

# A third way for say on pay? Een visie op de invulling van *say on pay* bij beursvennootschappen in Nederland

mr. T.C.A. Dijkhuizen en mr. C.F.J. van Tuyll<sup>1</sup>

## 1. Inleiding

Het bezoldigingsbeleid van beursgenoteerde vennootschappen is het afgelopen decennium een kernthema gebleken bij diverse nationale en Europese initiatieven tot versterking van de corporate governance van deze vennootschappen. Het vraagstuk van de invloed van de algemene vergadering op de vaststelling van de beloning van bestuurders (*say on pay*) speelt in vrijwel al deze voorstellen een belangrijke rol en is dan ook onderwerp van hervormingsinitiatieven geweest. Het (voorlopig) sluitstuk is de beloningsparagraaf uit de herziene Aandeelhoudersrichtlijn.<sup>2</sup> Met de publicatie van deze richtlijn op 17 mei 2017 is het stemrecht van de algemene vergadering over zowel het bezoldigingsbeleid als het beloningsverslag definitief tot het Europees *acquis* gaan behoren.<sup>3</sup> De datum verplichte omzetting van de *say on pay* voorschriften in de nationale lidstaten is uiterlijk 10 juni 2019.<sup>4</sup> Hier ging een vanaf 2002 ingezet Europees traject aan vooraf. Lange tijd is de heersende gedachte geweest dat met bestuurdersbezoldiging de principaal-agentproblematiek binnen beursgenoteerde vennootschappen – gekenmerkt door wijdverspreid aandeelhouderchap – opgelost kon worden. Bestuurders zouden

van nature gericht zijn op het behoud van de status quo en daarmee het belang van de aandeelhouders onvoldoende behartigen. Het bezoldigingsbeleid, indien juist vormgegeven, zou bestuurders zodanige (financiële) prikkels kunnen geven dat hun handelen meer gericht werd op het creëren van aandeelhouderswaarde.<sup>5</sup> In de Aandeelhoudersrichtlijn is dit uitgangspunt verlaten en ligt de nadruk op bezoldiging als ‘sleutelinstrument’ om de langetermijnbelangen van de beursvennootschap en het bestuur overeen te laten stemmen.<sup>6</sup>

In deze bijdrage staat het stemrecht van aandeelhouders en de veronderstelde toegevoegde waarde ervan centraal, mede in het licht van de doelstelling

1. Tom Dijkhuizen is als promovendus verbonden aan de afdeling Ondernemingsrecht en het Hazelhoff Centre for Financial Law van Universiteit Leiden. Constant van Tuyll van Serooskerken is advocaat bij Van Doorne NV te Amsterdam en als promovendus met als onderwerp beloningsbeleid verbonden aan de Universiteit van Amsterdam.
2. Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (hierna: de Aandeelhoudersrichtlijn).
3. C. van der Elst, ‘Shareholders Holding the Reins on Remuneration: The European Say on Pay’, *European Company Law Journal* 2017, 14, 3, p. 114.
4. Art. 2 lid 1 Aandeelhoudersrichtlijn.

5. M.C. Jensen & K.J. Murphy, ‘Performance Pay and Top-Management Incentives’, *Journal of Political Economy* 1990, 98, 2, p. 226. Zie ook 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. 162.
6. Dit komt onder meer naar voren in de preambule van de herziene Aandeelhoudersrichtlijn waarin, onder nr. 28, wordt gesteld dat ‘het beleid inzake bezoldigingen voor vennootschappen een van de sleutelinstrumenten is om hun belangen in overeenstemming te brengen met die van hun bestuurders’. Vgl. T.C.A. Dijkhuizen & J. Nijland, ‘De herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn: een eerste reflectie’, *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 2017, 5&6, p. 124. Dit is overigens een interessante wijziging ten opzichte van het oorspronkelijke richtlijnvoorstel. Daarin werd gesteld dat ‘de beloning van bestuurders [...] een sleutelrol [speelt] om de belangen van bestuurders en aandeelhouders op elkaar af te stemmen en om te waarborgen dat bestuurders in het belang van de vennootschap handelen.’ Zie 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 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, COM (2014) 213 definitief, p. 5.

de langetermijnbelangen van de beursvennootschap en het bestuur overeen te laten stemmen. Allereerst schetsen we de achtergrond, totstandkoming en inhoud van de beloningsparagraaf uit de Aandeelhoudersrichtlijn. Vervolgens bespreken we de functie van de algemene vergadering in het huidige Nederlandse beloningskader. Tegen deze achtergrond spreken we onze waardering uit over de verschillende onderdelen van de beloningsparagraaf en plaatsen deze in een bredere visie over de positie van de algemene vergadering bij Nederlandse beursvennootschappen. In dat laatste kader verwoorden we tevens enkele (kritische) internationale geluiden over *say on pay*. We sluiten af met een conclusie.

