

## 1. Inleiding

De beloningen die worden toegekend aan bestuurders zijn de afgelopen jaren veelvuldig onderwerp van maatschappelijke discussies geweest. Sterker nog, de bestuurdersbeloning heeft in het afgelopen decennium een centrale plaats verworven in het corporate governance-debat. De beloning werd voorheen gezien als een oplossing voor de principaal-agentproblematiek. Immers, een goed vormgegeven beloningsbeleid kan ervoor zorgen dat bestuurders de (financiële) prikkels krijgen om in het belang van de aandeelhouders te handelen en die activiteiten te ontplooiën die de aandeelhouderswaarde doen toenemen.<sup>2</sup> Rond de eeuwwisseling toonden de verscheidende boekhoudschandalen bij ondernemingen als Enron, Ahold en Parmalat echter dat uit het beloningsbeleid ook perverse prikkels kunnen uitgaan. Deze schandalen leidden tot maatschappelijke discussies over de absolute hoogte van bestuurdersbeloningen en over de mogelijkheden om deze beloningen aan nadere regelgeving te onderwerpen.<sup>3</sup> Het intreden van de financiële crisis deed de aandacht voor het beloningsbeleid, in het bijzonder het beloningsbeleid in de financiële sector, nog verder toenemen. Dit was vooral het gevolg van een breed gedragen consensus dat onverantwoorde beloningsstructuren en de daaruit voortkomende perverse prikkels hadden bijgedragen aan het ontstaan van de financiële crisis.<sup>4</sup>

De aandacht voor het beloningsbeleid heeft op nationaal niveau tot verschillende reguleringsinitiatieven geleid, waarbij gebruik is gemaakt van zowel formele wet- en regelgeving als zelfregulering. In dit hoofdstuk zal ik een chronologisch overzicht geven van deze initiatieven en in het bijzonder ingaan op de verandering in aanpak van de beloningsproblematiek. Er zijn immers twee interessante trends waar te nemen. Enerzijds lijkt de focus van de regelgeving te verschuiven van de

---

1 Dit hoofdstuk is een verkorte versie van een eerdere bijdrage getiteld 'Het beloningsbeleid van financiële ondernemingen: van een governancevraagstuk naar een *bonus cap*' dat in twee delen is gepubliceerd in het *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur*.

2 M.C. Jensen & K.J. Murphy, 'Performance Pay and Top-Management Incentives', *Journal of Political Economy* 1990, 98, 2, p. 226.

3 G.T.M.J. Raaijmakers & F.G.K. Overkleef, 'Bestuurdersbeloning, de nieuwe Code en de kredietcrisis', *FR* 2009, 2/3, p. 87.

4 Financial Stability Forum, *FSF Principles for Sound Compensation Practices*, 2 april 2009, [www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0904b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904b.pdf), p. 1.

beloningsgovernance naar de vormgeving van het beloningsbeleid. Tevens wordt zelfregulering vervangen door formele wet- en regelgeving. Hierna zullen eerst de vraagstukken rondom het beloningsbeleid worden behandeld. Deze vraagstukken hebben verband met de vaststelling, vormgeving en openbaarmaking van het beloningsbeleid. Daarna zullen in opeenvolgende paragrafen de verscheidende reguleringsinitiatieven worden besproken die werden geïntroduceerd naar aanleiding van respectievelijk de boekhoudschandalen en de financiële crisis. Ten slotte sta ik ook stil bij recentere wetgeving in de vorm van een nieuwe richtlijn kapitaalvereisten (hierna: CRD IV) en het wetsvoorstel Wet beloningsbeleid financiële ondernemingen (hierna: Wbfo), waarna ik tot een afronding kom.

## 2. Beloningsvraagstukken

Het functioneren van de beloningssystemen bij beursvennootschappen en financiële ondernemingen werd na de voornoemde boekhoudschandalen en de financiële crisis in twijfel getrokken. In de literatuur worden in het bijzonder drie typen vraagstukken onderscheiden, namelijk (i) het governancevraagstuk; (ii) het vormgevingsvraagstuk; en (iii) het openbaarmakingsvraagstuk. Het eerste vraagstuk richt zich vooral op de totstandkoming van de beloning. Zoals in de inleiding al naar voren kwam, kan de bestuurdersbeloning de oplossing zijn voor de principaal-agentproblematiek. Deze problematiek gaat uit van het bestaan van een belangenconflict tussen enerzijds de aandeelhouder als principaal en anderzijds de bestuurder als agent. Dit belangenconflict is het resultaat van een verschil in risicobereidheid. De aandeelhouders willen (op korte termijn) een zo hoog mogelijke aandeelhouderswaarde creëren en zijn bereid daar risico's voor te nemen. Het is voor hen ook makkelijker risico's te nemen, omdat zij veelal niet hun gehele vermogen hebben geïnvesteerd in een specifieke onderneming, maar over een zogenoemd gediversifieerd aandelenportfolio beschikken. De bestuurder kan anderzijds zijn winst maximaliseren door een zo hoog mogelijke beloning. Hij zal echter risico's afdelen, omdat een bestuurder 'zijn gehele *human capital* in de onderneming steekt en door een falen en een daarmee gepaard gaand ontslag harder getroffen wordt dan een aandeelhouder'.<sup>5</sup> Dit belangenconflict kan worden opgeheven, althans worden verkleind door een (variabele) beloning die zodanig is vormgegeven dat deze is gekoppeld aan de aandeelhouderswaarde. Kortom, een goed vormgegeven beloning kan de juiste prikkels geven aan de bestuurder om te handelen in het belang van de aandeelhouder.

