

14 | Beloningen en de Nederlandse corporate governance code 2016: vier onderwerpen voor de boardroom

Manuel Lokin

14.1. Inleiding: een trendbreuk

Al in het prille begin van de opkomst van corporate governance in Nederland is er aandacht voor beloningen. Deze aandacht is met de jaren toegenomen, evenals het aantal bepalingen over dit onderwerp in de verschillende Nederlandse corporate governance codes (hierna in algemene zin: de Code of Codes). Zo werd in de Code Tabaksblad uit 2003 een aanzienlijk deel van de Code gewijd aan gedetailleerde voorschriften omtrent bestuurdersbeloningen en het effectenbezit van bestuurders. Met de aanpassing van de Code Tabaksblad in 2008 (hierna: Code Frijns) werden de bepalingen over beloningen en het openbaar maken daarvan verder uitgebreid en aangescherpt. In de herziene Nederlandse corporate governance code 2016 heeft dit onderwerp zelfs een bijzonder prominente plek gekregen. In afwijking van de eerdere Codes is door de monitoringcommissie onder leiding van Van Manen (hierna: Commissie Van Manen) gekozen voor een thematische indeling in plaats van een functionele. Hierdoor is een apart hoofdstuk aan beloningen gewijd.

Niet alleen met de uiterlijke vormgeving, maar ook inhoudelijk wordt met de Code 2016 een nieuwe weg ingeslagen. De Code 2016 breekt met de voorheen ingezette lijn om het onderwerp beloningen uitgebreid te regelen. De Commissie Van Manen neemt het standpunt in dat het geven van te veel gedetailleerde voorschriften afbreuk doet aan de aandacht en motivatie voor zelfreflectie omtrent de inrichting en uitvoering van governance. De Code 2016 moet, meer dan voorheen, de nadruk leggen op de eigen verantwoordelijkheid van bestuurders en commissarissen. Door de Commissie Van Manen is daarom gekozen voor het zo veel mogelijk *principle-based* formuleren van de principes en *best practice* bepalingen, zodat bestuurders en commissarissen gestimuleerd worden een passende invulling te geven aan hun eigen verantwoordelijkheid op dit punt.

In dat kader moet wellicht als kanttekening gemaakt worden dat de beloningsbepalingen in de Code Frijns behoorden tot de meest niet-nageleefde en vaakst uitgelegde bepalingen. Zo signaleerde de Commissie Van Manen dat de introductie van de nieuwe beloningsvoorschriften in 2008 niet heeft geleid tot grotere transparantie. Daarnaast wijst de Commissie Van Manen erop dat niet-naleving

van de Code, met name op het punt van beloningen, door de maatschappij steeds minder acceptabel wordt gevonden.

In de Code 2016 is hoofdstuk 3 geheel gewijd aan beloningen. Het betreft de beloningen voor de bestuurders, de leden van het *executive committee* en de commissarissen. Bij de invulling van dit hoofdstuk is door de Commissie Van Manen ervoor gekozen om terug te keren naar de kern:

1. een eenvoudig en transparant beloningsbeleid dat langetermijn waardecreatie stimuleert;
2. de juiste afwegingen bij het vaststellen van de hoogte van beloningen; en
3. een heldere en inzichtelijke verantwoording.

Deze keuze heeft tot gevolg dat het aantal beloningsbepalingen in de Code 2016 drastisch is teruggebracht én dat deze bepalingen minder op details zijn gericht. De Code 2016 lijkt over het algemeen dus voor een verlichting van de regeldruk voor ondernemingen te zorgen. Toch zijn er ook een paar nieuwe bepalingen te ontwaren.