## 2. Het Europese kader: van aanbevelingen tot say on pay

### 2.1. Achtergrond en totstandkoming beloningsparagraaf Aandeelhoudersrichtlijn

Het Europese wetgevingskader ten aanzien van het bezoldigingsbeleid van beursgenoteerde vennootschappen heeft vanaf de eeuwwisseling vorm gekregen. Het waren de boekhoudschandalen bij Enron in de Verenigde Staten en Parmalat en Ahold in Europa, en de daaropvolgende maatschappelijke ophef over de hoogte van de beloning van bestuurders van beursvennootschappen, die aanleiding gaven deze bestuurdersbeloningen aan nadere regelgeving te willen onderwerpen.<sup>7</sup> De heersende gedachte was dat de financiële prikkels die voortkomen uit de gehanteerde beloningsstructuren bestuurders hadden aangezet tot het nemen van onverantwoorde en op korte termijn gerichte risico's dan wel tot manipulatie van de financiële cijfers. Op deze wijze konden bestuurders bonussen ontvangen ondanks tegenvallende bedrijfsresultaten.<sup>8</sup> Daarop is de High-Level Group of Company Law Experts (hierna: de expertgroep) gevraagd aanbevelingen te doen over het bezoldigingsbeleid voor bestuurders.<sup>9</sup> Deze expertgroep riep in haar rapport de Europese Commissie op een specifieke aanbeveling op te stellen onder meer gericht op de

openbaarmaking van het bezoldigingsbeleid en de individuele beloningstoekenningen aan bestuurders.<sup>10</sup> Het idee was dat aandeelhouders op basis van deze informatie een oordeel konden vellen over de relatie tussen de prestaties van de onderneming en de beloning van bestuurders.<sup>11</sup> De expertgroep constateerde dat sommige lidstaten een stemrecht voor aandeelhouders ten aanzien van het bezoldigingsbeleid hadden geïntroduceerd of voornemens waren dit te doen, maar zag er geen heil in om dit op Europees niveau te implementeren.<sup>12</sup> Wel zag de expertgroep de toegevoegde waarde van het opnemen van het bezoldigingsbeleid als discussiepunt voor de algemene vergadering.<sup>13</sup>

De adviezen van de expertgroep zijn grotendeels door de Europese Commissie overgenomen in het zogenoemde Actieplan uit 2003,<sup>14</sup> om vervolgens te worden neergelegd in een in 2004 aangenomen Aanbeveling 2004/913/EG ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen (hierna: de aanbeveling).<sup>15</sup> In de aanbeveling is opgenomen dat aandeelhouders een stemrecht over het bezoldigingsbeleid dienen te hebben.<sup>16</sup> Het kan hierbij gaan om een binden-

10. The High-Level Group of Company Law Experts 2002, p. 64-65.

11. The High-Level Group of Company Law Experts 2002, p. 65; Raaijmakers & Overkleef 2009, p. 87.

12. De expertgroep stelt hieromtrent: 'We do not believe a shareholder vote on the remuneration policy generally should be a requirement, as the effects of such a vote can be different from Member State to Member State'. Zie The High-Level Group of Company Law Experts 2002, p. 65; Vgl. Van der Elst 2017, p. 115.

13. De expertgroep overweegt dat 'the important thing is that shareholders annually have the opportunity to debate the policy with the board.' Zie The High-Level Group of Company Law Experts 2002, p. 65.

14. Europese Commissie, Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement - Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie - Een actieplan, COM (2003), 284 definitief, p. 12.

15. Aanbeveling van de Commissie van 14 december 2004 ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen, *PbEU* 2004, L 385/55. Een aanbeveling is niet verbindend en gericht op de lidstaten.

16. Art. 4.1 en 4.2 jo. preambule nr. 8 van Aanbeveling 2004/913/EG. In de afzonderlijke artikelen wordt gesproken over het beloningsbeleid en de beloningsverklaring maar het onderscheid wordt niet volledig duidelijk. In de beloningsverklaring wordt het beloningsbeleid openbaar gemaakt middels opname in een afzonderlijk beloningsverslag of middels opname in de jaarrekening en het jaarverslag. Tegelijkertijd omvat de beloningsverklaring veel meer dan het (algemenere) beloningsbeleid, zoals specifieke informatie over de samenstelling van de individuele beloning van bestuurders. In preambule nr. 8 wordt echter duidelijk gesteld dat 'met het oog op aanscherping van de verantwoordingsplicht (...) het beloningsbeleid in stemming [zou] moeten worden gebracht op de jaarlijkse algemene aandeelhoudersvergadering. Vgl. Van der Elst 2017, p. 115.

7. G. Ferrarini, N. Moloney & C. Vespro, 'Executive Pay: Convergence in Law and Practice across the EU Corporate Governance Faultline', *Journal of Corporate Law Studies* 2004, p. 243; G.T.M.J. Raaijmakers & F.G.K. Overkleef, 'Bestuurdersbeloning, de nieuwe Code en de kredietcrisis', *FR* 2009, 2/3, p. 87.

8. Raaijmakers & Overkleef 2009, p. 87.

9. The High-Level Group of Company Law Experts, Report of the High-Level Group of Company Law Experts on a modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussel, 4 november 2002 <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf)>, p. 43. Vgl. T.C.A. Dijkhuizen, 'Het beloningsbeleid van financiële ondernemingen: van een governancevraagstuk naar een bonus cap (1)', *TvOB* 2014, 4, p. 109; Van der Elst 2017, 115.

de dan wel raadgevende stem en lidstaten kunnen eveneens bepaalde voorwaarden aan een dergelijke stemming verbinden.<sup>17</sup>

In de nasleep van de crisis is de Europese Commissie niet alleen met een specifieke aanbeveling gericht op het bezoldigingsbeleid in de financiële sector gekomen,<sup>18</sup> maar ook tot een nadere verfijning van de aanbeveling.<sup>19</sup> In de herziene aanbeveling is onder meer opgenomen dat aandeelhouders, in het bijzonder institutionele aandeelhouders, aangeemoedigd dienen te worden om algemene vergaderingen bij te wonen en aldaar gebruik te maken van hun stemrecht ten aanzien van de beloningen.<sup>20</sup> De Europese Commissie evalueerde in 2010 in hoeverre de (herziene) aanbeveling werd toegepast in de lidstaten. Hieruit bleek dat een groot aantal lidstaten het stemrecht over het beloningsbeleid niet had geïmplementeerd. Uit het hernieuwde Actieplan van de Europese Commissie uit 2012 blijkt van het voornemen om een verplicht stemrecht over het beloningsbeleid voor aandeelhouders op te nemen in de gewijzigde Aandeelhoudersrichtlijn.<sup>21</sup>