In de praktijk komt het beloningsbeleid echter niet tot stand na onderhandelingen tussen de aandeelhouder en bestuurder, maar is het vaak het resultaat van een onderhandelingsproces tussen een bestuurder en een, niet namens de aandeelhouders

<sup>5</sup> E.C.H.J. Lokin, 'Variabele beloning in perspectief', in: C.J.H. Jansen & L.G. Verburg (red.), *Onderneming en beloning*, Serie Onderneming en Recht, deel 82, Deventer: Kluwer 2014, p. 160.

handelende, commissaris.<sup>6</sup> Zodoende hebben aandeelhouders weinig grip op de totstandkoming van de bestuurdersbeloning, welke dan ook niet kan worden gebruikt als een controlemechanisme door de aandeelhouders. Het tweede vraagstuk betreft de vormgeving. Hier betreft het de vorm, structuur en hoogte van de beloning. De structuur van de beloning kan de verkeerde (financiële) prikkels geven aan een bestuurder. Indien een beloning uit opties bestaat, kan dit leiden tot een gelijkstelling van de belangen van aandeelhouders en bestuurders. Beiden zijn dan immers gebaat bij een zo hoog mogelijke aandeelhouderswaarde. Het kan tevens ertoe leiden dat een bestuurder (onnodig) risicovolle activiteiten ontplooit om op korte termijn winsten te behalen en daarmee de waarde van het aandeel omhoog te stuwten. De structuur geeft zodoende de verkeerde prikkels aan bestuurders. Het laatste vraagstuk betreft de openbaarmaking van het beloningsbeleid en is zodoende verbonden met het governancevraagstuk. De aandeelhouders kunnen slechts een goed oordeel vormen over de toegekende beloning en de relatie tussen beloning en prestatie wanneer men beschikt over een duidelijk en begrijpelijk beloningsverslag. Wanneer dit verslag ondoorzichtig is opgesteld of de beloningen op een geaggregeerd niveau worden weergegeven, is het onmogelijk een wezenlijk oordeel te geven over de relatie tussen de prestatie en de beloning en valt de beloning wederom weg als mogelijk controlemechanisme.

Het waren dan ook deze vraagstukken die tot regulering noopten. In het vervolg van deze bijdrage zal een overzicht worden gegeven van nationale reguleringsinitiatieven ten aanzien van de voornoemde vraagstukken en geanalyseerd worden welke veranderingen in de aanpak omtrent de genoemde vraagstukken hebben plaatsgevonden. Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen enerzijds het introduceren van regelgeving of zelfregulering gericht op (de versterking van) de beloningsgovernance<sup>7</sup> en anderzijds nadere regelgeving of zelfregulering gericht op de vorm, structuur en hoogte van de beloning.

### 3. De bestuurdersbeloning na *Enron*: een governancevraagstuk

#### 3.1 De introductie van formele beloningswetgeving

De Nederlandse wetgever introduceerde rond de eeuwwisseling specifieke regelgeving gericht op enerzijds de openbaarmaking van de beloning en anderzijds op (de versterking van) de bevoegdheden van aandeelhouders ten aanzien van de vaststelling van het beloningsbeleid. Deze regelgeving kwam mede tot stand door een groeiende aandacht voor corporate governance aan de zijde van de wetgever,

6 Of tussen een uitvoerende bestuurder en een niet-uitvoerende bestuurder die beiden zitting hebben in het bestuur in het geval van een *one-tier-board*. C. de Groot, 'Bezoldiging van bestuurders van naamloze vennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2005/164, p. 465.

7 G. Ferrarini, N. Moloney & M.C. Ungureanu, 'Executive Remuneration in Crisis: A Critical Assessment of Reforms in Europe', 1 April 2010, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1707334](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1707334), p. 14. De auteurs spreken over het concept 'pay governance' dat verwijst naar de 'different but interlinked governance mechanisms which can support the adoption of effective incentive contracts, in particular board monitoring (particularly by independent directors), disclosure and shareholder voice'.

maar ook als een reactie op de voornoemde boekhoudschandalen.<sup>8</sup> Op 5 september 2001 presenteerde het kabinet het wetsvoorstel openbaarmaking van de bezoldiging en het aandelenbezit van bestuurders. Dit wetsvoorstel introduceerde de artikelen 2:383c-e BW waarin onder meer bepaald wordt dat de naamloze vennootschap in de toelichting bij de balans en de winst- en verliesrekening voor iedere bestuurders opgave moest doen van het bedrag van de beloning, maar ook bijvoorbeeld opgave van de door de vennootschap gehanteerde criteria die gelden voor de toekenning of uitoefening van rechten om aandelen te nemen of te verkrijgen. Zodoende kon, althans in de optiek van het kabinet, eenieder die bij de naamloze vennootschap betrokken is inzicht verkrijgen in de bedragen die gemoeid zijn met het aantrekken en belonen van bestuurders om zo een oordeel te kunnen vormen over de relatie tussen de beloning en de prestaties van het bestuur. Daarnaast speelde het afleggen van verantwoording door bestuurders en commissarissen ook een rol.<sup>9</sup> Het aangenomen wetsvoorstel trad op 1 september 2002 in werking, waarbij geen onderscheid werd gemaakt tussen financiële en niet-financiële beursgenoteerde ondernemingen.

Twee jaar later stelde het kabinet een nieuw artikel 2:135 BW voor.<sup>10</sup> Dit nieuwe artikel had als doel de positie van de algemene vergadering van aandeelhouders bij het vaststelling van de beloning te versterken. Formeel gezien werd de beloning al vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders, maar de wetgever constateerde dat deze vaststelling werd gedelegeerd aan de raad van commissarissen. Het was echter de vraag of de commissarissen als onafhankelijk gezien konden worden. De commissarissen en bestuurders waren in de optiek van de wetgever veelal bekenden van elkaar met als gevolg dat de onafhankelijkheid in het geding was. Tevens plaatste men vraagtekens bij het tegenwicht dat de aandeelhouders konden bieden tegen bestuurders en commissarissen die beiden een grote informatievoorsprong hadden ten opzichte van deze aandeelhouders. Deze twijfels werden versterkt door 'bovenmatige inkomensontwikkelingen' en 'excessen'.<sup>11</sup> Kortom, de positie van de aandeelhouder diende versterkt te worden en het nieuwe artikel kwam hieraan tegemoet. De algemene vergadering van aandeelhouders stelt, op grond van het eerste lid, de algemene lijnen van het te voeren beloningsbeleid voor bestuurders vast. Eventuele aandelen- of optieregelingen dienen, in overeenstemming met het derde lid, eveneens vooraf aan de algemene vergadering van aandeelhouders te worden voorgelegd. Het aangenomen wetsvoorstel, waarin ook geen onderscheid werd gemaakt tussen financiële en niet-financiële beursgenoteerde ondernemingen, trad in werking op 1 oktober 2004.

