandkoming van topinkomens: is de factor arbeid daarbij een factor van enig belang?', *Ondernemingsrecht* 2008/86

Van Hasselt 1919

B.Th.W. van Hasselt, *De literatuur over het wetsontwerp op de naamloze vennootschappen, kritisch samengevat*, Leiden: A. Vilders, 1919

Ten Have 2005

H.T. ten Have, 'Onsplitsbaarheid van het ontslag van een statutair bestuurder', *Vennootschap & Onderneming*, 2005/09

Healy 1985

P.M. Healy, 'The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions', *Journal of Accounting and Economics*, 7, 1985

Heffernan 2011

M. Heffernan, *Willful Blindness: Why We Ignore The Obvious At Our Peril*, New York: Bloomsbury USA, 2011

Van der Heijden 1929

E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de Naamloze Vennootschap naar Nederlandsch Recht*, 1e druk, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink, 1929

Van der Heijden 1931

E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de Naamloze Vennootschap naar Nederlandsch Recht*, 2^e druk, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink, 1931

Van der Heijden/Van der Grinten 1946

E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de Naamloze Vennootschap naar Nederlandsch Recht*, 4e druk, bewerkt door W.C.L. van der Grinten, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink, 1946

Van der Heijden/Van der Grinten 1950

E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de Naamloze Vennootschap naar Nederlandsch Recht*, 5^e druk, bewerkt door W.C.L. van der Grinten, W.E.J. Tjeenk Willink te Zwolle, 1950

Van der Heijden/Van der Grinten 1971

W.C.L. van der Grinten, Supplement, behorende bij E.J.J. van der Heijden – W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de Naamloze en de Besloten vennootschap*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink, 1971

Van der Heijden/Van der Grinten 1984

E.J.J. van der Heijden en W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de Naamloze en de Besloten Vennootschap*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink, 10^e druk, 1984

Van der Heijden/Van der Grinten 1992

E.J.J. van der Heijden en W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de Naamloze en de Besloten Vennootschap*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink, 12^e druk, 1992

Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013

E.J.J. van der Heijden, W.C.L. van der Grinten en P.J. Dortmond, *Handboek voor de Naamloze en de Besloten Vennootschap*, 13^e druk, 2013

Helson 1964

H. Helson, *Adaptation – Level Theory: An Experimental and Systematic Approach to Behavior*, New York: Harper & Row, 1964

Henrich e.a. 2001

J. Henrich, R. Boyd, S. Bowles, C. Camerer, E. Fehr, H. Gintis en R. McElreath, 'In Search of Homo Economicus: Behavioral Experiments in 15 Small-Scale Societies', *The American Economic Review*, volume 91, nr. 2, (mei) 2001

LITERATUURLIJST

Heyman & Ariely 2004

J. Heyman en D. Ariely, 'Effort for Payment: A Tale of Two Markets', *Psychological Science*, volume 15, nr. 11, (november) 2004

Hijink e.a. 2012

J.B.S. Hijink e.a., 'De samenstelling en het functioneren van de raad van commissarissen in het boekjaar 2011 alsmede het verslag van de raad van commissarissen', *IvO*, oktober 2012.

Hijma 2003

Jac. Hijma, *Algemene voorwaarden*, Monografieën Nieuw BW, Deventer: Kluwer, 2003

Hijma e.a. 2010

Jac. Hijma, C.C. van Dam, W.A.M. van Schendel en W.L. Valk, *Rechtshandeling en Overeenkomst*, Deventer: Kluwer, 6^e druk, 2010

Himmelberg & Hubbard 2000

C.P. Himmelberg en R.G. Hubbard, 'Incentive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-for-Performance Sensitivity', *SSRN*, 2000

Holmström 1979

B.R. Holmström, 'Moral Hazard and Observability', *The Bell Journal of Economics*, volume 10, nr. 1, 1979

Holmström 2005

B.R. Holmström, 'Pay Without Performance and the Managerial Power Hypothesis: A Comment', *The Journal of Corporation Law*, volume 30, 2005

Holmström & Kaplan 2003

B.R. Holmström en S.N. Kaplan, 'The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?', *Journal of Applied Corporate Finance*, (lente) 2003

Holmström & Milgrom 1991

B.R. Holmström en P. Milgrom, 'Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design', *Journal of Law, Economics, and Organization*, volume 7, 1991

Holtzer 2004

M. Holtzer, 'De OR en de nieuwe structuurregeling: over belangrijke besluiten, beloning van bestuurders en de 'OR Commissaris'', *ArbeidsRecht* 2004/66

Holtzer 2010

M. Holtzer, 'Het spreekrecht van de ondernemingsraad van de naamloze vennootschap bij belangrijke besluiten', *Ondernemingsrecht* 2010/114

Holtzer 2012

M. Holtzer, 'Standpuntbepaling van werknemers over het bezoldigingsbeleid: speak now or forever remain silent', *Tijdschrift Recht en Arbeid* 2012/15

Holtzer & Boersma 2017

M. Holtzer en C. Boersma, 'De enquêteprocedure: schorsing, ontslag en bezoldiging van de bestuurder', *Tijdschrift voor Arbeid & Onderneming*, nr. 2, juni 2017

Honée 1990

H. Honée, 'Vertegenwoordiging en besluitvorming', in L. Timmerman e.a., *Piercing Van Schilfgaarde*, Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 9, Deventer: Kluwer, 1990

Honée 2014

Ch. E. Honée, 'Het Executive Committee, haken en ogen aan een nieuwe trend', *Ondernemingsrecht* 2014/23

Hovenkamp 1991

H. Hovenkamp, *Enterprise and American Law: 1836-1937*, Harvard University Press, 1991

Huang 2012

S. Huang, 'Executive Compensation and Horizon Incentives: An Empirical Investigation of Corporate Cash Payout', *Research Collection Lee Kong Chian School of Business*, 2012

Hubbard 2005

R.G. Hubbard, 'Pay Without Performance: a Market Equilibrium Critique', *The Journal of Corporation Law*, volume 30, nr. 4, 2005

Huijgen/Lennarts 2013

J.H. Nieuwenhuis, C.J.M. Stolker en W.L. Valk, *Tekst en Commentaar Burgerlijk Wetboek*, 2013, Boek 2, art.135, (Huijgen/Lennarts)

Huizink 1989

J.B. Huizink, *Bestuurders van rechtspersonen* (diss. Groningen), Deventer: Kluwer, 1989

Huizink 2001

J.B. Huizink, 'De positie van de directeur en de commissaris', *Onderneming & Financiering* 2001/48

Huizink 2003

J.B. Huizink, 'De bestuurder-werknemer revisted', *ArA* 2003/3

Huizink 2004

J.B. Huizink, *Rechtspersonen* (losbladige uitgave), Deventer: Kluwer, 2004

Huizink 2015

J.B. Huizink, 'Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap, dertiende druk, bewerkt door mr. P.J. Dortmond', *Ondernemingsrecht* 2015/26

Huizink e.a. 2016

J.B. Huizink, A.F. Verdam, B.H.A. van Leeuwen en K.H.M. de Roo, 'Inventarisatie werking van de regeling tot afroming koerswinst op aandelen (artikel 2:135 lid 7 BW)', *ZIFO*, 27 oktober 2016