In deze bijdrage zal ik ingaan op vier beloningsonderwerpen die de bijzondere aandacht van de bestuurder en de raad van commissarissen verdienen. Achtereenvolgens bespreek ik twee nieuwe bepalingen in de Code 2016 die zien op de visie van de bestuurder op zijn eigen beloning (paragraaf 2) en op de beloningsverhoudingen binnen de onderneming (paragraaf 3). Daarna komen twee onderwerpen aan bod die weliswaar niet (langer) in de Code 2016 zijn terug te vinden, maar desalniettemin aan bod dienen te komen in de *boardroom*. Ik doel hiermee op het aandelenbezit en de beloning in aandelen voor commissarissen (paragraaf 4) en het aanpassen en achteraf terugvorderen van beloningen (paragraaf 5).¹

14.2. De visie van de bestuurder

14.2.1 De nieuwe beloningsbepaling

Een nieuwe beloningsbepaling die direct in het oog springt, is artikel 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 kennismaken 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. De bepaling moet zorgen voor een

¹ Bepaalde paragrafen zijn hoofzakelijk of deels gebaseerd op twee eerder verschenen artikelen: E.C.H.J. Lokin, 'Beloningen en de herziene Corporate Governance Code', *Maandblad voor Ondernemingsrecht (MvO)* 2017/1 en 2, p. 20 e.v.; E.C.H.J. Lokin, 'De visie van de bestuurder op zijn eigen beloning', *Tijdschrift voor Arbeid & Onderneming* 2017/1.

groter bewustzijn bij bestuurders over hun beloning. 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 beloningsbeleid.

14.2.2 Een wolf in schaapskleren

Artikel 3.2.2 Code 2016 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 artikel 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 langetermijn 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 langetermijnkarakter 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 dat 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. 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 uit van alleen de raad van commissarissen naar ook de individuele bestuurder.

14.2.3 *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 (beoogde) 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.² Dat een dergelijke verstrekkende fiduciaire verplichting als grondslag kan dienen voor een vordering jegens een bestuurder is niet geheel ondenkbaar. In de befaamde in de Verenigde Staten spelende rechtszaak tegen Michael Ovitz (Walt Disney) werd aangevoerd dat hij zijn fiduciaire verplichting geschonden had door akkoord te gaan met zijn ontslagvergoeding

² J. Moriarty, 'How Much Compensation Can CEOs Permissibly Accept?', *Business Ethics Quarterly* 2009, 19:2.

van ongeveer \$130 miljoen na een ongelukkig verlopen bestuursperiode van veertien maanden. Door de Amerikaanse rechter werd deze grondslag overigens ontoereikend geacht.

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. 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 gevoerd op armlengte afstand. Mijns inziens beoogt artikel 3.2.2 Code 2016 daar ook geenszins verandering in te brengen.

14.2.4 Handvatten voor de bestuurder en de raad van commissarissen

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 beloningsbeleid. De bestuurder is daarom nadrukkelijk gebaat bij een helder beloningsbeleid. Naarmate de verschillende aspecten door de raad van commissarissen duidelijker worden omschreven in het beloningsbeleid, 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 beloningsbeleid. Het is daarom aan te raden om deze overwegingen te documenteren.

Een beloningsbeleid 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 beloningsbeleid. 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.

14.2.5 Resumerend

Resumerend introduceert de Code 2016 een beloningsbepaling die de twee petten van de bestuurder op scherp zet. Hierdoor komt hij in een spagaat terecht. De bestuurder doet er goed aan duidelijke lijnen te bepalen waarlangs hij een visie vormt op zijn eigen beloning. Daarbij zal de bestuurder bedacht moeten zijn op vragen naar deze visie. Een krachtig, helder beloningsbeleid waarbij weloverwogen is nagedacht over de verschillende aspecten en functies die de beloning van de bestuurder moet vervullen, helpt hem daarbij. Een eenvoudiger beloningsbeleid overigens ook.

14.3. Pay ratio

14.3.1 Een nieuwe beloningsbepaling

Een andere nieuwe verplichting ten opzichte van de Code uit 2008 is het transparantievoorschrift opgenomen in artikel 3.4.1(iv) Code 2016 over de verhouding tussen de beloningen van de bestuurders en van werknemers. Dit nieuwe voorschrift brengt mee 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.

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. Een voorloper van deze regelingen was in de Code Frijns terug te vinden. 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 Frijns was om een intern anker toe te voegen aan het beloningsproces dat tegenwicht moest 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.”³ Met de invoering van het nieuwe transparantievoorschrift lijkt die meetmethode er nu te zijn gekomen.