## 2.2. De beloningsparagraaf uit de Aandeelhoudersrichtlijn: de introductie van een verplichte 'say on pay' bepaling op Europees niveau

Op 14 april 2014 heeft de Europese Commissie het voorstel tot wijziging van de Aandeelhoudersrichtlijn gepubliceerd dat de aanzet moet vormen voor de modernisering van het corporate governance-kader voor Europese beursvennootschappen.<sup>22</sup> In dit voorstel constateert de Europese Commissie

dat in de afgelopen jaren, en in het bijzonder door de financiële crisis, bepaalde tekortkomingen in de *corporate governance* van Europese vennootschappen zijn blootgelegd. Deze tekortkomingen houden voornamelijk verband met een gebrek aan transparantie en onvoldoende aandeelhoudersbetrokkenheid. In hetzelfde voorstel benoemt de Europese Commissie de scheve relatie tussen de beloning van bestuurders van beursvennootschappen en de door hen geleverde prestaties als één van de vijf kernproblemen van het huidige Europese corporate governance-kader.<sup>23</sup>

Het richtlijnvoorstel beoogt dan ook de relatie tussen de feitelijke beloning en de prestaties van bestuurders te versterken. De Europese Commissie stelt hierover dat het toezicht op de vaststelling en uitvoering van het bezoldigingsbeleid van eminent belang is, omdat het bezoldigingsbeleid op die wijze kan bijdragen aan de langetermijnprestaties van de vennootschap. De Europese Commissie constateert twee belangrijke tekortkomingen in het huidige beloningskader. Enerzijds is de informatie die vennootschappen openbaar maken onvolledig, onduidelijk en moeilijk te vergelijken. Anderzijds hebben aandeelhouders in veel gevallen onvoldoende middelen tot hun beschikking om hun visie over de beloning van bestuurders kenbaar te maken.<sup>24</sup> Het richtlijnvoorstel streeft ernaar beide tekortkomingen te verhelpen door enerzijds transparantieverplichtingen te introduceren en anderzijds een stemrecht voor aandeelhouders in te voeren zowel ten aanzien van het beloningsbeleid als ten aanzien van het beloningsverslag (de *say on pay* voorschriften). Daarbij geeft de Europese Commissie in de preambule aan 'rekening te houden met de diversiteit van de corporate governance-systemen binnen de Unie'.<sup>25</sup>

Aandeelhouders krijgen in de eerste plaats het recht om over het bezoldigingsbeleid voor de bestuurders van de vennootschap te stemmen. Het bezoldigingsbeleid dient iedere 3 jaar – later ver-

17. Lidstaten konden bepalen dat een stemming slechts zou plaatsvinden indien de verzoekers ten minste goed zouden zijn voor 25 procent van het totale stemmen.

18. Aanbeveling van de Commissie van 30 april 2009 over het beloningsbeleid in de financiële sector, *PbEU* 2009, L 120/22.

19. Aanbeveling van de Commissie van 30 april 2009 ter aanvulling van Aanbeveling 2004/913/EG en Aanbeveling 2005/162/EG wat betreft de regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen, *PbEU* 2009, L 120/28 (hierna: Aanbeveling 2009/385/EG).

20. Deze bepaling is wellicht enigszins opmerkelijk te noemen in het licht van de matige toepassing van de 'say on pay' bepalingen door de lidstaten. Zie ook hieromtrent Van der Elst 2017, 116.

21. 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, p. 9.

22. 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 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft*, COM (2014) 213 definitief.

23. Naast deze onvoldoende relatie tussen de prestaties van ondernemingen en de beloning van bestuurders signaleerde de Europese Commissie ook dat (i) institutionele beleggers en vermogensbeheerders onvoldoende betrokken zijn bij vennootschappen waarin wordt belegd; (ii) aandeelhouders te weinig toezicht hebben op transacties met verbonden partijen; (iii) stemadviseurs te weinig transparant zijn over de totstandkoming van hun stemadviezen en de wijze waarop zij omgaan met potentiële belangenconflicten; en (iv) het uitoefenen van aandeelhoudersrechten kostbaar en lastig blijkt te zijn. Zie Europese Commissie 2014, p. 5.

24. Europese Commissie 2014, p. 5.

25. Preambule nr. 28. 'Het is van belang om rekening te houden met de diversiteit van de corporate governance-systemen binnen de Unie. Deze vormen immers een afspiegeling van de uiteenlopende opvattingen in de lidstaten over de rol van vennootschappen en van organen die verantwoordelijk zijn voor de vaststelling van het bezoldigingsbeleid en de bezoldiging van individuele bestuurders.'

lengd tot iedere 4 jaar –<sup>26</sup> ter stemming te worden voorgelegd aan de algemene vergadering en voorts bij iedere tussentijdse materiële wijziging.<sup>27</sup> Daarnaast hebben de aandeelhouders het recht om op de jaarlijkse algemene vergadering te stemmen over het beloningsverslag.<sup>28</sup> Indien de aandeelhouders tegen het beloningsverslag stemmen, leidt dit niet tot de terugvordering van de toegekende bonussen. De vennootschap dient in dat geval in het eerstvolgende beloningsverslag uit te leggen op welke wijze rekening is gehouden met de afkeurende stem van de algemene vergadering. Je zou kunnen spreken van een ‘motiveringsplicht’ voor de vennootschap.<sup>29</sup> In de definitieve Aandeelhoudersrichtlijn zijn enkele wijzigingsvoorstellen van het Europese Parlement nader uitgewerkt die specifiek betrekking hebben op de vaststelling van het bezoldigingsbeleid en het beloningsverslag.