Hupka 2012

J. Hupka, *Das Vergütungsvotum der Hauptversammlung: Eine rechtsökonomische und rechtsvergleichende Untersuchung zu § 120 Abs. 4 AktG*, Carl Heymans Verlag, 2012

James e.a. 1926

G. James, H.S. Dennison, E.F. Gay, H.P. Kendall en A.W. Burritt, *Profit Sharing and Stock Ownership for Employees*, New York & Londen: Harper & Brothers Publishers, 1926

James 2005

H.S. James, 'Why Did You Do That? An Economic Examination of the Effect of Extrinsic Compensation on Intrinsic Motivation and Performance', *Journal of Economic Psychology*, volume 26, nr. 4, (augustus) 2005

Jensen 2003

M.C. Jensen, 'Paying People to Lie: the Truth about the Budgeting Process', *European Financial Management*, volume 9, nr. 3, 2003

LITERATUURLIJST

Jensen & Meckling 1976

M.C. Jensen en W.H. Meckling, 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, volume 3, nr. 4 (oktober) 1976

Jensen & Meckling 1994

M.C. Jensen en W.H. Meckling, 'The Nature of Man', *Journal of Applied Corporate Finance*, volume 7, nr. 2, (zomer) 1994

Jensen & Murphy 1990a

M.C. Jensen en K.J. Murphy, 'Performance Pay and Top-Management Incentives', *Journal of Political Economy*, volume. 98, nr. 2, (april) 1990

Jensen & Murphy 1990b

M.C. Jensen en K.J. Murphy, 'CEO Incentives – It's Not How Much You Pay, But How', *Harvard Business Review*, nr. 3, (mei-juni) 1990

Jensen, Murphy & Wruck 2004

M.C. Jensen, K.J. Murphy en E.G. Wruck, 'Remuneration: Where we've been, how we got to there, what are the problems, and how to fix them', *ECGI*, Finance Working Paper nr. 44/2004

De Jongh 2014

J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas: De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief* (diss. Rotterdam), Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 94, Deventer: Kluwer, 2014

Kahneman 2011

D. Kahneman, *Thinking Fast and Slow*, Farrar, Straus and Giroux, 2011

Kahneman, Knetsch & Thaler 1986a

D. Kahneman, J.L. Knetsch en R. Thaler, 'Fairness and the Assumptions of Economics', *The Journal of Business*, volume 59, nr. 4, 1986

Kahneman, Knetsch & Thaler 1986b

D. Kahneman, J.L. Knetsch en R. Thaler, 'Fairness as a Constraint on Profit-Seeking; Entitlements in the Market', *The American Economic Review*, volume 76, nr. 4, 1986

Kahneman & Tversky 1979

D. Kahneman en A. Tversky, 'Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk', *Econometrica*, volume 47, nr. 2, (maart) 1979

Kaplan & Rauh 2007

S.N. Kaplan en J.D. Rauh, 'Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes?', *Review of Financial Studies*, volume 23, nr. 3, 2007

Kay 2012

I. Kay, *Executive Pay at a Turning Point: Demonstrating Pay For Performance & Other Best Practices in Corporate Governance*, Pay Governance LLC, 2012

Keay 2012

A. Keay, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Oxford: Routledge, 2012

Khurana 2002a

R. Khurana, *Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs*, Princeton University Press, 2002

Khurana 2002b

R. Khurana, 'Market Triads: A Theoretical and Empirical Analysis of Market Intermediation', *Journal for the Theory of Social Behaviour*, volume 32, nr. 2, 2002

Kiatpongsan & Norton 2014

S. Kiatpongsan en M.I. Norton, 'How Much (More) Should CEOs Make? A Universal Desire for More Equal Pay', *Perspectives on Psychological Science*, volume 9, nr. 6, 2014

Kist 1875

J.G. Kist, *Beginnelsen van Handelsrecht volgens de Nederlandsche Wet*, 3e deel Handelsverbintenissen uit overeenkomst, 2e herziene en vermeerderde druk, Amsterdam: J.H. Gebhard en Company, 1875

Kist-Visser 1914

J.G. Kist, *Beginnelsen van Handelsrecht volgens de Nederlandsche Wet*, 3e deel Handelsverbintenissen uit overeenkomst, 3e herziene en vermeerderde druk, bewerkt door mr. L.E. Visser, 's-Gravenhage: Gebr. Belinfante, 1914

Kist-Visser 1929

J.G. Kist, *Beginnelsen van Handelsrecht volgens de Nederlandsche Wet*, Supplement op deel III: De Naamlooze Vennootschap volgens de wet van 2 juli 1928, *Stb.* No. 216, bewerkt door mr. L.E. Visser, 's-Gravenhage: Gebr. Belinfante, 1929

Klausing 1933

F. Klausing, *Reform des Aktienrechts, unter besonderer beru"cksichtigung der Teilreform des Jahres 1931*, Berlin, Wien, Spaeth & Linde, 1933

Kohn 1993

A. Kohn, *Punished by Rewards: The Trouble with Gold Stars, Incentive Plans, A's, Praise, and Other Bribes*, Boston: Houghton Mifflin, 1993

Kohn 1999

A. Kohn, *Punished by Rewards: The Trouble with Gold Stars, Incentive Plans, A's, Praise, and Other Bribes*, Boston: Houghton Mifflin, 2e druk, 1999

Koster 2005

H. Koster, 'Enige rechtsvergelijkende opmerkingen over de statutair vennootschapsdirecteur en de raakvlakken met het arbeidsrecht', *Ondernemingsrecht* 2005/146

Kraakman e.a. 2009

R. Kraakman, J. Armour, P. Davies e.a., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford: Oxford University Press, 2009

Kremer 1993

M. Kremer, 'The O-ring Theory of Economic Development', *The Quarterly Journal of Economics*, volume 108, nr. 3, 1993

Kruger & Dunning 1999

J. Kruger en D. Dunning, 'Unskilled and Unaware of It: How Difficulties in Recognizing One's Own Incompetence Lead to Inflated Self-Assessments', *Journal of Personality and Social Psychology*, volume 77, nr. 6, 1999

Kunreuther & Kleindorfer 1986

H. Kunreuther en P.R. Kleindorfer, 'A sealed-bid auction mechanism for siting noxious facilities', *The American Economic Review*, volume 76, nr. 2, (mei) 1986

LITERATUURLIJST

Kunreuther & Easterling 1990

H. Kunreuther en D. Easterling, 'Are risk-benefit tradeoffs possible in siting hazardous facilities?', *The American Economic Review*, volume 80, nr. 2, (mei) 1990

Landry 1995

J.T. Landry, *Corporate Incentives for Managers in American Industry, 1900-1940* (diss.), Brown University, mei 1995 (niet gepubliceerd, in het bezit van de auteur)

Larrick, Heath & Wu 2009

R.P. Larrick, Ch. Heath en G. Wu, 'Goal Induced Risk Taking in Negotiation and Decision Making', *Social Cognition*, volume 27, nr. 3, (juni) 2009

Layard 2005

R. Layard, *Happiness: Lessons from a new science*, Londen: Penguin Books, 2005

Lazear 2000

E.P. Lazear, 'Performance Pay and Productivity', *The American Economic Review*, volume 90, nr. 5, (december) 2000