Overigens is deze bepaling voor de doelgroep niet volledig nieuw. Zo blijkt uit het monitoringrapport over de naleving van de Code Fijns in het boekjaar 2011 dat 67% van de vennootschappen in hun bestuursverslag reeds een mededeling opnam over het meewegen van de interne beloningsverhoudingen.⁴

De Commissie Van Manen licht niet toe wie binnen de vennootschap de representatieve referentiegroep moet formeren. Er mag van uit worden gegaan dat deze taak primair bij de raad van commissarissen ligt en in de regel zal het worden overgelaten aan de remuneratiecommissie. Een toelichting over hoe de referentiegroep moet worden vastgesteld, ontbreekt eveneens. De remuneratiecommissie is hierin dus vrij, zolang de referentiegroep als representatief voor het bepalen van de interne beloningsverhoudingen kan worden aangemerkt. De remuneratiecommissie kan zich daarbij laten inspireren door de wijze waarop hieraan invulling wordt gegeven door beursgenoteerde ondernemingen in landen met een soortgelijke regeling. Voor de remuneratiecommissie is verder vooral van belang dat zij zich niet gebonden achten aan het kiezen van één referentiegroep. Het staat haar immers vrij tot een meervoudige *pay ratio* te komen, opgebouwd uit een gelaagde structuur waarbij verschillende beloningsniveaus binnen de vennootschap worden meegenomen.

14.3.2 De *pay ratio* in andere landen

Nederland kent met deze nieuwe bepaling, in navolging van onder meer de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, een ‘*pay ratio*-regeling’. In tegenstelling tot de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk is deze regeling vrijblijvend vormgegeven. Het Verenigd Koninkrijk kent de verplichting om elk jaar de procentuele toename van de beloning van de CEO af te zetten tegen de toename in procenten van de gemiddelde totale beloning van alle werknemers van de vennootschap (of het concern). Indien de vennootschap de uitkomst van de

3 Zie X. van Uffelen, ‘Kloof tussen bestuurder en werknemer schaadt motivatie’ 2011, te raadplegen op www.volkskrant.nl/economie/-kloof-tussen-bestuurder-en-werknemer-schaadt-motivatie-a1869322/, (laatst bezocht op 20 maart 2016).

4 *Rapport Monitoring* 2012, p. 7. Dit komt deels doordat bepaalde ondernemingen, bijvoorbeeld vanwege een *dual listing* of notering aan een buitenlandse beurs, reeds aan dergelijke regelgeving moeten voldoen.

gemiddelde totale beloning van alle werknemers een ongepaste maatstaf vindt, mag de vennootschap een andere groep werknemers kiezen. Wel dient te worden uitgelegd waarom voor deze groep gekozen is. Deze *pay ratio* dient in het remuneratierapport te worden vermeld. Deze regeling lijkt overigens niet het eindstation te zijn. Momenteel zijn er plannen in het Verenigd Koninkrijk voor verdergaande verplichtingen.

Sinds oktober 2015 kennen de Verenigde Staten een regeling voor het openbaar maken van de *pay ratio*. De *Securities and Exchange Commission* (hierna: ‘SEC’) heeft een nieuwe regeling in het leven geroepen op grond waarvan (1) de mediaan van de jaarlijkse totale beloning van alle werknemers (exclusief de CEO), (2) de jaarlijkse totale beloning van de CEO en (3) de ratio tussen deze twee bedragen openbaar moeten worden gemaakt. Ook de SEC heeft ervoor gekozen om enige flexibiliteit toe te staan bij het berekenen van de mediaan werknemer. 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 mediaan werknemer slechts eenmaal per drie jaar te gebeuren, behoudens substantiële wijzigingen in het loongebouw. Vennootschappen moeten aan deze nieuwe regel voldoen vanaf het boekjaar dat begint op of na 1 januari 2017.

Nederland neemt met haar *pay ratio* een positie in tussen het Verenigd Koninkrijk en Duitsland. In Duitsland ontbreekt een (wettelijke) verplichting tot het openbaar maken van een *pay ratio*. Wel is in de Deutsche Corporate Governance Kodex opgenomen dat de raad van commissarissen bij het vaststellen van de beloning de ratio tussen de bestuurdersbeloning 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 raad van commissarissen om te bepalen hoe deze verschillende groepen onderscheiden worden.