---

8 Lokin 2014, p. 172.

9 *Kamerstukken II* 2001/02, 27 900, nr. 3, p. 3 respectievelijk p. 2 (MvT).

10 *Kamerstukken II* 2002/03, 28 179, nr. 31, p. 2 (Tweede nota van Wijziging).

11 *Kamerstukken II* 2002/03, 28 179, nr. 31, p. 4 respectievelijk p. 6 (Tweede nota van Wijziging).

### 3.2 *De Code Tabaksblat*

Dezelfde groeiende aandacht voor corporate governance en de voornoemde boekhoudschandalen waren, naast de gebrekkige naleving van de 40 aanbevelingen van de eerste Commissie Corporate Governance uit 1997 en het verschijnen van het rapport van High-Level Group of Company Law Experts, ook aanleiding voor instelling van een nieuwe Commissie Corporate Governance onder leiding van Morris Tabaksblat (hierna: Commissie Tabaksblat). De Commissie werd gevraagd een hernieuwde ‘code of best practice’ op het terrein van corporate governance voor beursgenoteerde vennootschappen op stellen. Op 9 december 2003 publiceerde de Commissie de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: Code Tabaksblat) waarin ook bepalingen werden opgenomen die zowel de governance als de vormgeving van het beloningsbeleid aan de orde stelden. Wat de governance betreft, lag de nadruk op het openbaar maken van de toegekende beloningen. De hieromtrent opgestelde best practice-bepalingen kenden een gelijke strekking als de hierboven besproken wetgeving. Een nieuwe ontwikkeling was de verplichting tot het opstellen van een remuneratierapport. Dit rapport, dat in best practice-bepaling II.2.9 wordt omschreven als een weergave van het beloningsbeleid dat in het komende boekjaar en de daaropvolgende jaren wordt gevoerd alsmede van de wijze waarop het beloningsbeleid het afgelopen jaar in de praktijk is gebracht, kende vooral een verantwoordingsfunctie. Het diende bijvoorbeeld op de website van de vennootschap te worden geplaatst en de hoofdlijnen van het rapport werden opgenomen in het verslag van de raad van commissarissen.

De Commissie Tabaksblat had ook oog voor de positie van de aandeelhouders ten aanzien van het beloningsbeleid en de rol van de raad van commissarissen bij de vaststelling van dit beleid. Zo volgde uit het tweede deel van principe II.2 dat regelingen die bestuurders belonen in aandelen of rechten tot het nemen van aandelen goedgekeurd moesten worden door de algemene vergadering van aandeelhouders. Principe III.5 bepaalde verder dat de raad van commissarissen uit zijn midden een remuneratiecommissie diende in te stellen in het geval de raad uit meer dan vier leden bestond. Deze remuneratiecommissie kreeg, op grond van best practice-bepaling II.5.10, de taak opgedragen om voorstellen te doen voor zowel het beloningsbeleid als de individuele beloning voor bestuurders. Deze commissarissen dienden daarom dan ook zo veel mogelijk onafhankelijk te kunnen handelen. In de code waren dan ook enkele bepalingen opgenomen om die onafhankelijk te waarborgen. Een goed voorbeeld daarvan was dat, op grond van best practice-bepaling III.5.11, een oud-bestuurder kort na zijn aftreden geen voorzitter kon worden van deze commissie.

In de code waren ook bepalingen over de hoogte en structuur van de bestuurdersbeloningen opgenomen. Zo dienden zaken als de resultatenontwikkeling, de ontwikkeling van de beurskoers en andere voor de vennootschap relevante ontwikkelingen een rol te spelen bij de vaststelling van de hoogte en de structuur van de beloning. Indien een beloning bestond uit zowel een vast als een variabel

deel, moest dit variabele deel gekoppeld zijn aan vooraf bepaalde, meetbare en beïnvloedbare doelen. Deze doelen moesten deels op korte termijn en deels op lange termijn worden gerealiseerd. Principe II.2, eerste deel bepaalde bovendien dat het variabele deel van beloning als doel moest hebben de bestuurders aan de vennootschap en haar doelstellingen te binden. Deze opties mochten dan ook, op grond van best practice-bepaling II.2.1, pas na drie jaar daadwerkelijk uitgekeerd worden mits de prestatiecriteria zijn gerealiseerd. Wat verder opvallend is, is dat de Commissie Tabaksblad heeft overwogen om een bepaling in de code op te nemen die inhield dat maximaal 50% van de totale beloning uit variabele beloningscomponenten zou bestaan. Dit voorstel is, zoals blijkt uit de toelichting bij de Code, uiteindelijk niet opgenomen in de gepubliceerde versie.

In de hierboven besproken ontwikkelingen is duidelijk een trend zichtbaar. De Nederlandse formele wet- en regelgeving en de Code Tabaksblad waren beide erop gericht de tekortkomingen in de totstandkoming van het beloningsbeleid op te heffen. De aandeelhouder werd enerzijds beter in staat gesteld een goed oordeel te vormen over de relatie tussen de beloning en de prestatie door de openbaarmakingsverplichtingen. Anderzijds werd zijn positie ten aanzien van de vaststelling van het beloningsbeleid versterkt. Ook werden regels opgesteld om de onafhankelijkheid van de commissaris te waarborgen. Er is echter een opvallend verschil waar te nemen tussen de formele wet- en regelgeving en de Code Tabaksblad. In de eerstgenoemde regelgeving zijn geen bepalingen opgenomen over de hoogte, vorm en structuur van beloning, terwijl de Code Tabaksblad wel bepalingen omtrent de vormgeving van het beloningsbeleid heeft opgenomen en dus ook als doel heeft de vormgeving van het beloningsbeleid te reguleren.