Lazear & Rosen 1981

E.P. Lazear en S. Rosen, 'Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts', *Journal of Political Economy*, volume 89, nr. 5, (oktober) 1981

Lazonick 2014

W. Lazonick, 'Profits without Prosperity', *Harvard Business Review*, volume 92, nr. 9, (september) 2014

Lee & Parker 2014

T.A. Lee en R.H. Parker, *The Evolution of Corporate Financial Reporting*, Routledge Library Editions: Accounting, 2014

Leff 1984

M.H. Leff, *The Limits of Symbolic Reform: the New Deal and Taxation, 1933-1939*, Londen: Cambridge University Press, 1984

Lemmers 2014

N. Lemmers, 'Betrokkenheid van aandeelhouders en 'alignment of interests' bij variabele beloningen', in: C.J.H. Jansen en L.G. Verburg (red.), *Onderneming en Beloning*, Deventer: Kluwer, 2014

Lennarts & Meijer-Wagenaar 2011

M.L. Lennarts en I. Meijer-Wagenaar, 'Het wetsvoorstel aanpassing en claw-back bestuurdersbeloning: dempen van de put nadat het kalf verdronken is', *WPNR* 6911/1031, 2011

Lepper & Geene 1978

M.R. Lepper en D. Greene, *The Hidden Cost of Reward: New Perspectives on the Psychology of Human Motivation*, Hillsdale, NJ, New York: L. Erlbaum Associates, 1978

Lepper & Nisbett 1973

M.R. Lepper, D. Greene en R.E. Nisbett, 'Undermining children's intrinsic interest with extrinsic rewards: a test of the overjustification hypothesis', *Journal of Personality and Social Psychology*, volume 28, nr. 1, (oktober) 1973

Lokin 2014

E.C.H.J. Lokin, 'Variabele beloning in perspectief', in: C.J.H. Jansen en L.G. Verburg (red.), *Onderneming en Beloning*, Onderneming en recht nr. 82, Deventer: Kluwer, 2014

Lokin 2015

E.C.H.J. Lokin, 'Een toekomstperspectief op het aanpassen van bonussen van bestuurders', in: B.F. Assink e.a. (red.), *De toekomst van het ondernemingsrecht*, Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 99, Deventer: Kluwer 2015

Lokin 2017a

E.C.H.J. Lokin, 'Beloningen en de Corporate Governance Code 2016', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 2017/2

Lokin 2017b

E.C.H.J. Lokin, 'De visie van de bestuurder op zijn eigen beloning', *Tijdschrift voor Arbeid & Onderneming* 2017/1

Lokin 2017c

E.C.H.J. Lokin, 'Beloningen en de Corporate Governance Code 2016: vier onderwerpen voor de boardroom', in: Mijntje Lückcrath-Rovers e.a., *Jaarboek Corporate Governance 2017-2018*, Deventer: Kluwer, 2017

Lokin & Schild 2012

E.C.H.J. Lokin en A.J.P. Schild, 'De bonus belast: enige kritische kanttekeningen bij Tang/Irrgang en het wetsvoorstel aanpassen en terugvorderen van bonussen', *Ondernemingsrecht* 2012/66

Van de Loo & Winter 2016

E. van de Loo & J. Winter, 'Cultuur en gedrag volgens de nieuwe Corporate Governance Code', *Ondernemingsrecht* 2016/72

Losecaat Vermeer 1931

Wetboek van Koophandel met verwijzingen naar betreffende wetsbepalingen, bijlagen en alfabetische registers, 16e druk (bijgewerkt tot 1 mei 1931), uitgegeven onder toezicht van mr. P.A.J. Losecaat Vermeer, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink, 1931

Lucier, Schuyt & Handa 2004

Ch. Lucier, R. Schuyt en J. Handa, 'CEO Succession 2003, the Perils of "Good" Governance', BoozAllen, *Strategy + Business*, nr. 39, 2004

Lucier, Wheeler & Habbel 2007

Ch. Lucier, S. Wheeler en R. Habbel, 'The Era of the Inclusive Leader', Booz, Allen & Hamilton, *Strategy + Business*, nr. 47, (zomer) 2007

Lundberg 1969

F. Lundberg, *The Rich and the Super-Rich: A Study in the Power of Money Today*, Brick Tower Press, 9e druk, 1969

Maeijer 2000

J.M.M. Maeijer, 'Het eigendomsrecht op en het belang van de onderneming: Walter van Gerven als alternatieve rechter', in: C.D.J. Bulten e.a. (red.), *Verspreide geschriften van J.M.M. Maeijer*, Deventer: Kluwer, 2009

Main, O'Reilly & Wade 1995

B.G.M. Main, Ch.A. O'Reilly en J. Wade, 'The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives', *Industrial and Corporate Change*, volume 4, nr. 2, (januari) 1995

Manne 1965

H.G. Manne, 'Mergers and The Market for Corporate Control', *The Journal of Political Economy*, volume 73, nr. 2, (april) 1965

LITERATUURLIJST

Marshall 1920

A. Marshall, *Principles of Economics*, Londen: MacMillan and Company, 8e editie, 1920

Martens 2005

K-P. Martens, 'Die Vorstandsvergütung auf dem Prüfstand', *ZHR*, 169, 2005

Mayer 1960

Th. Mayer, 'Distribution of Ability and Earnings', *The Review of Economics and Statistics*, volume 42, nr. 2, (mei) 1960

Mayer, Davis & Schoorman 1995

R.C. Mayer, J.H. Davis en F.D. Schoorman, 'An integrative model of organizational trust', *The Academy of Management Review*, volume 20, nr. 3, (juli) 1995

McGregor 1960

McGregor, *The Human Side of Enterprise*, McGraw-Hill, 1960

McKean 1975

R.N. McKean, 'Economics of Trust, Altruism, and Corporate Responsibility', in: E.S. Phelps (red.), *Altruism, Morality, and Economic Theory*, New York: Russel Sage Foundations, 1975

Meckling 1976

W.H. Meckling, 'Values and the Choice of the Model of the Individual in the Social Sciences', *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft*, volume 112, nr. 4, (december) 1976

Meijer-Wagenaar 2006

I. Meijer-Wagenaar, 'Over beloningen van bestuurders: Art. 2:135 BW en de relatie met het arbeidsrecht', *WPNR* 2006/6682

Meijer-Wagenaar 2014

I. Meijer-Wagenaar, 'De bezoldiging van de uitvoerende bestuurder, de niet-uitvoerende bestuurder en de commissaris bij de naamloze vennootschap', *TVOB* 2014/4

Meyer 2012

E. Meyer, *Vorstandsvergütung: Eine rechtsökonomische Analyse zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung*, Nomos, 2012

Milgrom & Roberts 1992

P. Milgrom en J. Roberts, *Economics, Organization and Management*, Pearson Education, 1992

Miller 1999

D.T. Miller, 'The norm of self-interest', *American Psychologist*, volume 54, nr.12, 1999

Miller & Estes 1961

L.B. Miller en B.W. Estes, 'Monetary Reward and Motivation in Discrimination Learning', *Journal of Experimental Psychology*, volume 61, nr. 6, 1961

Miller & Ratner 1998

D.T. Miller en R.K. Ratner, 'The disparity between the actual and assumed power of self-interest', *Journal of Personality and Social Psychology*, volume 74, nr. 1, 1998