Met de Nederlandse *pay ratio*-bepaling loopt de Code 2016 vooruit op de implementatie van Europese regelgeving. Op grond van de herziene aandeelhoudersrichtlijn zijn beursvennootschappen verplicht in het remuneratierapport melding te maken van de jaarlijkse verandering in de beloning van elke bestuurder over de laatste vijf boekjaren in relatie tot de ontwikkeling van de prestatie van de onderneming en van de gemiddelde beloning van voltijdwerknemers van de onderneming (niet zijnde bestuurders) gedurende deze periode.⁵ Deze informatie dient te worden gepresenteerd op een wijze die vergelijking mogelijk maakt.

5 Zie artikel 9 ter (b) Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van de Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft. Implementatie van deze richtlijn dient te geschieden voor 10 juli 2019.

14.3.3 *Ondernemingsspecifieke informatie*

Bij de omgang met de Nederlandse *pay ratio*-bepaling is van belang 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. De lagere *pay ratio* hoeft echter niet bij voorbaat beter te zijn dan de hogere. Ook zegt de *pay ratio* uiteraard niets over de absolute hoogte van de beloning van bestuurder. De flexibiliteit bij het bepalen van de representatieve referentiegroep – het is aan de vennootschapsleiding om deze groep vast te stellen – doet eveneens afbreuk aan de onderlinge vergelijkbaarheid van de verschillende *pay ratio's*, hoewel het de toepasbaarheid van een regeling ten goede komt. Een veel gehoorde kritiek dat deze beloningsinformatie van lage kwaliteit is, ziet dan ook in het bijzonder op de vergelijkbaarheid van deze informatie. De kans is aanwezig – en zelfs zeer reëel – dat de media de informatie wel als ‘vergelijkbaar’ zal presenteren. Enige angst voor *naming & shaming* is dan ook niet zonder grond.

14.3.4 *Bestuurder of bestuurders*

Wanneer we kijken naar de nieuwe bepaling 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 geeft de tekst en toelichting niet. Met het oog op de verplichte implementatie van de herziene Europese aandeelhoudersrichtlijn, is aan te raden ervan uit te gaan dat de openbaarmaking ziet op iedere bestuurder.

14.3.5 *Transparantie vooraf*

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 beloningsbeleid.

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 meestverdienende en minstverdienende medewerker 5:1 was. Ten slotte 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 2000.⁶ 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*”.⁷ De Code 2016 gaat overigens niet zover. In artikel 3.1.2 (iii) Code 2016 is slechts bepaald dat bij het formuleren van het beloningsbeleid de beloningsverhoudingen binnen de vennootschap en de met haar verbonden onderneming *in overweging* genomen moeten worden. Desondanks staat het een raad van commissarissen uiteraard altijd vrij een bepaalde *pay ratio* als richtlijn op te nemen in het beloningsbeleid en voor te leggen aan de aandeelhouders.

14.3.6 *Transparantie achteraf*

Wordt gekozen voor transparantie achteraf, dan hoeft alleen de status quo openbaar te worden gemaakt. De nieuwe bepaling ziet op deze laatste vorm. Bij de invulling daarvan kan weer onderscheid gemaakt worden tussen een *pay ratio* gebaseerd op de beloning die de bestuurder zou kunnen verdienen (*zijn opportunity pay*) en een *pay ratio* gebaseerd op de uiteindelijk gerealiseerde beloning in een bepaald jaar (*zijn realized pay*). In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk is gekozen voor transparantie achteraf, waarbij in beide gevallen aangesloten wordt bij de uiteindelijk gerealiseerde beloning van de CEO. De nieuwe artikel 3.4.1 (iv) Code 2016 lijkt bij eerste lezing daar ook op te zien, maar de tekst biedt ruimte voor zowel de gerealiseerde beloning als de te bemachtigen beloning. Beide zijn immers aan te merken als een uitvoering van het beloningsbeleid.