#### **4. De bestuurdersbeloning na de financiële crisis: een structuurvraagstuk**

##### **4.1 *Herziening van de Corporate Governance Code***

De financiële crisis deed de maatschappelijke discussie over het beloningsbeleid weer hoog oplopen. Alhoewel de maatschappelijke discussie geen blijk gaf van een scherpe grens tussen de twee thema's, stonden de (i) de hoogte van de beloningen in de financiële sector; en (ii) de structuur van het beloningsbeleid in de financiële sector centraal in deze discussie.<sup>12</sup> The High-Level Group on Financial Supervision in the EU betoogde evenwel in haar rapport dat de wet- en regelgevers in Europa zich primair dienden te richten op de structuur van het beloningsbeleid. Het waren immers de onverantwoorde beloningsstructuren in deze sector en daaruit voortvloeiende perverse prikkels die werden gezien als een oorzaak van de financiële crisis. De financiële crisis had dan ook als logisch gevolg dat het opstellen van nadere regelgeving aangaande de structuur van het beloningsbeleid hoog op de

<sup>12</sup> Raaijmakers en Overkleef 2009, p. 87.

politieke agenda kwam. De eerste ‘reactie’ op deze maatschappelijke discussie kwam echter in de vorm van een geactualiseerde Corporate Governance Code (hierna: Code Frijns) waarin een aantal nieuwe beloningsbepalingen waren opgenomen.

De Commissie Frijns had zich bij het opstellen van de beloningsregels vooral gericht op de beloningsstructuur. Alhoewel zij eerder overwoog om deze structuur ook aan ‘objectieve maxima te binden’,<sup>13</sup> kwam de commissie met een aantal concrete maatstaven aan de hand waarvan zowel de structuur als de hoogte van de beloning moest worden vastgesteld. In principe II.2, eerste deel werd bijvoorbeeld bepaald dat het variabele deel van de beloning *passend* moest zijn ten opzichte van het vaste deel. Ook dienden deze variabele beloningen te worden gekoppeld aan overwegend langetermijndoelstellingen.

Ten aanzien van de hoogte van de bestuurdersbeloning bepaalden principe II.2, eerste deel en best practice-bepaling II.2.2 dat bij de vaststelling van de totale beloning ‘de invloed ervan op de beloningsverhoudingen binnen de gehele onderneming moeten worden meegewogen’. Tevens scherpte de Code Frijns, in principe II.2, eerste deel, ook de vereisten aan waaraan de bestuurdersbeloning als geheel moest voldoen door hieraan toe te voegen dat de beloningsstructuur ook niet moest aanzetten tot het nemen van risico’s die niet pasten binnen de vastgestelde strategie. Ten slotte introduceerde de Code enkele vereisten en bevoegdheden voor de raad van commissarissen. Deze raad van commissarissen kreeg onder meer, op grond van best practice-bepaling II.2.11, een *claw back*-bevoegdheid ten opzichte van variabele beloningen die waren toegekend aan een bestuurder op basis van onjuiste financiële gegevens.

#### **4.2 Een specifieke gedragscode voor de bancaire sector: De Code Banken**

De financiële sector kwam zelf ook in actie met verschillende initiatieven na de financiële crisis. Allereerst sloot zij met de Minister van Financiën, minister Bos, het zogenoemde ‘Herenakkoord’, waarmee de sector zich committeerde aan een ‘duurzaam en gematigd’ beloningsbeleid dat niet zou ‘aanzetten tot het nemen van onverantwoordelijke risico’s en een disproportionele oriëntatie op louter korte termijn en aandeelhouderswaarde’.<sup>14</sup> Dit herenakkoord was echter niet voldoende om het (consumenten)vertrouwen in de banken te herwinnen. De sector kwam dan ook met verdere initiatieven, waaronder de instelling van de Adviescommissie Toekomst Banken (hierna: Commissie Maas) in november 2008 door de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB). Deze commissie kreeg als taak het doen van aanbevelingen ter verbetering van het functioneren van de Nederlandse sector. In

<sup>13</sup> Raaijmakers en Overkleef 2009, p. 89.

<sup>14</sup> De Rijksoverheid, *Verklaring van de financiële sector en de minister van Financiën*, 30 maart 2009, [www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/convenanten/2009/03/30/verklaring-van-de-minister-van-financien-en-de-financiele-sector.html](http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/convenanten/2009/03/30/verklaring-van-de-minister-van-financien-en-de-financiele-sector.html).

haar rapport deed de Adviescommissie, in het tweede hoofdstuk getiteld 'Maatschappelijke rol van banken', enkele aanbevelingen ten aanzien van het beloningsbeleid. De Commissie Maas stelde, in aanbeveling 2.1, onder meer dat het totale inkomen van bankbestuurders in een redelijke verhouding moest staan tot het beloningsgebouw binnen de bank. Verder deed zij de aanbeveling – aanbeveling 2.11 – dat het variabele inkomen maximaal 100% van het vaste inkomen mocht bedragen. Dit was opvallend, daar de Commissie Frijns dit eerder juist nog niet aandurfde. De aanbevelingen die deel uitmaakten van het tweede hoofdstuk werden samen met het eerste hoofdstuk van het rapport omgezet in de door de NVB opgestelde Code Banken. Deze Code werd, na zijn inwerkingtreding op 1 januari 2010, van toepassing op alle banken die beschikken over een bankvergunning verleend op grond van de Wet op het financieel toezicht (Wft).

De code stelt onder meer dat het te voeren beloningsbeleid een zorgvuldig, beheerst en duurzaam karakter heeft dat in lijn is met strategie, risicobereidheid, doelstellingen en waarden van de bank. Ook moet men bij de toekenning van de beloning rekening houden met bijvoorbeeld de langetermijnbelangen van de bank. Het voornoemde uitgangspunt dient, op grond van principe 6.1.1, als leidraad voor de raad van commissarissen en de raad van bestuur bij het vervullen van hun taken met betrekking tot het beloningsbeleid.