De Monchy en Timmerman 1991

Vereeniging Handelsrecht, *Verslag van de vergadering van de Vereeniging 'Handelsrecht' 26 april 1991 over de nieuwe algemene bepalingen van boek 2 BW; naar aanleiding van de preadviezen van Mr. C.W. de Monchy en Prof. Mr. L. Timmerman*, W.E.J. Tjeenk Willink, Zwolle, 1992

Mortuary 2009

J. Mortuary 'How Much Compensation Can CEOs Permissibly Accept?', *Business Ethics Quarterly*, volume 19, nr. 2, (april) 2009

Murphy 1999

K.J. Murphy, 'Executive Compensation', in: O. Ashenfelter en D. Card, *Handbook of Labor Economics*, volume 3A, North-Holland: Elsevier, 1999

Murphy 2002

K.J. Murphy, 'Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options', *University of Chicago Law Review*, volume 69, nr. 3, 2002

Murphy 2012

K.J. Murphy, 'Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There', *SSRN*, (augustus) 2012

Murphy & Zábojník 2004

K.J. Murphy en J. Zábojník, 'CEO Pay and Appointments: A Market-Based Explanation for Recent Trends', *The American Economic Review*, volume 94, nr. 2, (mei) 2004

Neiss 1988

R. Neiss, 'Reconceptualizing Arousal: Psychobiological States in Motor Performance', *Psychological Bulletin*, volume 103, nr. 3, (mei) 1988

Noreen 1988

E. Noreen, 'The Economic of Ethics: A New Perspective on Agency Theory', *Accounting, Organizations and Society*, volume 13, nr. 4, 1988

Nowak 2008

R.G.J. Nowak, 'Het rapport van de Commissie-Frijns over de actualisering van de corporate governance code', *Ondernemingsrecht* 2008/125

O'Hare 1977

M. O'Hare, 'Not on My Block You Don't: Facility Siting and the Strategic Importance of Compensation', *Public Policy*, volume 25, nr. 4, 1977

Van Olffen 2009

M. van Olffen, 'Inrichting van de one tier vennootschap bij of krachtens de statuten', in: M.J. Kroeze e.a., *Bestuur en Toezicht*, Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 67, Deventer: Kluwer, 2009/03

Ordonez e.a. 2009

L.D. Ordonez, M.E. Schweitzer, A.D. Galinsky en M.H. Bazerman, 'Goals Gone Wild: The Systematic Side Effects of Over-Prescribing Goal Setting', *Harvard Business School*, Working Paper 09-083, 2009

Osterloh, Frey & Homberg 2007

M. Osterloh, B.S. Frey en F. Homberg, 'Performance Evaluation and Pay for Performance: Does it Really Motivate Public Officials?', *Working Paper for the EGPA Conference in Madrid*, 2007

Otten 2007

J. Otten, *Origins of executive pay and corporate governance reform codes, An institutional approach to corporate governance* (diss. Utrecht), Utrecht University Repository, 2007

LITERATUURLIJST

Overkleef 2017

F. Overkleef, *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen*, Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 103, Deventer: Kluwer, 2017

Parrino 1997

R. Parrino, 'CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis', *Journal of Financial Economics*, volume 46, nr. 2, (november) 1997

Patton 1961

A. Patton, *Men, money and motivation: Executive Compensation as an Instrument of Leadership*, McGraw-Hill, 1961

Piketty 2013

Thomas Piketty, *Le capital au XXI^e siècle*, Le Seuil, 2013

Pink 2010

D.H. Pink, *Drive. The Surprising Truth about What Motives Us*, Riverhead Books, 2010

De Pinto 1876

A. de Pinto, *Handleiding tot het Wetboek van Koophandel*, 's-Gravenhage: Belinfante, 1876

Pitlo/Löwensteyn 1986

A. Pitlo en F.J.W. Löwensteyn, *Deel 2: Rechtspersonenrecht*, Deventer: Gouda Quint, 1986

Pitlo/Löwensteyn 1994

A. Pitlo en F.J.W. Löwensteyn, *Deel 2: Rechtspersonenrecht*, Deventer: Gouda Quint, 1994

Pittinsky en DiPrete 2011

M. Pittinsky en Th.A. DiPrete, 'Peer Group Ties and Executive Compensation Networks', *SSRN*, (juni) 2011

Polak 1935

M. Polak, *Handboek voor het Nederlandsche Handels- en faillissementsrecht*, eerste deel, 5^e druk, J.B. Wolters' Uitgevers-maatschappij Groningen – Batavia, 1935

Polak 1931

N.J. Polak, *Atavismen in en om de naamloze vennootschap*, Amsterdam: Van der Marck, 1931

Porac, Wade & Pollock 1999

J.F. Porac, J.B. Wade en Th.G. Pollock, 'Industry Categories and the Politics of the Comparable Firm in CEO Compensation', *Administrative Science Quarterly*, volume 44, nr 1, maart 1999

Powell & Rapp 2015

D.C. Powell en M.S. Rapp, 'Non-Mandatory Say on Pay Votes and AGM Participation: Evidence from Germany', *SSRN*, SAFE Working Paper, nr. 107, (juni) 2015

Van Praag 2005

C.M. van Praag (m.m.v. J. de Bruin), '*Literatuuronderzoek Relatie beloning van topbestuurders en bedrijfsprestaties in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code*', (november) 2005

Van Praag & Frijters 1999

B.M.S. van Praag en P. Frijters, 'The measurement of welfare and well-being: the Leyden approach', in D. Kahneman, E. Diener en N. Schwarz (red.), *Well-Being: The Foundations of Hedonic Psychology*, New York: Russell Sage Foundation, 1999

Prendergast 1999

C. Prendergast, 'The Provision of incentives in firms', *Journal of Economic Literature*, volume 37, nr. 1, (maart) 1999

Rappaport 1986

A. Rappaport, *Creating Shareholder Value: the New Standard for Business Performance*, New York: The Free Press, 1986

Rathenau 1918

W. Rathenau, *Von Kommende Dingen*, Berlijn: Fischer, 1918

Reda, Reifler & Thatcher 2007

J.F. Reda, S. Reifler en L.G. Thatcher, *Compensation Committee Handbook*, John Wiley and Sons Ltd, 2007

Rees 1992

A. Rees, 'The Tournament as a Model for Executive Compensation', *Journal of Post Keynesian Economics*, volume 14, nr. 4, (zomer) 1992

Richardson 1969

H.W. Richardson, 'The Economic Significance of the Depression in Britain', *Journal of Contemporary History*, volume 4, nr. 4, 1969

Rieble & Schmittlein 2011

V. Rieble en B. Schmittlein, *Vergütung von Vorständen und Führungskräften: Vergütungsregulierung durch VorstAG und Aufsichtrecht*, München: Beck, 2011

Rosen 1981

S. Rosen, 'The Economics of Superstars', *The American Economic Review*, volume 71, nr. 5, 1981

Rosen 1992

S. Rosen, 'Contracts and the Market for Executives', in: L. Werin en H. Wijkander (red.), *Contract Economics*, Cambridge, MA and Oxford: Blackwell, 1992

Rummel & Feinberg 1988

A. Rummel en R.F. Feinberg, 'Cognitive Evaluation Theory: A Meta-Analytic Review of the Literature', *Social Behavior and Personality: An International Journal*, volume 16, (augustus) 1988