14.3.7 *Opportunity pay als basis*

Er is een lans te breken om als raad van commissarissen te kiezen voor de laatste vorm, dus een *pay ratio* waarbij de *opportunity pay* van de bestuurder centraal staat. Wanneer namelijk zou worden aangesloten bij de gerealiseerde beloning kan 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

6 Zie M. 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 21 juli 2017).

7 Zie o.a. www.general-anzeiger-bonn.de/news/wirtschaft/region/Solarworld-begrenzt-Vorstandsgeh%C3%A4ter-article201254.html (laatst bezocht op 21 juli 2017).

van de media of interne onvrede nodeloos wordt vergroot. De discussie zal in dat geval ten onrechte gaan over de hoogte van de beloning, terwijl deze eigenlijk zou moeten gaan over de structuur (in het bijzonder om de vraag of de variabele beloning terecht is toegekend en of gebruik wordt gemaakt van de juiste prestatie-maatstaven en targets). De *pay ratio* mist daarmee zijn doel.

Het openbaar maken van een *pay ratio* heeft naar mijn mening vooral zin wanneer daardoor de raad van commissarissen wordt aangezet om de interne beloningsopbouw te integreren in het vaststellingsproces. Tijdens dat vaststellingsproces richt de raad van commissarissen zich op de mogelijke beloningsniveaus van de bestuurder en niet op hetgeen uiteindelijk wordt uitgekeerd.

Op dat vaststellingsproces ziet ook artikel 3.2.1 Code 2016, waarin 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. In het verlengde hiervan zou het logisch zijn wanneer de openbaarmaking van de *pay ratio* ziet op de beloningsniveaus zoals gehanteerd in dit voorstel, afgezet tegen een representatieve referentiegroep. Op die manier kan een zinvollere discussie worden gevoerd over een verhoging of verlaging van de *pay ratio* dan wanneer wordt aangesloten bij de jaarlijks wisselende gerealiseerde beloning van de bestuurder. Het zou aardig zijn als de Commissie Van Manen hierover een nadere duiding zou willen geven.

14.4. Aandelenbezit en beloning in aandelen

14.4.1 *Het probleem*

Een volgend onderwerp dat veel stof heeft doen opwaaien is de beloning van commissarissen in aandelen. In het voorstel van de Code 2016 dat ter consultatie is voorgelegd, werd het verbod op deze vorm van beloning – zoals was opgenomen in de Code Frijns – vervangen door een regeling op grond waarvan commissarissen wel aandelen als beloning zouden mogen ontvangen. Als voorwaarde werd wel gesteld dat deze aandelen in volledige eigendom werden aangehouden tot minimaal twee jaar na het einde van de benoemingstermijn en dat de waarde van de aandelen bij toekenning niet meer dan de helft van de totale beloning mocht bedragen.

De gedachte hierachter was enerzijds om tegemoet te komen aan de behoefte in de markt om commissarissen met aandelen te belonen en anderzijds het opheffen van een bestaande inconsistentie in de Code. Het verbod om commissarissen met aandelen te belonen was geïntroduceerd om ervoor te zorgen dat commissarissen onafhankelijk en kritisch kunnen opereren zonder afhankelijk te zijn van een bepaald deelbelang. Opmerkelijk genoeg mochten commissarissen wel zelf aandelen kopen en aanhouden, zolang deze aandelen maar gehouden werden voor de

lange termijn. Nu de logica ontbreekt om de vennootschap te verbieden haar commissarissen in aandelen te belonen wanneer commissarissen wel aandelen mogen bezitten in de vennootschap, stelde de Commissie Van Manen voor het verbod te schrappen. Op dit voorstel kwam zoveel kritiek dat in de finale versie ervoor is gekozen het verbod alsnog te handhaven. Het vraagstuk is daarmee niet opgelost maar terug op het bord van de raad van commissarissen gelegd. Hoe moet nu worden aangekeken tegen het aandelenbezit van commissarissen, onafhankelijk van de vraag of zij die als beloning hebben ontvangen of zelf hebben verworven?