De Code bevat verder enkele principes die specifiek betrekking hebben op de structuur en zelfs de hoogte van de beloning. Principe 6.3.3 bepaalt bijvoorbeeld dat bij de toekenning van de variabele beloningen aan een lid van de raad van bestuur 'rekening wordt gehouden met de langetermijncomponent'. De toekenning van deze variabele beloning is verder mede afhankelijk van de winstgevendheid en/of continuïteit en wordt dan ook voorwaardelijk toegekend en op zijn vroegst drie jaar later uitgekeerd. Bovendien maximeert principe 6.4.2 deze variabele beloning. Elke bank dient een bij de bank passend maximum vast te stellen. Deze variabele beloning mag echter maximaal 100% van het vaste inkomen bedragen. De invoering van de Code Banken zorgt dus voor een maximering van de hoogte van de beloning in de bancaire sector en gaat verder dan alle eerdergenoemde initiatieven. De hoogte van de beloning wordt nu zelfs onderworpen aan regelgeving.

#### **4.3            *De eerste stap naar een regulatorisch kader: Principes voor beheerst beloningsbeleid***

De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) roerden zich ook in de maatschappelijke discussie over het beloningsbeleid binnen de financiële sector. Zij publiceerden op 6 mei 2009 de Principes voor beheerst beloningsbeleid in de financiële sector. Deze principes vormden – vooruitlopend op een duidelijke verankering in wet- en regelgeving – het uitgangspunt voor de wijze waarop de toezichthouders het onderwerp benaderden. De principes zagen op een drietal onderwerpen, te weten (i) de te hanteren uitgangspunten voor het beloningsbeleid; (ii)

de governance van het beloningsbeleid; en (iii) de vormgeving van de variabele beloningsstructuur. De principes inzake de twee laatstgenoemde onderwerpen werden door DNB verder uitgewerkt in zogenaamde *good practices*. Overigens stelde DNB dat de *practices* (slechts) een handvat ‘kunnen bieden bij het vormgeven en uitvoeren van een beloningsbeleid in lijn met de Principes’, maar het volgen van deze *good practices* leidde volgens de Nederlandsche Bank niet automatisch tot een beloningsbeleid dat voldoet aan de eisen van de principes. Uiteindelijk zou de DNB zelf toetsen of er sprake is van een beheerst beloningsbeleid.

DNB stelde ten aanzien van het eerste onderwerp dat ondernemingen met beloningsstructuren waar de variabele component het grootste deel van de beloning vormt over een sterke governance structuur dienden te beschikken. De raad van commissarissen moest in dat geval voldoende inzicht hebben in en betrokken zijn bij de aspecten van het beloningsbeleid die impact hebben op het risicomanagement. De controlfuncties dienden bovendien ‘onafhankelijke beïnvloedingsmacht’ te hebben ‘die hun rol als *countervailing power* (cursivering; TCAD) waarborgt’.<sup>15</sup> Wat betreft de vormgeving van de variabele beloningsstructuur bepaalde DNB onder meer dat bij de toekenning van variabele beloningen rekening gehouden moest worden met financiële risico’s en dat sprake moest zijn van een passende verhouding tussen het vaste salaris en de variabele beloning. Elke onderneming diende een prudent maximum aan de toe te kennen variabele beloningen op te stellen.<sup>16</sup>

De hierboven beschreven ontwikkelingen tonen aan dat de financiële crisis tot een evident andere aanpak heeft geleid op nationaal niveau. Er is veel meer nadruk gelegd op de vormgeving van het beloningsbeleid en dan in het bijzonder op de structuur van beloning. Dit is het logische gevolg van de breed gedragen consensus dat de structuur van het beloningsbeleid in de financiële sector en de daaruit voortkomende perverse prikkels werden gezien als een oorzaak van de crisis. Voorts is in eerdere instanties veelal de nadruk gelegd op zelfregulering, maar zijn de principes van de Nederlandse toezichhouders een opstap naar, vanuit Europa afkomstige, formelere wetgeving. Ten slotte valt het op dat naast de structuur ook de hoogte van de beloning onderwerp wordt van regulering. Er is sprake van een focusverschuiving naar het reguleren van de vormgeving van het beloningsbeleid.

## 5. Een strikt regulatorisch kader: de Regeling beheerst beloningsbeleid

De evaluatie van de toepassing van de Europese aanbeveling inzake het beloningsbeleid in de financiële sector maakte in 2010 duidelijk dat verdergaande regulering noodzakelijk was om tot een succesvolle hervorming van het beloningsbeleid in de

<sup>15</sup> Kamerstukken II 2008/09, 31 371, nr. 254, p. 5.

<sup>16</sup> Kamerstukken II 2008/09, 31 371, nr. 254, p. 5.

financiële sector te komen. Er bleven immers ‘verontrustende’ verschillen bestaan in de structuur van het beloningsbeleid binnen de sector. De Europese Commissie was dan ook voornemens ervoor te zorgen dat de lidstaten en het Europees Parlement snel tot overeenstemming konden komen over formele beloningswetgeving.<sup>17</sup> Deze voornemens resulteerden in het voorstel voor en vervolgens de aanname van Richtlijn 2010/76/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG wat betreft de kapitaalvereisten voor de handelsportefeuille en voor hersecuritisaties, alsook het bedrijfseconomisch toezicht op het beloningsbeleid (hierna CRD III).