Sandel 2010

M. Sandel, *Justice: What's the right thing to do?*, Penguin philosophy, 2010

Sanders/Westbroek 1985

P. Sanders en W. Westbroek, *NV en BV: het nieuwe ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer, 4^e editie, 1985

Savarese & Carlin 2009

J.F. Savarese en W.M. Carlin, 'SEC Pursues Unprecedented Sarbanes-Oxley "Claw-back"', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 1 augustus 2009

Van Schilfgaarde 1979

P. van Schilfgaarde, *Rechtspersonen: algemeen deel*, Deventer: Kluwer, 1979

Van Schilfgaarde 1988

P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer, 1988

Van Schilfgaarde 1990

P. van Schilfgaarde in: L. Timmerman e.a., *Piercing Van Schilfgaarde*, Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 9, 1990

LITERATUURLIJST

Van Schilfgaarde 2015

P. van Schilfgaarde, 'Reactie op 'De bevoegdheid tot vaststelling van bestuurdersbezoldiging door bestuurders van N.V.'s en B.V.'s in een monistisch of dualistisch bestuursmodel – Een pleidooi voor restrictie (zonder wetswijziging)' van prof. mr. B.F. Assink in WPNR (2014) 7041', *WPNR* 7056/2015

Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman 2017

P. van Schilfgaarde, J. Winter en J.B. Wezeman, *Van de NV en de BV*, Deventer: Kluwer, 2017

Schlegelberger e.a. 1937

F. von Schlegelberger, L. Quassowski, G. Herbig, E. Geßler en W. Hefermehl, *Aktien-gesetz*, 2. Auflage, 1937

Schoordijk 2010

B.J. Schoordijk, De bonus in malus – variabele beloning en corporate governance, in: M.J.G.C. Raaijmakers, H.J. Bruisten en A.F. Verdam (red.), *En na de crisis?*, Bundel NGB 1930-2010, Deventer: Kluwer, 2010

Schouten 2006

M.C. Schouten, 'Bekrachtiging Disney-vonnissen door Delaware Supreme Court In re The Walt Disney Company Derivative Litigation, Del. No. 411, 2005 (June 8, 2006)', *Ondernemingsrecht* 2006/167

Schubert 1986

W. Schubert, *Akademie für Deutsches Recht 1933-1945, Protokolle der Ausschüsse Bd. 1: Ausschuss für Aktienrecht*, Berlin: Walter de Gruyter, 1986

Schubert & Hommelhof 1986

W. Schubert en P. Hommelhoff, *Die Aktienrechtsreform am Ende der Weimarer Republik: Die Protokolle der Verhandlungen im Aktienrechtsausschuß des Vorläufigen Reichswirtschaftsrats unter dem Vorsitz von Max Hachenburg*, Berlin: Walter de Gruyter, 1986

Schüller 2002

A.M. Schüller, *Vorstandsvergütung: Gesellschaftsrechtliche Fragen der Vergütung des Vorstands in der börsennotierten Aktiengesellschaft*, Nomos Verlagsgesellschaft: Baden-Baden, 2002

Schwab & Thomas 2006

S.J. Schwab en R.S. Thomas, 'An Empirical Analysis of CEO Employment Contracts: What Do Top Executives Bargain For?', *Washington & Lee Law Review*, volume 63, nr. 1, 2006

Schweitzer, Ordonez & Douma 2004

M.E. Schweitzer, L.D. Ordonez en B. Douma, 'Goal Setting As A Motivator Of Unethical Behavior', *The Academy of Management Journal*, volume 47, nr. 3, (juni) 2004

Scott 2003

R.E. Scott, 'A Theory of Self-Enforcing Indefinite Agreements', *Columbia Law Review*, volume 103, nr. 7, (november) 2003

Seibert 2010

U. Seibert, 'Die Koalitionsarbeitsgruppe „Managervergütungen“: Rechtspolitische Überlegungen zur Beschränkung der Vorstandsvergütung (Ende 2007 bis März 2009)',

- in: P. Kindler e.a. (red.), *Festschrift für Uwe Hüffer zum 70. Geburtstag*, München: C.H. Beck, 2010
- Selker & Haenen 2014**
C. Selker en H. Haenen, 'From pay ratio to the ratio of pay: a turning point in setting executive remuneration', whitepaper, november 2014
- Sen 1997**
A.K. Sen, 'Rational Fools: A Critique of the Behavioral Foundations of Economic Theory', *Philosophy & Public Affairs*, volume 6, nr. 4, (zomer) 1977
- Shue & Townsend 2015**
K. Shue en R. Townsend, 'Growth through Rigidity: An Explanation for the Rise in CEO Pay', *SSRN*, 2015
- Sjostrom & Kim 2007**
W.K. Sjostrom Jr. en Y.S. Kim, 'Majority Voting for the Election of Directors', *Connecticut Law Review*, volume 40, nr. 2, (december) 2007
- Slagter 1985**
W. Slagter, *Compendium van het ondernemingsrecht*, Kluwer: Deventer, 1985
- Van Slooten 2005**
J.M. van Slooten, 'Loonmatiging aan de top: mogelijkheden en beperkingen', in: G. van Solinge, M. Holtzer en A.F.J.A. Leijten (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2004-2005*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 82, Deventer: Kluwer, 2005
- Van Slooten 2016**
J.M. van Slooten, 'Het beloningsbeleid van de ondernemingskamer', in: C.D.J. Bulten e.a., *Marius geannoteerd*, Deventer: Kluwer, 2016
- Van Slooten & Zaal 2008**
J.M. van Slooten en I. Zaal, 'Gebrekkig loon', *Ondernemingsrecht* 2008/85
- Smith 1776**
A. Smith, *An inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Londen: William Strahan, 1776
- Van Solinge 2003**
G. van Solinge, 'Wetsvoorstel aanpassing structuurregeling (28 179) aangenomen door Tweede Kamer', *Ondernemingsrecht* 2003
- Solnick & Hemenway 1998**
S. Solnick en D. Hemenway, 'Is More Always Better; A Survey on Positional Concerns', *Journal of Economic Behaviour and Organisation*, volume 37, nr. 3, 1998
- Steingraber, Magjuka & Snively 2011**
F.G. Steingraber, R. Magjuka en Ch. Snively, "'Home Grown" CEO, one key to superior long-term financial performance is managing leadership succession', *A.T. Kearney & Kelley School of Business*, (4 april) 2011
- Steinitzer 1908**
E. Steinitzer, *Ökonomischen Theorie der Aktiengesellschaft*, Leipzig: Verlag von Duncker & Humblot, 1908
- Stenzel 2012**
R. Stenzel, *Rechtliche und empirische Aspekte der Vorstandsvergütung*, JWV, 2012

LITERATUURLIJST

Stout 2002

L.A. Stout, 'Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy', *Cornell Law Faculty Publications*, paper 448, 2002

Stout 2003

L.A. Stout, 'On the Proper Motives of Corporate Directors (Or, Why You Don't Want to Invite Homo Economicus to Join Your Board)', *Delaware Journal of Corporate Law*, volume 28, 2003

Stout 2011

L.A. Stout, *Cultivating Conscience: How Good Laws Make Good People*, Princeton University Press, 2011