14.4.2 Lange termijn waardecreatie en langetermijnaandeelhouderswaarde

Voorop kan worden gesteld dat in Nederland de raad van commissarissen zich – evenals het bestuur – dient te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Het uiteindelijke doel van de vennootschap is in de Code 2016 gedefinieerd als het creëren van waarde op de lange termijn. Daarmee wijkt de Code 2016 af van het doel zoals geformuleerd in de Code Frijs: langetermijnaandeelhouderswaarde. Dat deze ogenschijnlijk beperkte aanpassing in de Code 2016 vrij ingrijpend is, laat de beschikking van de Ondernemingskamer in AkzoNobel zien. De Ondernemingskamer overwoog daar dat het streven naar lange termijn waardecreatie evenzeer met zich kon brengen dat het bestuur en de raad van commissarissen besluit een voorstel van 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.

Het bijzondere aan het vennootschappelijk belang is, dat het bestuur en de raad van commissarissen in staat moeten zijn om dit belang vast te stellen aan de hand van de omstandigheden die zich in een bepaald geval voordoen. Het houden van aandelen voor de lange termijn hoeft, ook binnen het stakeholdersmodel zoals wij dat in Nederland kennen, daarbij niet direct voor problemen te zorgen. In veel gevallen zal langetermijnaandeelhouderswaarde en lange termijn waardecreatie synchroon lopen. Zou dit anders zijn, dan zou het belonen in aandelen in zijn geheel moeten worden verboden, zowel voor commissarissen als voor bestuurders. De aandacht zal moeten uitgaan naar de momenten waarop de verschillende waarden uit elkaar (kunnen) gaan lopen.

14.4.3 Het vermijden van belangenverstrengeling

Dit versturende effect kan optreden wanneer de horizon van de bestuurder of commissaris aanzienlijk wordt verkort, bijvoorbeeld in geval van een openbaar bod op alle uitstaande aandelen. De vraag of een commissaris of bestuurder op grond van de Code 2016 onafhankelijk is – *independence in form* – is dan niet zo

relevant.⁸ 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 belangenverstremgeling tussen de vennootschap en haar bestuurders of commissarissen worden vermeden: *independence in appearance* dus. Om te vermijden dat belangenverstremgeling plaatsvindt, dienen adequate maatregelen te worden getroffen. De verantwoordelijkheid voor de besluitvorming over de omgang met belangenverstremgeling bij bestuurder en commissarissen ligt bij de raad van commissarissen, aldus de Code 2016.

Als ervan uit wordt gegaan dat een substantieel deel van de beloning van de bestuurders in de vorm van aandelen wordt toegekend dan zorgt het vorenstaande ervoor dat niet wenselijk is dat commissarissen worden beloond met aandelen. De reden hiervoor is naar mijn mening tweeledig. Allereerst kan dit ervoor zorgen dat onder omstandigheden om alle bestuurders en commissarissen een zweem van belangenverstremgeling heen hangt. Daarnaast is de primaire taak van commissarissen onder meer het houden van toezicht op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Om deze taak optimaal uit te kunnen voeren is het wenselijk dat de commissarissen niet dezelfde financiële belangen hebben als de bestuurder.⁹ Wat dit laatste betreft ziet de aversie tegen het belonen van commissarissen met aandelen voor de lange termijn dus minder in de prominere plaats van het lange termijn aandeelhoudersbelang en meer in de afbreuk die een dergelijke beloning doet aan de ruimte van de commissaris om optimaal toezicht te houden op het bestuur.

Vorenstaande geldt uiteraard ook voor het aandelenbezit van de commissaris. Daarmee is niet gezegd dat de wijzer volledig de andere kant moet uitslaan en als enige optie overblijft dat het commissarissen verboden wordt aandelen te houden in de vennootschap waar zij toezicht op houden. Wel volgt hieruit een opdracht voor de raad van commissarissen om een beleid te hebben waardoor belangenverstremgeling bij alle commissarissen in geval van bepaalde majeure *corporate events* wordt vermeden. Dit kan bijvoorbeeld doordat wordt afgesproken dat een deel van de commissarissen geen aandelen zal bezitten. Ook kan gedacht worden aan het automatisch omzetten van de aandelen in contanten indien een dergelijk *corporate event* zich voordoet.