Deze richtlijn kende specifieke regels voor de beloningsstructuur waarbij onderscheid gemaakt werd tussen de werknemers van een bank of beleggingsonderneming. De richtlijn zag op die categorieën medewerkers wier beroepsactiviteiten het risicoprofiel van de bank of beleggingsonderneming materieel beïnvloeden, de *identified staff*. Dit zijn (i) medewerkers met een hogere leidinggevende, risiconemende of controlefunctie die in hun functie het risicoprofiel van de financiële onderneming materieel beïnvloeden (de zogenaamde *risk takers*); (ii) medewerkers die een totale beloning ontvangen van een gelijk of een hoger niveau als de *risk takers*; en (iii) medewerkers die een controlefunctie uitoefenen.<sup>18</sup> De richtlijn bevat in het bijzonder specifieke bepalingen ten aanzien van de variabele beloningen voor deze *identified staff*. Zo dient een aanzienlijk deel, en in ieder geval ten minste 50% van een variabele beloning te bestaan uit een afgewogen mix van aandelen of daaraan gerelateerde instrumenten die een goede afspiegeling zijn van de kredietkwaliteit van een bank. Daarnaast vereist de richtlijn onder meer ook dat de uitkering van een aanzienlijk deel, en in ieder geval ten minste 40% van de variabele beloning, wordt uitgesteld over een periode van drie tot vijf jaar die aansluit bij de aard van de activiteiten, de risico's daarvan en de activiteiten van de medewerker in kwestie. Wanneer toegekende variabele beloning een bijzonder hoog bedrag is, wordt dit percentage tot 60% verhoogd. Deze beloning wordt bovendien slechts uitbetaald of verworven wanneer dit met de financiële toestand van de bank in haar geheel te verenigen is en door de prestaties van de bank, de bedrijfseenheid en het betreffende individu gerechtvaardigd wordt.<sup>19</sup> Alhoewel de richtlijn in het bijzonder is gericht op de vormgeving van de variabele beloning, bevat zij geen bepalingen betreffende de ratio tussen de vaste en variabele beloning. Er wordt slechts, in artikel 11, lid 23, sub 1 van Bijlage I CRD III, gesproken over een evenwichtige verdeling tussen de vaste en variabele componenten van de totale beloning.

17 Verslag over de toepassing door de EU-lidstaten van Aanbeveling 2009/384/EG van Commissie over het beloningsbeleid in de financiële sector (aanbeveling van 2009 over het beloningsbeleid in de financiële sector) van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, COM (2010) 286 definitief, p. 11-12.

18 F.C.A. van de Bult, 'Beloningen in de financiële sector: never waste a good crisis', in: C.J.H. Jansen & L.G. Verburg (red.), *Onderneming en beloning*, Serie Onderneming en Recht, deel 82, Deventer: Kluwer 2014, p. 239.

19 CRD III Bijlage I, artikel 11, lid 23, sub o respectievelijk sub p.

Op nationaal niveau publiceerde de Minister van Financiën, ter implementatie van de in de richtlijn opgenomen bepalingen, op 14 december 2010 het Besluit beheerst beloningsbeleid Wft. Dit besluit maakte het voor DNB mogelijk regelgeving over het beloningsbeleid in de financiële sector op te stellen. Op 16 december 2010 vaardigde DNB dan ook de Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2011 (hierna: Rbb) uit. De vorenbedoelde bepalingen uit de richtlijn werden geïmplementeerd in de Rbb. Zo bepaalt bijvoorbeeld artikel 18 Rbb dat een aanzienlijk deel, en in ieder geval ten minste 50% van een variabele beloning te bestaan uit een afgewogen mix van aandelen of daaraan gerelateerde instrumenten die een goede afspiegeling zijn van de kredietkwaliteit van een bank en artikel 19 Rbb dat de toekenning van een aanzienlijk deel, en in ieder geval ten minste 40% van de variabele beloning, wordt uitgesteld over een periode van drie tot vijf jaar die aansluit bij de aard van de activiteiten, de risico's daarvan en de activiteiten van de medewerker in kwestie. Wanneer toegekende variabele beloning een bijzonder hoog bedrag is, wordt dit percentage tot 60% verhoogd.

Deze ontwikkelingen beschrijven wederom een omslagpunt in de benadering van de beloningsproblematiek. Zelfregulering wordt ingeruild voor formele wet- en regelgeving. Dit geldt in het bijzonder voor de regulering van de variabele beloning. Er wordt echter nog geen maximale hoogte gesteld aan deze variabele beloning. Er dient 'slechts' sprake te zijn van een evenwichtige verdeling tussen de vaste en variabele component van de totale beloning.

## 6. Recente reguleringsinitiatieven

Na de introductie van CRD III leek, althans in de optiek van de Europese Commissie en de Europese Raad, het Europees regime voor het beloningsbeleid in de financiële sector robuust genoeg om de beloningsproblematiek het hoofd te bieden. Het Europees Parlement was echter een andere mening toegedaan. De enige wijze waarop het excessief risicovolle gedrag in de bancaire sector kon worden beteugeld was door de invoering van een bonusplafond.<sup>20</sup> Na stevig onderhandelen kwam een dergelijk plafond dan ook terecht in Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG (hierna: CRD IV), welke van toepassing is op banken en beleggingsondernemingen.

Deze richtlijn introduceert het door het Parlement gewenste bonusplafond en maximeert ten aanzien van de *identified staff* de verhouding tussen de variabele en vaste beloning. Deze maximering is terug te vinden in artikel 94 CRD IV. Dit artikel bepaalt, onder lid 1, onder g, sub i CRD IV, dat de variabele beloning niet

<sup>20</sup> Europees Parlement, 'MEPs cap bankers' bonuses and step up bank capital requirements', [www.europarl.europa.eu/news/nl/news-room/content/20130225IPR06048/html/MEPs-cap-bankers'-bonuses-and-step-up-bank-capital-requirements](http://www.europarl.europa.eu/news/nl/news-room/content/20130225IPR06048/html/MEPs-cap-bankers'-bonuses-and-step-up-bank-capital-requirements).

meer bedraagt dan 100% van de vaste component van de totale beloning. Het is, op grond van lid 1, onder g, sub ii CRD IV, aan aandeelhouders, eigenaren of vennoten van de financiële instelling toegestaan om een variabele beloning toe te kennen die meer bedraagt dan 100%, maar niet meer dan 200%, maar in dat geval moet wel voldaan zijn aan enkele vereisten. Deze vereisten houden onder meer in dat de aandeelhouders, eigenaren of vennoten dienen te handelen op grond van een gedetailleerde aanbeveling van de instelling waarin deze bank of beleggingsonderneming de motivering voor en de reikwijdte van de gevraagde goedkeuring uiteenzet. Overigens zijn beide artikelen voorzien van de toevoeging dat de lidstaten eigen speelruimte hebben in die zin dat men mag overgaan tot een verlaging van dit bonusplafond.