#### Stemrecht bezoldigingsbeleid

Een belangrijke wijziging ten opzichte van het richtlijnvoorstel is de keuze die aan lidstaten is gelaten de stemming over het bezoldigingsbeleid adviserend te laten zijn. De keuze voor een stemrecht met een bindend of adviserend karakter ten aanzien van het bezoldigingsbeleid heeft gevolgen voor de uitvoering van dit beleid. Indien sprake is van een bindend stemrecht kunnen zich bij een afkeurende stem twee situaties voordoen: (i) de vennootschap heeft geen vastgesteld bezoldigingsbeleid en (ii) de vennootschap heeft wel een vastgesteld beleid. In het eerste geval kan de beursvennootschap haar bestuurders blijven belonen conform de bestaande praktijk – d.w.z. conform eerder met de bestuurders gemaakte beloningsafspraken –<sup>30</sup> en in het tweede geval conform het bestaande bezoldigingsbeleid. In beide gevallen dient op de volgende algemene vergadering een herzien beleid ter goedkeuring voorgelegd te worden. Dit is anders indien sprake is van een adviserend stemrecht voor aandeelhouders.<sup>31</sup> Indien in een dergelijke situatie de aandeelhouders het voorgestelde bezoldigingsbeleid niet goedkeuren, kan de beursvennootschap haar bestuurders niettemin belonen conform het nieuwe bezoldigingsbeleid.<sup>32</sup> Dit is een verschil met de vorige situatie, in die zin dat alsdan bij verwerping van het voorgestelde bezoldigingsbeleid terug-

gevallen moet worden op de bestaande praktijk of een eerder vastgesteld bezoldigingsbeleid.<sup>33</sup>

Een opvallende aanvulling ten opzichte van het eerdere richtlijnvoorstel is dat lidstaten (slechts) in uitzonderlijke omstandigheden beursondernemingen mogen toestaan om tijdelijk af te wijken van het bestaande bezoldigingsbeleid, mits in hetzelfde beleid is bepaald onder welke procedurele voorwaarden de afwijking kan worden toegepast en van welke onderdelen van het beleid kan worden afgeweken. Een dergelijke afwijking is toegestaan indien de afwijking van het bezoldigingsbeleid noodzakelijk is om de langetermijnbelangen en duurzaamheid van de vennootschap als geheel te dienen of haar levensvatbaarheid te garanderen.

Tot slot is van belang dat het bezoldigingsbeleid een beschrijving dient te geven van de verschillende onderdelen van de bestuurdersbezoldiging en de bandbreedte van hun relatieve aandeel.<sup>34</sup> Daarbij dient in het bezoldigingsbeleid te worden toegelicht hoe rekening is gehouden met de loon- en arbeidsvoorwaarden van de werknemers van de vennootschap bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid.

#### Stemrecht beloningsverslag

In de definitieve richtlijn is ook ten aanzien van het beloningsverslag bepaald dat de jaarlijkse algemene vergadering een adviserend stemrecht heeft over het bezoldigingsverslag.<sup>35</sup> De beursvennootschap dient in het volgende bezoldigingsverslag te motiveren op welke wijze rekening is gehouden met de stemming van de algemene vergadering. De richtlijn voorziet voorts in een zekere proportionaliteitstoets, nu lidstaten ten aanzien van kleine en middelgrote ondernemingen kunnen bepalen dat het bezoldigingsverslag als discussiepunt geagendeerd wordt en niet ter stemming hoeft te worden voorgelegd.<sup>36</sup>

Concluderend, de richtlijn voorziet in *say on pay* bepalingen op Europees niveau met als doel de beloningsgovernance te versterken – dat wil zeggen de langetermijnbelangen van de beursvennootschap

26. Art. 9 bis lid 5 Aandeelhoudersrichtlijn.

27. Art. 9 bis lid 5 Aandeelhoudersrichtlijn.

28. Dit impliceert dat beursgenoteerde vennootschappen zijn verplicht een dergelijk verslag op te stellen. Overigens is het beloningsverslag niet hetzelfde als het remuneratierapport als genoemd in *best practice* bepaling 3.4.1 van de Corporate Governance Code. Er is echter wel sprake van een zekere mate van overlap.

29. C.F.J. van Tuyl van Serooskerken, ‘Een bespreking van enkele beloningsinitiatieven. “Say on pay” of “less is more”’, TAO 2014, 2, p. 77.

30. Aan welke afspraken bezoldigingsbesluiten ten grondslag dienen te liggen.

31. Art. 9 bis lid 2 Aandeelhoudersrichtlijn.

32. Art. 9 bis lid 3 Aandeelhoudersrichtlijn.

33. Van der Elst 2017, p. 118.

34. Dit is overigens een afzwakking van het richtlijnvoorstel waarin onder meer werd bepaald dat in het bezoldigingsbeleid maximumbedragen dienden te worden opgenomen.