⁸ In de discussie tussen H.M. Vletter-van Dort en G.N.H. Kemperink stond de onafhankelijkheid van de commissaris op grond van de Code centraal. H.M. Vletter-van Dort, 'Commissarissenbeloning in de concept-Code: volledige alignment', *Ondernemingsrecht* 2016/22; G.N.H. Kemperink, 'Reactie', *Ondernemingsrecht* 2016/50; H.M. Vletter-van Dort, 'Naschrift bij reactie', *Ondernemingsrecht* 2016/51. Over het onderscheid tussen *independence in form, appearance en fact* N.J.M. van Zijl, *The importance of Board Independence. A Multidisciplinary Approach*, Deventer: Kluwer 2012. Zie ook A. Muhammad, 'Onafhankelijke commissarissen en beloning in aandelen: een terugblik', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* (MvO) 2017/1 & 2, p. 32 e.v.

⁹ Zie ook A. Muhammad 2017, p. 39.

De inconsistentie in de Code 2016 duurt vooralsnog voort. De oplossing lijkt niet zozeer te liggen in het schrappen van het verbod om commissarissen met aandelen te belonen, maar in het onderhouden van een gedegen beleid door de raad van commissarissen over het aandelenbezit van zijn eigen leden.

14.5. Aanpassen en terugvorderen

14.5.1 De aanpassings- en terugvorderingsbepaling in de Code Frijns

Tot slot een laatste woord over het verdwijnen van de bepalingen die zien op het achteraf aanpassen en terugvorderen van beloningen. De aanpassings- en *clawback* bepaling zoals opgenomen in de Code Frijns zijn niet meer terug te vinden in de Code 2016. De bedoeling van deze bepalingen was de raad van commissarissen aan te zetten een bevoegdheid tot aanpassen en terugvorderen op te nemen in het contract met de bestuurder. Zo stond opgeschreven in de Code Frijns, dat de raad van commissarissen de bevoegdheid diende te hebben om de waarde van een in een eerder boekjaar toegekende voorwaardelijke variabele bezoldigingscomponent 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. Ook moest de raad van commissarissen de bevoegdheid hebben de variabele bezoldiging die is toegekend op basis van onjuiste (financiële) gegevens terug te vorderen van de bestuurder (de *clawback* clause).

14.5.2 De invoering van een wettelijke aanpassings- en terugvorderingsregeling

Door de invoering van artikel 2:135 lid 6 en 8 in ons Burgerlijk Wetboek achtte de Commissie Van Manen het handhaven van deze bepalingen niet langer opportuun. In lid 6 is opgenomen dat het orgaan dat de individuele beloning vaststelt ook bevoegd is de hoogte van een bonus aan te passen tot een passende hoogte indien uitkering van de bonus naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn (ook wel de redelijkheidstoets genoemd). Onder een bonus wordt voor de toepassing van dit artikel 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.

In lid 8 van dit artikel staat dat de vennootschap bevoegd is een bonus geheel of gedeeltelijk terug te vorderen voor zover de uitkering heeft plaatsgevonden op basis van onjuiste informatie over het bereiken van de aan de bonus ten grondslag liggende doelen of over de omstandigheden waarvan de bonus afhankelijk was gesteld (ook wel de *clawback* genoemd). De vordering kan namens de vennootschap ook worden ingesteld door de raad van commissarissen (of de niet

uitvoerende bestuurders bij een *one-tier board*) of door een bijzondere vertegenwoordiger die is aangewezen door de algemene vergadering.

De Commissie Van Manen deed 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. 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 *clawback*regeling 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.

14.5.3 De behoefte aan een contractuele aanpassings- en terugvorderingsregeling

Deze gedachtegang van de Commissie Van Manen steunt mijns inziens op een te optimistisch beeld van de ingevoerde wettelijke aanpassings- en terugvorderingsbevoegdheid. Naar mijn mening hebben deze bepalingen een hoog “voor de bühne” gehalte. Het gevaar voor een begrenzing van de wettelijke mogelijkheden en de ruime grondslag waar de Commissie Van Manen naar verwijst, bestaan naar ik meen dan ook niet. De reden hiervoor is dat op grond van de wettelijke *clawback*regeling een bonus alleen kan worden teruggevorderd indien deze achteraf gezien, op basis van de juiste financiële informatie, niet betaald had moeten worden. Een ruimere terugvorderingsgrondslag anders dan op grond van onverschuldigde betaling ontbreekt. Het specificeren van andere omstandigheden op grond waarvan de bestuurder instemt met een terugvorderingsbevoegdheid van de raad van commissarissen zal dus niet afdoen aan de bevoegdheid om onverschuldigd betaalde bonussen terug te vorderen. Sterker nog, deze afspraken zullen de mogelijkheden van commissarissen juist vergroten. Hetzelfde geldt voor de wettelijke aanpassingsbevoegdheid. De (toren)hoge drempel om bonussen op grond van dit wetsartikel aan te kunnen passen brengt mee dat de raad van commissarissen slechts onder uitzonderlijke omstandigheden bevoegd zal zijn om een bonus te wijzigen.¹⁰