Stout 2014

L.A. Stout, 'Killing Conscience: The Unintended Behavioral Consequences of "Pay for Performance"', *Journal of Corporation Law*, volume 39, 525, 2014

Stutzer 2004

A. Stutzer, 'The role of income aspirations in individual happiness', *Journal of Economic Behavior and Organization*, volume 54, nr. 1, (mei) 2004

Taleb 2008

N.N. Taleb, *The Black Swan*, Penguin, 2008

Tang & Hall 1995

S-H Tang en V.C. Hall, 'The Overjustification Effect: A Meta-Analysis', *Applied Cognitive Psychology*, volume 9, nr. 5, (oktober) 1995

Taussig & Barker 1925

F.W. Taussig en W.S. Barker, 'American corporations and their executives: A statistical inquiry', *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, volume 40, nr. 1, (november) 1925

Taylor 1911

F.W. Taylor, *Principles of Scientific Management*, New York & Londen: Harpers Brothers Publishers, 1911

Tekenbroek 1923

E. Tekenbroek, *De verhouding tusschen de aandeelhouders en de bestuurders bij de publieke naamlooze vennootschap in Nederland*, Delft: Technische Boekhandel en Drukkerij J. Waltman, 1923

Terviö 2008

M. Terviö, 'The Difference That CEOs Make: An Assignment Model Approach', *The American Economic Review*, volume 98, nr. 3, 2008

Thomas 2004

R.S. Thomas, 'Explaining the International CEO Pay Gap: Board Capture or Market Driven?', *Vanderbilt Law Review*, volume 57, 2004

Thomas & Van der Elst 2015

R.S. Thomas en Ch. van der Elst, 'Say On Pay Around the World', *Washington University Law Review*, volume 92, nr. 3, 2015

Timmerman 1993

L. Timmerman, 'Commentaar onder HR 12 februari 1993 (Thijs)', *TVVS* 1993/57

Timmerman 2006

L. Timmerman, 'Der Teufel steckt im Detail', *Ondernemingsrecht* 2006/150

Timmerman 2013

L. Timmerman, 'Structuur en gedragsnorm in de ondernemingsrechtspraak van de Hoge Raad', *WPNR* 2013/6969

Timmermans 2012

R.A.F. Timmermans, 'Het agenderingsrecht, preferente beschermings aandelen en oligarchische clausules', *Ondernemingsrecht* 2012/121

Tinbergen 1981

J. Tinbergen, 'Misunderstandings Concerning Income Distribution Policies', *De Economist*, 129, nr. 1, 1981

Van Tuyll van Serooskerken 2014

C.F.J. van Tuyll van Serooskerken, 'Een bespreking van enkele beloningsinitiatieven. 'Say on pay' of 'less is more'?', *Tijdschrift voor Arbeid & Onderneming*, nr. 2, (juni) 2014

Ulen 1999

Th.S. Ulen, 'Rational Choice Theory in Law & Economics', in: B. Bockaert en G. de Geest, *Encyclopedia of Law and Economics*, Edward Elgar, Cheltenham, 1999

Van Veen 2005

W.J.M. van Veen, De wijzigingen in Boek 2 in verband met de aanpassing van de structuurregeling (I), *WPNR* 2005/6613

Verburg 2005

L.G. Verburg, 'De bestuurder beschermd: effecten van dualiteit op de positie van de statutair directeur', *Arbeidsrecht* 2005/8/9

Verburg 2008

L.G. Verburg, *De koers van de bestuurder* (oratie Nijmegen), Serie Onderneming en Recht, Deel 45, Deventer: Kluwer, 2008

Verburg 2011

L.G. Verburg, 'Variabele beloning', in: Van Slooten c.s. (red.), *Beloning in beweging*, Congresbundel Nationaal Arbeidsrechtcongres 2010, Den Haag: SDU, 2011

Verburg 2012

L.G. Verburg, 'De bestuurder van de nv of bv. De positie van de ondernemingsraad', in: P.J. van der Korst, R. Abma en G.T.M.J. Raaijmakers (red.), *Handboek onderneming en aandeelhouder*, Deventer: Kluwer, 2012

Verburg 2015

L.G. Verburg, *De bestuurder van de NV of BV*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers, 2015

Vletter-Van Dort 2014

H. Vletter-Van Dort, 'Is Doomsday aangebroken voor zelfregulering door beursvennootschappen?', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2014/6

Völlmar 1936

H.F.A. Völlmar, *Léon's rechtspraak, Deel II, Aflevering 4, Wetboek van Koophandel, Rechtspraak, literatuur en korte aantekeningen*, 4e druk, Eerste stuk – eerste boek, Titel I-III, 's-Gravenhage: Gebr. Belinfante, 1936

Voogd 1989

R.P. Voogd, *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer, 1989

LITERATUURLIJST

Wade, Porac & Pollock 1997

J.B. Wade, J.F. Porac en T.G. Pollock, 'Worth, words, and the justification of executive pay', *Journal of Organizational Behavior*, volume 18, 1997

Walker 1887

F.A. Walker, 'The Source of Business Profits', *The Quarterly Journal of Economics*, volume 1, nr. 3, (april) 1887

Washington 1940

G.T. Washington, 'The Corporate Executive and His Profit-Sharing Contract', *The Yale Law Journal*, volume 50, nr. 1, (november) 1940

Washington 1941

G.T. Washington, 'The Corporation Executive's Living Wage', *Harvard Law Review*, volume 54, nr. 5, (maart) 1941

Washington 1942

G.T. Washington, *Corporate Executives' Compensation*, New York: Ronald Press Company, 1942

Wawoe 2010

K.W. Wawoe, *Proactive Personality: The advantages and Disadvantages of an Entrepreneurial Disposition in the Financial Industry* (diss. Vrije Universiteit Amsterdam), 2010.

Wegner, Ansfield & Pilloff 1998

D.M. Wegner, M. Ansfield en D. Pilloff, 'The Putt and The Pendulum, Ironic Effects of the Mental Control of Action', *Psychological Science*, volume 9, nr. 3, (mei) 1998

Wells 2010

H. Wells, 'No Man Can Be Worth \$1,000,000 A Year: The Fight Over Executive Compensation in 1930S America', *University of Richmond Law Review*, volume 44, nr. 2, 2010

Wells 2012

H. Wells, 'US Executive Compensation in Historical Perspective', in: R.S. Thomas en J.G. Hill (red.), *Research Handbook of Executive Compensation*, Northampton, MA: Edward Elgar, 2012

Wiersma 1992

U.J. Wiersma, 'The Effects of Extrinsic Rewards in Intrinsic Motivation: A Meta-Analysis', *Journal of Occupational and Organizational Psychology*, volume 65, nr. 2, (juni) 1992

Van Wijngaarden 2001

T. van Wijngaarden, 'Openbaarmaking bezoldiging en aandelenbezit bestuurders en commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2001

Van Wijngaarden 2002

T. van Wijngaarden, 'Openbaarheid bezoldiging', *Ondernemingsrecht* 2002

Williamson 1996

O.E. Williamson, *The Mechanisms of Governance*, New York: Oxford University Press, 1996