35. Overigens geldt minimumharmonisatie, dus is het de nationale lidstaten toegestaan een bindend stemrecht ten aanzien van het beloningsverslag te implementeren. ‘Deze richtlijn belet de lidstaten niet op het onder deze richtlijn vallende gebied strengere voorschriften vast te stellen of te handhaven om de uitoefening van aandeelhoudersrechten verder te bevorderen, de betrokkenheid van de aandeelhouders te stimuleren en de belangen van minderheidsaandeelhouders te beschermen, alsook om andere doelstellingen te verwezenlijken, zoals de veiligheid en deugdelijkheid van kredietinstellingen en financiële instellingen. Dergelijke voorschriften mogen echter geen belemmering vormen voor de effectieve toepassing van deze richtlijn of de verwezenlijking van de doelstellingen ervan, en moeten in ieder geval voldoen aan de bepalingen van de Verdragen.’

36. Art. 9 ter lid 4 Aandeelhoudersrichtlijn.

en het bestuur overeen te laten stemmen – door aandeelhouders de bevoegdheid te geven te stemmen over het bezoldigingsbeleid en het beloningsverslag. Deze stemrechten zijn (optioneel) adviserend van aard. De nu voorliggende vraag is in hoeverre de toegekende bevoegdheden aan aandeelhouders wijzigingen inhouden ten opzichte van het huidige Nederlandse beloningskader.

### 3. Het huidige Nederlandse beloningskader

Ook het Nederlandse beloningskader kreeg vorm in reactie op de boekhoudschandalen aan het begin van deze eeuw. De regelgeving kwam tot stand in een tijdperk waarin sprake was van een groeiende aandacht voor de *corporate governance* van beursgenoteerde vennootschappen. De Nederlandse wetgever introduceerde kort na de eeuwwisseling twee specifieke vormen van regelgeving met als doel het versterken van de beloningsgovernance van beursvennootschappen, namelijk voorschriften met betrekking tot de openbaarmaking van aan bestuurders toegekende beloning<sup>37</sup> en regels ten aanzien van de bevoegdheid tot vaststelling van het bezoldigingsbeleid.<sup>38</sup> De Nederlandse wetgever heeft zich hierbij duidelijk laten inspireren door de aanbevelingen van de expertgroep uit 2002.<sup>39</sup>

Laatstgenoemde bevoegdheid kreeg zijn beslag met de invoering van een nieuw art. 2:135 BW. Dit artikel had tot doel de positie van de algemene vergadering bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid te versterken. De wetgever constateerde dat het bezoldigingsbeleid weliswaar formeel al werd vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders, maar dat de daadwerkelijke vaststelling vaak statutair gedelegeerd was aan de raad van commissarissen (hierna: RvC). De wetgever vroeg zich hardop of de RvC voldoende onafhankelijk was en berekend voor zijn taak. Deze twijfels werden versterkt door 'bovenmatige inkomensontwikkelingen' en 'excessen'.<sup>40</sup> Het wetvoorstel was er dan ook op gericht het machtsevenwicht tussen RvC en de aandeelhouders te herstellen.

Het eerste lid van art. 2:135 BW bepaalt dat de vennootschap een bezoldigingsbeleid voor het bestuur kent dat moet worden vastgesteld door de algemene vergadering.<sup>41</sup> Het begrip bezoldigingsbeleid dient

ruim te worden opgevat en omvat onder meer (i) de vaste componenten van de bezoldiging; (ii) de variabele componenten van de bezoldiging; (iii) pensioenen; (iv) aandelen- en optieregelingen; en (v) uitkeringen bij de beëindiging van het dienstverband.<sup>42</sup> Doorgaans wordt aangenomen dat ook wijzigingen van het bezoldigingsbeleid moeten worden vastgesteld door de algemene vergadering.<sup>43</sup> Uit de wetgeschiedenis (bij een latere aanscherping van dit art. 2:135 BW) blijkt dat de wetgever hierbij mogelijk niet het oog heeft gehad op minieme wijzigingen.<sup>44</sup> Onduidelijk is echter wanneer iets een minieme wijziging is, of wanneer de wijziging voldoende materieel is om ter goedkeuring aan de algemene vergadering voorgelegd te moeten worden. In de praktijk worden doorgaans alle wijzigingen van het bezoldigingsbeleid ter goedkeuring aan de algemene vergadering voorgelegd.<sup>45</sup>

In onze ervaring beperkt de bevoegdheid van de algemene vergadering zich overigens tot verwerping of vaststelling van het door de RvC geïnitieerde bezoldigingsbeleid.<sup>46</sup> De algemene vergadering van een beursvennootschap leent zich door het wijdverbreide aandeelhouderschap niet goed voor een uitgebreide inhoudelijke discussie over het bezoldigingsbeleid.<sup>47</sup> Het nemen van een wijzigingsbesluit over het bezoldigingsbeleid wordt doorgaans tijdig en goed voorbereid. Het nemen van een dergelijk wijzigingsbesluit zonder de RvC opnieuw in de gelegenheid te stellen het voorstel te bekijken lijkt ook niet goed inpasbaar in de bevoegdheidsverdeling zoals deze is voorgeschreven vanuit de Corporate Governance Code.<sup>48</sup> Hierin is bepaald dat de RvC het

---

laten. Voor een overzicht zij verwezen naar I. Zaal, 'Beloning en de rol van werknemersvertegenwoordigers', in: C.J.H. Jansen & L.G. Verburg (red.), *Onderneming en Beloning*, Serie Onderneming en Recht, deel 82, Deventer: Wolters Kluwer 2014, p. 127-140.