Het bestaan van deze wettelijke regelingen staat naar mijn mening geenszins de introductie in de weg van *best practice* bepalingen die de raad van commissarissen aanzetten tot het opnemen in het beloningsbeleid of het contract van de bestuurder om onder bepaalde omstandigheden de beloning (gedeeltelijk) aan te passen of

¹⁰ Zie over de zeer beperkte toegevoegde waarde van artikel 2:135 lid 6 en 8 Burgerlijk Wetboek een eerdere bijdrage: 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* (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 99), Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 354 e.v.

terug te vorderen. In de Code 2016 zijn deze bepalingen weliswaar niet langer te vinden. Toch doen commissarissen er goed aan het opnemen van dergelijke bepalingen mee te wegen bij het overeenkomen van de beloning en indien gewenst hierover afspraken te maken. Achteraf zullen ze met de wet in de hand namelijk maar weinig mogelijkheden hebben.

14.6. Resumerend

De Code 2016 introduceert twee nieuwe beloningsbepalingen die de aandacht vragen in de *boardroom*: de verplichting voor de bestuurder om een eigen visie te ontwikkelen op zijn beloning en de verplichting om de interne beloningsverhoudingen openbaar te maken. De eerste verplichting zet de twee petten van de bestuurder op scherp. De bestuurder komt daardoor in een spagaat terecht. Hij doet er goed aan duidelijke lijnen te bepalen waarlangs de bestuurder een visie vormt op zijn eigen beloning. Daarbij zal hij bedacht moeten zijn op vragen naar deze visie. Een krachtig, helder beloningsbeleid waarbij door de raad van commissarissen weloverwogen is nagedacht over de in deze bijdrage genoemde negen beloningsaspecten, helpt hem daarbij, evenals een beleid waarin is opgetekend wanneer er volgens de vennootschap een rechtvaardiging bestaat voor het verhogen van de beloning van een bestuurder.

De tweede beloningsbepaling is een hernieuwde poging om de raad van commissarissen aan te zetten de interne beloningsopbouw te integreren in het vaststellingsproces. Naar mijn mening komt deze bepaling het best tot zijn recht wanneer de *'pay ratio'* in het remuneratierapport is gebaseerd op de *opportunity pay* van de bestuurder en niet op de *realized pay*. Op die manier kan een zinvollere discussie worden gevoerd over een verhoging of verlaging van de *pay ratio* dan wanneer wordt aangesloten bij de jaarlijks wisselende gerealiseerde beloning van de bestuurder. Het zou nuttig zijn als de Commissie Van Manen hierover een nadere duiding zou willen geven.

Naast vorengenoemde nieuwe bepalingen zijn er nog twee beloningsonderwerpen die de aandacht van bestuurders en commissarissen vragen. Het eerste onderwerp ziet op de bestaande inconsistentie in de Code 2016 over het belonen met en het bezitten van aandelen. De oplossing voor deze inconsistentie lijkt niet zozeer te liggen in het schrappen van het verbod om commissarissen met aandelen te belonen, maar in het onderhouden van een gedegen beleid door de raad van commissarissen over het aandelenbezit van zijn eigen leden. Het tweede onderwerp ziet op de bevoegdheid van de raad van commissarissen om onder omstandigheden een deel van de bestuurdersbeloning aan te passen of terug te vorderen. Ondanks het bestaan van wettelijke regelingen doen commissarissen er goed aan afspraken hierover op te nemen in de overeenkomst met de bestuurder. Achteraf zullen ze met de wet in de hand namelijk maar weinig mogelijkheden hebben.