Ook het Nederlandse kabinet had reeds in het coalitieakkoord aangekondigd maatregelen te nemen tegen met name beloningsprikkel 'die aanleiding kunnen geven tot het nemen van ongewenste en onverantwoorde risico's en prikkels die ertoe kunnen leiden dat het klantbelang wordt veronachtzaamd'<sup>21</sup> en doelde daarbij specifiek op (de hoogte van) de variabele beloning. Het wetsvoorstel Wbfo<sup>22</sup> bevat dan ook, in artikel 1:121 lid 1 Wft, onder meer een wettelijk bonusplafond tot 20% van de vaste beloning dat van toepassing is op alle financiële ondernemingen in Nederland en alle personen die werkzaam zijn in de Nederlandse financiële sector.

Het wetsvoorstel voorziet echter wel in enkele uitzonderingen op deze bepaling. Zo wordt in artikel 1:121 lid 2 een uitzondering gemaakt ten aanzien van personen die binnen Nederland werkzaam zijn en beloningsafspraken zijn overeengekomen die deels of volledig afwijken van een toepasselijke cao. Voor deze gehele categorie geldt een bonusplafond van *gemiddeld* 20%. Dit biedt dus aan de financiële onderneming de ruimte om personen binnen de genoemde categorie ruimer te belonen zolang het gemiddelde over de gehele groep niet hoger ligt dan 20%. Tevens wordt, op grond van het derde lid van hetzelfde artikel, onderscheid gemaakt ten aanzien van de plaats waar personen hun werkzaamheden uitvoeren. Wanneer een persoon bijvoorbeeld hoofdzakelijk werkzaam is in een lidstaat binnen de Europese Economische Ruimte (EER) kan de onderneming, in lijn met CRD IV, een hogere maximale variabele beloning van 100% van de vaste beloning toekennen.

Een andere ontwikkeling op nationaal vlak ten aanzien van de variabele beloning is de inwerkingtreding van de Wet tot 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 dagelijks beleidsbepalers<sup>23</sup> op 1 januari 2014. Financiële ondernemingen hebben nu bevoegdheden tot aanpassing en terugvordering van de variabele beloning

21 Zie de Kamerbrief van minister Dijsselbloem d.d. 26 november 2013 (kenmerk FM/2013/1912 M), te raadplegen op [www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/kamerstukken/2013/11/26/consultatie-wet-beloningsbeleid-financiele-ondernemingen.html](http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/kamerstukken/2013/11/26/consultatie-wet-beloningsbeleid-financiele-ondernemingen.html), p. 1.

22 *Kamerstukken II* 2013/14, 33 964, nr. 2.

23 *Sib.* 2013, 563. Zie hierover ook P. Vestering, 'De bestuurdersbeloning: van bezoldigingsbeleid tot clawback', in: M. Lückereath-Rovers e.a. (red.), *Jaarboek Corporate Governance 2011-2012*, Deventer: Kluwer 2011, p. 97 e.v.

toegekend aan bestuurders en dagelijkse beleidsbepalers op grond van artikel 2:135 lid 6 respectievelijk lid 8 BW. Het wetsvoorstel Wbfo breidt deze mogelijkheden ten aanzien van financiële ondernemingen verder uit, daar artikel 1:126 lid 2 Wft deze maatregelen van toepassing verklaart op alle natuurlijke personen werkzaam onder de verantwoordelijkheid van de financiële onderneming. Tevens wordt in artikel 1:127 Wft, conform artikel 94 lid 1, onder n, CRD IV, bepaald wanneer in ieder geval gebruik dient te worden gemaakt van de bevoegdheid tot aanpassing en terugvordering. Dit is het geval als (i) de persoon niet heeft voldaan aan passende normen inzake bekwaamheid en correct gedrag; of (ii) de persoon verantwoordelijk was voor gedragingen die ertoe hebben geleid dat de positie van de onderneming aanmerkelijk is verslechterd.

De laatste stap lijkt daarmee te zijn genomen nu de hoogte van de beloning wordt gemaximeerd in formele wet- en regelgeving. Hiervoor werd 'toevlucht' gezocht en gevonden in zelfregulering. De invoering van CRD IV en het wetsvoorstel Wbfo zijn hiermee een nieuwe trendbreuk. Zelfs de hoogte van de variabele beloning is geen zaak meer voor de onderneming en haar aandeelhouders.

## **7. Hernieuwde aandacht voor de positie van aandeelhouders**

Alhoewel de invloed van de aandeelhouder op de beloning van de bestuurder van de financiële onderneming tanende lijkt door de invoering van dwingende regelgeving ten aanzien van de vormgeving en de hoogte van de beloning, geven nieuwe ontwikkelingen op het Europees niveau ook blijk van een hernieuwde aandacht voor de positie van de aandeelhouder bij de vaststelling en uitvoering van het beloningsbeleid. Deze aandacht komt vooral voort uit de ambitie van de Europese Commissie om de betrokkenheid van aandeelhouders bij beursgenoteerde vennootschappen te vergroten. Het ontbreken van deze betrokkenheid wordt gezien als een oorzaak voor tekortkomingen in de corporate governance van Europese beursgenoteerde vennootschappen.<sup>24</sup>

In 2012 volgde dan ook een actieplan<sup>25</sup> om onder andere deze betrokkenheid te vergroten om zodoende de corporate governance van Europese beursgenoteerde vennootschappen te versterken. De Commissie kondigde in voornoemd actieplan aan Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007

<sup>24</sup> De Europese Commissie, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2014 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, COM (2014) 213 definitief, p. 2.

<sup>25</sup> De Europese Commissie, Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's. Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen, COM (2012) 740 definitief.

betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen (hierna: de Aandeelhoudersrichtlijn) te herzien teneinde de aandeelhoudersbetrokkenheid te vergroten. Dit leidde tot de publicatie van een voorstel tot herziening van de Aandeelhoudersrichtlijn op 9 april 2014 dat vooraleerst tot 18 mei 2014 ter consultatie aan de lidstaten werd voorgelegd.