---

37. Wet van 18 april 2002 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek alsmede enige andere wetten in verband met de openbaarmaking van de bezoldiging en het aandelenbezit van bestuurders en commissarissen, *Stb.* 2002, 225 en *Stb.* 2002, 422.

38. De Wet van 9 juli 2004 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling, *Stb.* 2004, 370 en *Stb.* 2004, 405; Lokin 2014, p. 171.

39. *Kamerstukken II* 2002/03, 28 179, 31, p. 3.

40. *Kamerstukken II* 2002/03, 28 179, nr. 31, p. 4 en 6 (Tweede nota van Wijziging). Zie ook De Groot 2005, p. 466.

41. De rol van de ondernemingsraad bij de vaststelling van het beloningsbeleid wordt hier achterwege ge-

42. R. Abma e.a., *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen*, Serie Recht en Praktijk Ondernemingsrecht, Deel 9, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 56.

43. Zie recent nog: Abma e.a. 2017, p. 58.

44. *Kamerstukken II* 2009/10, 31 877, nr. 5, p. 25. Zie ook C. Van der Elst & A. Lafarre, 'Shareholder voice on executive pay: a decade of Dutch say on pay', *European Business Organization Law Review* 2017, 18, p. 57.

45. Zie bevestigend: Abma 2017, p. 58.

46. Principe 3.1 van de Nederlandse Corporate Governance Code en *best practice* 3.1.1.

47. Al is het maar omdat door een groot deel van de aandeelhouders vooraf, bij volmacht, wordt gestemd. Hier doet niet aan af dat met name de grootaandeelhouders van een beursvennootschap (de zogeheten *blockholders*) zich met enige regelmaat voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering laten horen, in het openbaar of achter de schermen, hetgeen er soms in resulteert dat een voorstel door de RvC wordt ingetrokken of aangepast. Van der Elst & Lafarre, 2017, p. 75, verwijzen in dit kader naar voorbeelden bij KPN en Wereldhave.

48. Ook de Corporate Governance Code is onder meer in reactie op de boekhoudschandalen tot stand gekomen. De eerste versie – de code-Tabaksblat genaamd – dateert van 2003. De Corporate Governance Code be-

bezoldigingsbeleid formuleert met inachtneming van bepaalde aspecten zoals vooraf uitgevoerde scenarioanalyses.<sup>49</sup>

Op grond van het vierde lid van art. 2:135 BW wordt de individuele beloning van de bestuurders vastgesteld door de algemene vergadering, tenzij deze taak statutair gedelegeerd is aan een ander orgaan. In de praktijk blijkt dat bij beursgenoteerde vennootschappen deze bevoegdheid is gedelegeerd aan de RvC.<sup>50</sup> Dit is tevens in overeenstemming met de Corporate Governance Code.<sup>51</sup> Er geldt een uitzondering op dit uitgangspunt namelijk dat aandelen- en optieregelingen altijd aan de algemene vergadering ter goedkeuring moeten worden voorgelegd.<sup>52</sup> De ratio achter dit vereiste is dat met de toekenning van aandelen- en of optieregelingen de bestuurder op termijn aandeelhouder zal worden met als gevolg dat het belang van de bestaande aandeelhouders zal verwateren en de samenstelling van de algemene vergadering verandert.<sup>53</sup>

In de praktijk betekent bovenstaande dat de RvC het bezoldigingsbeleid initieert en uitvoert, terwijl de algemene vergadering het bezoldigingsbeleid vaststelt en een zekere mate van controle achteraf toepast. Zoals hiervoor al bleek, heeft de RvC bij zijn initiërende en uitvoerende taak ook rekening te houden met de principes en *best practice* bepalingen ten aanzien van bestuurdersbeloningen uit de Corporate Governance Code. Dit betekent onder meer dat het door de RvC voorgestelde bezoldigingsbeleid bestuurders niet mag aanzetten tot gedrag dat in hun eigen belang is of tot het nemen van risico's die niet passen bij de *risk appetite*

van de onderneming.<sup>54</sup> Tevens dient de RvC bij het formuleren van het bezoldigingsbeleid rekening te houden met de langetermijnbelangen van de vennootschap en de beloningsverhoudingen binnen de vennootschap.

Bij de toekenning van de (individuele) beloning aan bestuurders is de RvC gebonden aan de kaders zoals deze zijn vastgesteld in het bezoldigingsbeleid. Dit roept de vraag op wat de gevolgen zijn van een bezoldigingsbesluit genomen door de RvC dat afwijkt van het bezoldigingsbeleid van de beursonderneming. In beginsel is een dergelijk besluit nietig wegens strijd met de wet.<sup>55</sup> Abma e.a. menen niettemin dat als het bezoldigingsbeleid een bezoldigingselement niet vermeldt, maar ook geen expliciet verbod bevat op de toekenning daarvan, in bijzondere omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid het betreffende bezoldigingselement rechtsgeldig aan een bestuurder kan zijn toegekend.<sup>56</sup> Deze nietigheid kan daarnaast worden opgeheven door bekrachtiging van het besluit door de algemene vergadering. Ten slotte kan een dergelijke nietigheid mogelijk niet worden ingeroepen indien de toegekende bezoldigingselementen betrekking hebben op aandelen of opties, nu in de wet is opgenomen dat het ontbreken van goedkeuring van de algemene vergadering ten aanzien van aandelen- en optieregelingen de vertegenwoordigingsbevoegdheid niet aantast.<sup>57</sup>

vat in aanvulling op boek 2 BW beloningsvoorschriften voor beursvennootschappen.