Winter 2010

J. Winter, 'Corporate Governance Going Astray: Executive Remuneration Build to Fail' in: S. Grundmann, B. Haar, H. Merkt e.a. (red.), *Festschrift für Klaus J. Hopt zum*

LITERATUURLIJST

70. *Geburtstag am 24 August 2010: Unternehmen, Markt und Verantwortung*, Berlin: Walter de Gruyter, 2010

Yerkes & Dodson 1908

R.M. Yerkes en J.D. Dodson, 'The relationship of strength of stimulus to rapidity of habit-formation', *Journal of Comparative Neurology of Psychology*, volume 18, nr. 5, (november) 1908

Zaal 2015

I. Zaal, 'Het consultatievoorstel wijziging rol OR inzake beloningen en pensioen', *Tijdschrift Recht en Arbeid* 2015/51

Van Zeben 1962

C.J. van Zeben, *Parlementaire Geschiedenis NBW, Boek 2*, Deventer: Kluwer, 1962

Van Zeben & du Pon 1981

C.J. van Zeben en J.W. du Pon (red.), *Parlementaire geschiedenis van het Nieuwe Burgerlijk Wetboek. Boek 3. Vermogensrecht in het algemeen*, Deventer: Kluwer, 1981

Curriculum vitae

Manuel Lokin werd op 21 januari 1983 geboren te Groningen. In 2001 behaalde hij zijn VWO-diploma aan het Praedinius Gymnasium aldaar. Na een verblijf te Tours (Frankrijk) studeerde hij Nederlands recht (hoofdrichting privaatrecht) aan de Universiteit Utrecht. In 2008 liep hij stage op het wetenschappelijk bureau van de Hoge Raad.

Na zijn studie voltooid te hebben, was hij werkzaam als promovendus en wetenschappelijk docent aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, sectie Handelsrecht, Ondernemingsrecht & Financieel recht van de Erasmus School of Law. In 2012 kreeg hij een beurs van het *Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht (Hamburg)* waar hij tweemaal twee maanden verbleef voor onderzoek.

Sinds 2011 is Manuel hoofdredacteur bij *Ondernemingsrecht Updates* en sinds 2015 is hij hoofdredacteur van het *Maandblad voor Ondernemingsrecht (MvO)*. In 2017 is hij toegetreten tot de redactie van de *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation*. Sinds 2016 is hij werkzaam als advocaat bij Stibbe waar hij zich onder meer bezighoudt met Corporate Litigation & Dispute Resolution en advisering over Corporate Governance.

Portfolio

Publicaties

- E.C.H.J. Lokin, 'Beloningen en de Nederlandse corporate governance code 2016: vier onderwerpen voor de boardroom', in: M. Lückérath-Rovers e.a. (red.), *Jaarboek Corporate Governance 2017-2018*, Deventer: Wolters Kluwer 2017
- E.C.H.J. Lokin & O.J.W. Schotel, 'Aansprakelijkheidsrisico's bij het gebruiken van een lege projectvennootschap: aandeelhouders- of bestuurdersaansprakelijkheid?', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* (MvO) 2017/5-6
- E.C.H.J. Lokin, 'Ter Visie – De visie van de bestuurder op zijn eigen beloning', *Tijdschrift voor Arbeid & Onderneming* 2017/1
- E.C.H.J. Lokin, 'Beloningen en de herziene Corporate Governance Code', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* (MvO) 2017/1-2
- E.C.H.J. Lokin, 'Een toekomstperspectief op het aanpassen van bonussen van bestuurders', in: B.F. Assink e.a. (red.), *De toekomst van het ondernemingsrecht*, Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 99, Deventer: Kluwer 2015, p. 351-376
- C.F.J. van Tuyll van Serooskerken & E.C.H.J. Lokin, 'Juridische bijsluiter bij interview met prof. dr. A.H.G. Rinnooy Kan', *Tijdschrift voor Arbeid & Onderneming* 2015/2, p. 74-77
- E.C.H.J. Lokin, 'Variabele beloning in perspectief', in: C.J.H. Jansen en L.G. Verburg (red.), *Onderneming en Beloning*, Onderneming en recht nr. 82, Deventer: Kluwer, 2014, p. 141-196
- E.C.H.J. Lokin, 'De turboliquidatie en de belangen van crediteuren', *OR updates* 2012-0217
- E.C.H.J. Lokin, 'Commentaar bij HR 25 februari 2011, LJN BO7067 (Inter Access Groep)', *OR updates* 2012-0057
- E.C.H.J. Lokin & A.J.P. Schild, 'De bonus belast, enige kritische kanttekeningen bij Tang/Irrgang en het wetsvoorstel aanpassen en terugvorderen van bonussen', *Ondernemingsrecht* 2012/66, p. 349-357
- E.C.H.J. Lokin, J. van Gent & P.A.M. Lokin, *Uittreksels jurisprudentie ondernemingsrecht*, 3^e druk, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2017 (eerste druk 2012)
- E.C.H.J. Lokin, 'Tussenrapportage en integrale rapportage Code Banken', *Ondernemingsrecht* 2012/25, p. 130-133
- E.C.H.J. Lokin, 'Code Banken: een tussenstand', *Ondernemingsrecht* 2011/30, p. 157-160
- E.C.H.J. Lokin, 'Voorop lopen in de internationale discussie: de Code Banken na Pittsburgh', *Ondernemingsrecht* 2010/36, p. 186 -189
- E.C.H.J. Lokin, M.J. Kroeze & L. Timmerman, 'The credit crisis and Dutch company law', *Ondernemingsrecht* 2009/135, p. 569-576

Diversen

- 2017 – heden **Redactielid Vereniging Corporate Litigation**
Lid van de redactie Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation.
- 2015 – heden **Maandblad voor Ondernemingsrecht (MvO)**
Hoofdredacteur van het Maandblad voor Ondernemingsrecht.
- 2013 – heden **Gastdocent Ondernemingsrecht**
Het verzorgen van gastcolleges ondernemingsrecht bij onder andere de Erasmus Universiteit Rotterdam, de Universiteit Utrecht, de Law Firm School (LFS), het Centrum voor Postacademisch (Juridisch) Onderwijs (CPO), Academic Learning & Networking (ALN), Utrecht Summer School, New Board Program Nyenrode en diverse advocatenkantoren.
- 2011 – heden **Ondernemingsrecht Updates**
Hoofdredacteur van de ondernemingsrecht updates (www.or-updates.nl).
- 25-01-2017 **Vereniging Corporate Litigation: Mini-Debatten**
Een van de debaters op de bijeenkomst van de Vereniging Corporate Litigation.
- 22-12-2016 **Congres Stichting Wetenschappelijk Onderzoek (Notarieel) Ondernemingsrecht (Stichting Wono)**
Een van de sprekers op het jaarlijkse congres van de Stichting Wetenschappelijk Onderzoek (Notarieel) Ondernemingsrecht.
- 23-06-2016 **Nationaal Arbeidsrecht Diner**
Een van de sprekers op het Nationaal Arbeidsrecht Diner. Overige sprekers: prof. mr. J.M. van Slooten, mr. P.S. Fluit, prof. mr. N. Jägers en mr. M. Ruizeveld.
- 2012 – 2013 **Max Planck Institut Hamburg**
Onderzoek aan het Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht te Hamburg (okt.-nov.).
- 07-12-2012 **Congres Recht & Armoede**
Een van de sprekers op het congres Recht en Armoede dat georganiseerd werd door de Universiteit Utrecht onder leiding van prof. mr. Ewoud Hondius. Andere sprekers waren: prof. dr. P. Schnabel, prof. mr. A.W. Heringa, prof. dr. S.M. Maas, prof. mr. C.J.H. Jansen, prof. mr. C. Loonstra, prof. dr. B. van Bavel, dr. L. Enneking, dr. B. de Vries en dr. M. Milo.