In het actieplan en in het voorstel tot herziening komt ook de positie van aandeelhouders ten aanzien van het beloningsbeleid aan bod. De Europese Commissie veronderstelt hieromtrent dat momenteel onvoldoende relatie bestaat tussen de beloning en de prestaties van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen door het ontbreken van een correct controlemechanisme voor de aandeelhouders. Een correct controlemechanisme zou ertoe moeten leiden dat het beloningsbeleid bijdraagt aan de langetermijnprestaties, maar een dergelijk mechanisme ontbreekt doordat (i) de informatie die vennootschappen openbaar maken niet allesomvattend, niet duidelijk en ook niet vergelijkbaar is; en (ii) aandeelhouders vaak over onvoldoende middelen beschikken om hun mening over de beloning van bestuurders kenbaar te maken.<sup>26</sup>

Het voorstel tot herziening van de Aandeelhoudersrechtenrichtlijn voorziet dan ook in bepalingen die bovengenoemde tekortkomingen het hoofd zouden moeten bieden. Het voorgestelde artikel 9 bis, onder 2, bepaalt bijvoorbeeld onder meer dat beursgenoteerde vennootschappen een duidelijk en begrijpelijk beloningsbeleid moeten voeren dat in overeenstemming is met de ondernemingsstrategie, doelstellingen, waarden en langetermijnbelangen van de vennootschap, terwijl deze vennootschappen, op grond van artikel 9 ter, onder 29, een duidelijk en begrijpelijk beloningsverslag dienen op te stellen met daarin opgenomen een duidelijk overzicht van de beloningen, met inbegrip van bonussen ongeacht in welke vorm, die in het afgelopen boekjaar aan individuele bestuurders en aan nieuw aangeworven of vroegere bestuurders zijn toegekend. Op deze wijze zou de openbaar gemaakte informatie duidelijk, allesomvattend en vergelijkbaar moeten worden, waardoor aandeelhouders zich een beter beeld kunnen vormen over de relatie tussen de beloning en de prestaties.

De controle van aandeelhouders over het beloningsbeleid kende ook tekortkomingen, daar het aan voldoende middelen ontbrak om hun mening over de beloning van bestuurders kenbaar te maken. Het voorstel bevat dan ook nieuwe bevoegdheden voor de aandeelhouders. Deze aandeelhouders dienen, op grond van artikel 9 bis, onder 1, hun goedkeuring te verlenen aan het beloningsbeleid en dit beloningsbeleid dient ten minste iedere drie jaar ter stemming aan de algemene vergadering te worden voorgelegd. Het eerstgenoemde goedkeuringsrecht komt in Nederland overigens de aandeelhouders al toe op grond van artikel 2:135 lid 1 BW in de zin dat de algemene vergadering het recht heeft het beloningsbeleid vast te stellen. De verplichting om dit beleid elke drie jaar ter stemming aan de aandeelhouders voor te leggen is voor Nederlandse vennootschappen nieuw,

---

26 De Europese Commissie 2014, p. 5.

maar is ‘reeds staande praktijk’ in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk.<sup>27</sup> Daarnaast verleent het voorstel, op grond van artikel 9 ter, onder 31, ook een stemrecht over het beloningsverslag aan de aandeelhouders. Dit stemrecht wordt uitgeoefend op de jaarlijkse algemene vergadering over het beloningsverslag van het afgelopen boekjaar. Het betreft dan ook de beloningen die het voorgaande jaar zijn uitgekeerd. Wanneer de aandeelhouders tegen het beloningsverslag stemmen, leidt dit evenwel niet tot de terugvordering van de bonussen. De vennootschap dient wel in het eerstvolgende beloningsverslag uit te leggen op welke wijze rekening is gehouden met de afkeurende stem van de algemene vergadering.

De genoemde nieuwe bevoegdheden die volgen uit het voorstel tot herziening van de Aandeelhoudersrichtlijn lijken dan ook de positie van de aandeelhouders ten aanzien van het beloningsbeleid te versterken. Deze nieuwe bevoegdheden, alsmede de nieuwe vereisten voor de openbaar te maken informatie door de beursgenoteerde vennootschap, zijn duidelijk weer gericht op het versterken van de beloningsgovernance. De aandeelhouders hebben op deze wijze weer meer zeggenschap over het beloningsbeleid, maar dit beloningsbeleid moet voldoen aan de dwingende vereisten die volgen uit CRD IV. Wanneer de Wbfo wordt aangenomen, dienen Nederlandse financiële ondernemingen te voldoen aan de striktere vereisten die uit deze wet volgen.

## **8. Afsluiting**

Het afgelopen decennium heeft het beloningsbeleid een centrale plaats ingenomen in het corporate governance-debat. De aandacht voor dit beloningsbeleid nam toe als reactie op boekhoudschandalen en werd versterkt door het intreden van de financiële crisis. Er zijn twee interessante trends in de Nederlands aanpak van de beloningsproblematiek zichtbaar. Enerzijds wordt zelfregulering ingeruild voor formele wet- en regelgeving. Het zelfreguleringsinstrument was klaarblijkelijk niet krachtig genoeg om de tekortkomingen in het beloningsbeleid op te heffen. Daarnaast is de focus van de regelgeving verschoven van de versterking van de beloningsgovernance naar regulering van de vormgeving van het beloningsbeleid. Tien jaar geleden waren, althans in de optiek van de High-Level Group of Company Law Experts, de vorm, structuur en hoogte van de beloning van bestuurders een zaak van de ondernemingen en hun aandeelhouders. Nu zien aandeelhouders van financiële ondernemingen zich geconfronteerd met regels aangaande dezelfde aspecten van het beloningsbeleid. De wetgever heeft in vergaande mate de vormgeving van het beloningsbeleid gereguleerd en lijkt de invloed van de aandeelhouder op de vast te stellen beloning te beperken. Betekent dit dan een (definitief) einde van het credo ‘wie betaalt, bepaalt’?

<sup>27</sup> C.F.J. van Tuyll van Serooskerken, ‘Een bespreking van enkele beloningsinitiatieven. “Say on pay” of “less is more”’, *TAO* 2014, 2, p. 77.