49. *Best practice* bepaling 3.1.2.
50. Abma e.a. 2017, p. 56. Uit het onderzoek van Abma e.a., op p. 58 onder noot 298, blijkt dat slechts ingeval van een kleine minderheid van de beursvennootschappen de algemene vergadering de bezoldiging van de bestuurders vaststelt. Overigens blijkt uit het onderzoek van Abma e.a., p. 56 onder noot 280, ook dat bij een aantal beursvennootschappen de prioriteit statutair is aangewezen om de bezoldiging van bestuurders vast te stellen.
51. Principe 3.1 van de Nederlandse Corporate Governance Code.
52. Hoewel het ontbreken van deze goedkeuring de vertegenwoordigingsbevoegdheid van de RvC niet aantast.
53. C.D.J. Bulten, 'Het geven van beloning en het nemen van bonus', in: C.J.H. Jansen & L.G. Verburg (red.), *Onderneming en beloning*, Serie Onderneming en Recht, deel 82, Deventer: Kluwer 2014, p. 99. Daarbij blijft overigens de vraag (en daarmee ook de ruimte voor de RvC) in welke mate van detail deze aandelen- en optieregelingen moeten worden voordat zij ter goedkeuring aan de algemene vergadering worden voorgelegd. Zie voor vergelijkbare twijfels over de effectiviteit van een dergelijk goedkeuringsrecht: Bebchuk & Fried, 'Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part IV: Going Forward', February 2004, beschikbaar op <<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/Performance-Part4.pdf>>, p. 7-8.

54. Principe 3.1 van de Nederlandse Corporate Governance Code.

55. Uit de wetgeschiedenis volgt dat de wetgever van mening is dat de RvC zou moeten belonen binnen de kaders van het bezoldigingsbeleid (*Kamerstukken I 2003/04, 28179, B, p. 15*). Zie ook de uitspraak van de rechtbank Rotterdam (Rb. Rotterdam 30 maart 2011, *JAR 2011/128 (Econosto/De Vries)*) waarin de rechtbank – onder verwijzing naar de wetgeschiedenis – '*het verdedigbaar acht dat een bezoldigingsbesluit dat afwijkt van het door de algemene vergadering vastgestelde beleid nietig is wegens strijd met de wet*'. Zie gelijkluidend in de literatuur: Abma e.a. 2017, p. 59, L.G. Verburg, 'De bestuurder van de nv en bv', in: A.R. Houweling & G.W. van der Voet (red.), *Bijzondere arbeidsverhoudingen*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2012, p. 235-236 en I. Meijer-Wagenaar, 'Over beloningen van bestuurders: artikel 2:135 BW en de relatie met het arbeidsrecht', *WPNR* 6682, p. 681-688. Van Slooten en Zaal daarentegen zien, in een al wat ouder artikel, ruimte om in een bepaald geval af te wijken van het bezoldigingsbeleid als de RvC zeer goede gronden heeft (Van Slooten & Zaal, 'Gebrekkelijk loon', *Ondernemingsrecht* 2008/85). Zij achten de sanctie nietigheid lastig te verenigen met de termen 'beleid' en 'met inachtneming van' in artikel 2:135 BW, die een zekere afwijkingsbevoegdheid zouden impliceren. Mede gelet op de wetgeschiedenis en bovengenoemde uitspraak van de rechtbank Rotterdam, hanteren wij een strengere interpretatie van deze bewoordingen.

56. Abma e.a. 2017, p. 58-59.

57. Art. 2:135 lid 5 BW. In de praktijk worden aandelen- en optieregelingen echter niet altijd separaat ter goedkeuring voorgelegd, maar als onderdeel van (een wijziging van) art. 2:135 lid 1 BW, in welk kader de aantasting van de vertegenwoordigingsbevoegdheid niet is uitgesloten. Dan zou wel weer sprake kunnen

Indien de RvC de kaders van het bezoldigingsbeleid als te knellend ervaart, dient hij derhalve een nieuw voorstel voor een bezoldigingsbeleid op te stellen en voor te leggen aan de algemene vergadering. In de praktijk blijkt dat in het bezoldigingsbeleid van beursvennootschappen vaak meer algemene termen worden gehanteerd.<sup>58</sup> Uit onderzoek van Abma e.a. blijkt dat vennootschappen er meer en meer voor opteren te werken met 'losse kaders' en de RvC een (ruime) mate van discretionaire bevoegdheid te geven ten aanzien van de beloning van bestuurders. De RvC krijgt zo – binnen de buitenste kaders van het bezoldigingsbeleid – een steeds grotere verantwoordelijkheid voor de toekenning van individuele bestuurdersbeloningen, zowel wat betreft de hoogte als de structuur van de beloning.<sup>59</sup> Tot slot volgt uit de Corporate Governance Code dat de RvC verantwoordelijk is voor het opstellen van het remuneratierapport. Dit rapport is een verslag van het beloningsbeleid dat in komende jaren wordt gevoerd alsmede een weergave van de wijze waarop het beloningsbeleid het afgelopen jaar in de praktijk is gebracht. Er is een zekere overlap met het bij de Aandeelhoudersrichtlijn geïntroduceerde beloningsverslag, hoewel het remuneratierapport vooral een verantwoordingsfunctie kent.<sup>60</sup> Deze verantwoordingsfunctie lijkt te zijn versterkt met de relatief recente invoering van een wettelijke verplichting, op grond van art. 2:135 lid 5a BW, om de vastgestelde bestuurdersbeloningen als discussiepunt te agenderen voor de jaarlijkse algemene vergadering.