Dankwoord

Inclusio est exclusio. Tal van personen hebben op uiteenlopende wijze bijgedragen aan de totstandkoming van dit boek. Sommigen door aan te moedigen en de inhoud aan te scherpen, anderen door op de juiste momenten te zorgen voor afleiding. Zij op wie ik doel, weten dat ik hen bedoel. Van jullie heb ik meer geleend dan ik heb teruggegeven. Aan jullie allen ben ik dank verschuldigd.

Een paar personen wil ik graag bij naam noemen. Zo gaat mijn dank uit naar Abe de Jong, Ruben Houweling, Gerard van Solinge, Alessio Paccès, Kid Schwarz en Huub Willems voor hun bereidheid om zitting te nemen in de leescommissie respectievelijk de promotiecommissie.

Voorts dank ik Anne-Marie Krens die de vormgeving van dit boek heeft verzorgd en Wirt Soetenhorst die dit en zoveel meer mogelijk heeft gemaakt.

Mijn dank gaat ook uit naar Stibbe en dan vooral naar iedereen van Corporate Litigation. Het is een voorrecht om met jullie te mogen werken, niet in de laatste plaats omdat er zoveel gelachen wordt. Ik heb van jullie veel geleerd en doe dat nog iedere dag.

In het bijzonder dank ik mijn patroon Fons Leijten voor zijn begeleiding en de ruimte die hij mij heeft gegeven voor het afronden van mijn proefschrift. Onze samenwerking overtreft al mijn verwachtingen van de advocatuur.

Dank ben ik eveneens verschuldigd aan alle collegae van de sectie Handelsrecht, Ondernemingsrecht & Financieel recht van de Erasmus School of Law. Ik heb een prachtige tijd gehad en dat valt alleen jullie te verwijten. Typerend is vooral dat bij jullie uit het oog niet uit het hart betekent. Hierdoor voelt ieder bezoek aan de EUR alsof ik nooit ben weggeweest.

Van al mijn lotgenoten uit Rotterdam verdient er een het om apart genoemd te worden en dat is Stephan Geense. Wij zijn samen begonnen en ik beschouw je vanaf die eerste dag als een waardevolle vriend. Ik denk nog altijd met veel plezier terug aan onze tijd aan het Max Planck in Hamburg, waarvan wij een deel doorbrachten met onze ‘aio’s van het eerste uur’ Susan Niessen, Maarten Mussche en Tomas Arons. Ook hen dank ik voor de vriendschap die stamt uit onze prille tijd als promovendi.

Ook binnen het vennootschapsrecht ben ik lotgenoten tegengekomen aan wie ik veel heb gehad. Hierbij denk ik in het bijzonder aan Matthijs de Jongh en Alexander Schild die mij onder hun hoede hebben genomen vanaf mijn kortstondige periode op het WB en aan Bastiaan Assink, Jaap Barneveld, Frans Overkleef en Michael Schouten die deze groep completeren.

En dan mijn paranimfen: Marc Wiggers en Michiel Stroink. Twee van mijn beste vrienden die beiden de beslommeringen kennen van het schrijven van een boek. Jullie hebben mij bijgestaan met raad. Jullie weten hoezeer ik de gesprekken die we hebben, koester en hoe dierbaar de vriendschapsband is die ons verbindt.

Het boek was er niet geweest zonder mijn beide promotoren: Vino Timmerman en Maarten Kroeze. Dat het geluk voor sommigen wat harder loopt, blijkt wel uit deze overdaad die mij ten deel is gevallen.

Mijn belangstelling voor het vennootschapsrecht werd gewekt door Vino Timmerman tijdens mijn stage op het wetenschappelijk bureau van de Hoge Raad en heeft zich verder ontwikkeld onder zijn vleugels in Rotterdam. Aan jou heb ik dus alles te danken. Je bent voor mij het voorbeeld van iemand die wars is van alle ophef en langs zelfgekozen paden je gang gaat. Je hebt mij begeleid zonder dwang maar met duidelijke grenzen en kennis bijgebracht, niet door een zienswijze op te leggen maar door in een richting te wijzen. Altijd heb jij het beste belang van je promovendi voor ogen zoals een echte Doktorvater.

Maarten Kroeze is wat dat betreft weinig complementair als andere promotor want het vorenstaande geldt ook voor jou. Daarmee hebben jullie een norm gesteld. Ik heb je daarnaast leren kennen als iemand die zonder concessies mensen met elkaar verbindt en voor harmonie zorgt. Ik dank jullie voor het vertrouwen dat jullie mij zo ruimhartig hebben geschonken. Dat vertrouwen is een van mijn belangrijkste drijfveren geweest.

Ten slotte mijn familie. Om te beginnen het deel dat ik het meest recent verworven heb: mijn schoonfamilie. Ik ben jullie dankbaar voor alle keren dat ik mocht onderduiken in Zeeland of Eindhoven om te schrijven, voor de aansporingen die ik kreeg van de een en voor de ruimte die ik kreeg van de ander. Met warmte hebben jullie mij opgenomen in jullie midden. Bij jullie ben ik thuis.

Lieve Pap en Mam, een woord van dank aan jullie heeft iets onmogelijks vanwege alles wat ik jullie verschuldigd ben. Jullie onvoorwaardelijke liefde heb ik altijd als vanzelfsprekend beschouwd en pas recent leren begrijpen. Deze liefde heeft ook haar sporen nagelaten in dit boek. Jullie juridische blik was onmisbaar voor het aanscherpen van de inhoud, jullie vertrouwen onmisbaar voor de voltooiing.

DANKWOORD

Het meest dankbaar ben ik jullie echter voor de rijkdom die jullie mij gegeven hebben: drie zussen en twee broers. Lieve Asta, Pia, Martha, Jan en Clemens. Door jullie sta ik nooit alleen, en altijd met beide voeten op de grond. Het onvoorwaardelijke zit ook in onze band. Hoe bijzonder die band is, ervaar ik elke dag. Gelukkig ik niet alleen. Ook Alexander, Floris, Laurens en Rosa zien dit. Daar ben ik hen weer dankbaar voor.

De meeste dank ben ik verschuldigd aan mijn lieve vrouw, Dominique. Mijn bijdrage aan dit boek is bescheiden vergeleken met die van jou. Jij hebt het boek gedragen. Ik bewonder je om de kracht waarmee jij de wereld tegemoet treedt. Het is diezelfde kracht die mijn werk zoveel lichter heeft gemaakt en mijn wereld zoveel leuker. Het boek is nu af. Het is tijd voor de rest van ons leven.

Het vanzelfsprekende krijgt nooit de waardering die het verdient. Een les die Juliaan mij heeft geleerd. Wat wij wel van jou krijgen, is het dagelijkse inzicht dat het ware geluk thuis is te vinden in de kleinste dingen.