Het Nederlandse beloningskader voor beursvennootschappen kenmerkt zich aldus dat de algemene vergadering bevoegd is de kaders vast te stellen en waarin de RvC de centrale rol vervult van werkgever van het bestuur. Deze centrale rol van de RvC wordt versterkt door het feit dat aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen de teugels lijken te vieren en lossere kaders voor het bezoldigingsbeleid vaststellen. De RvC krijgt hiermee een ruime mate van discretie ten aanzien van de toekenning van individuele beloningen.

#### 4. Waardering beloningsparagraaf

We hebben ambivalente gevoelens ten aanzien van de beloningsparagraaf uit de Aandeelhoudersrichtlijn en de inpassing in de Nederlandse *corporate governance*-verhoudingen. Waar het de aanscherping

van bestaande aandeelhoudersrechten omtrent de vaststelling van het bezoldigingsbeleid betreft zijn we positief. In algemene zin blijft echter het beeld hangen dat vrij eenzijdig is gekeken naar de algemene vergadering om de relatie tussen beloning en de (langtermijn)prestaties van bestuurders te versterken. Het door de Europese Commissie in de preambule omarmde uitgangspunt 'rekening te houden met de diversiteit van de *corporate governance*-systemen binnen de Unie' kent een magere oogst in de beloningsparagraaf zelf, met ogenschijnlijk als enige vrucht dat de stemrechten van de algemene vergadering niet bindend zijn.<sup>61</sup>

In het hiernavolgende bespreken we eerst de aspecten van de beloningsparagraaf die onze instemming hebben en daarna de onderdelen waar we kritischer zijn.

##### *Aanscherping kaders bezoldigingsbeleid*

Het feit dat het bezoldigingsbeleid een beschrijving dient te geven van de verschillende onderdelen van de bestuurdersbezoldiging en de bandbreedte van hun relatieve aandeel waarden we als positief. Hoewel het voor de algemene vergadering een welbewuste keuze kan zijn om te werken met een bezoldigingsbeleid met 'losse kaders', geeft de algemene vergadering hiermee in wezen een deel van de verantwoordelijkheid voor het bredere beloningsraamwerk uit handen aan de RvC. Dit is naar onze mening onwenselijk. Als de RvC de facto vrij spel krijgt, komt hierdoor de controlerende c.q. corrigerende rol van de algemene vergadering mogelijk in het gedrang.<sup>62</sup> In het verlengde van de overwegingen van de wetgever bij de invoering van art. 2:135 BW<sup>63</sup>: niet elke RvC zal zich even serieus van zijn taak (kunnen) kwijten of opgewassen zijn tegen het bestuur. Wij zien de algemene vergadering dan ook als belangrijke *countervailing power* voor de RvC om excessen te voorkomen.

Dat het bezoldigingsbeleid voldoende om het liif dient te hebben moet uiteraard niet doorslaan in een te knellende jas. Het lijkt ons niet de bedoeling dat de algemene vergadering de individuele beloningen van het bestuur dwingend voorschrijft. Anders gezegd, er moet nog wel iets vast te stellen zijn voor de RvC. Een andere opvatting zou strijdig zijn met de Corporate Governance Code waar voor de RvC op dit punt een actieve rol is weggelegd.<sup>64</sup>

##### *Regelmatige toetsing bezoldigingsbeleid*

We kunnen ons ook vinden in de verplichting het bezoldigingsbeleid met enige regelmaat door de al-

zijn van nietigheid. Overigens zijn Abma e.a., 2017, p. 58-59, gekant tegen deze praktijk van gecombineerde voorlegging aan de algemene vergadering. Dit geeft de algemene vergadering minder keuzeruimte en zij menen dan ook dat dit niet in overeenstemming is met de wetsgeschiedenis. Tevens geven ze aan dat een vaststellingsrecht (ex. art. 2:135 lid 1 BW) iets anders dan een goedkeuringsrecht (ex. art. 2:135 lid 5 BW).

58. Van der Elst & Lafarre 2017, p. 58.

59. Abma e.a. 2017, p. 62.

60. *Best practice* bepaling 3.4.1. van de Corporate Governance Code.

61. Van der Elst lijkt milder over de verhouding tussen preambule en richtlijn op dit punt. Zie Van der Elst 2017, 118.

62. In ieder geval tot het moment dat de algemene vergadering de teugels weer naar zich toe trekt en het bezoldigingsbeleid aanscherpt.

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

64. Principe 3.2 en de daarbij horende *best practice* bepalingen.

gemene vergadering te laten toetsen. Uit onderzoek van Van der Elst en Lafarre blijkt dat een groot deel van de Nederlandse beursvennootschappen hun bezoldigingsbeleid eens in de 3 jaar aan de algemene vergadering voorlegt.<sup>65</sup> Mede in dit licht lijkt een verplichte toetsing van ten minste eens in de 4 jaar ons niet onredelijk bezwarend. Dit houdt niet alleen de RvC scherp, maar zal vermoedelijk ook leiden tot (enige mate van) versterkte betrokkenheid van de aandeelhouders bij het bezoldigingsbeleid van de beursvennootschap.

De verplichting het bezoldigingsbeleid met enige regelmaat te toetsen komt overigens naast (en niet in de plaats van) de verplichting het bezoldigingsbeleid ter goedkeuring voor te leggen in geval van een materiële wijziging. Wij kunnen ons hierin vinden en zouden menen dat met het alleen voorleggen van wijzigingen van materiële aard de belangen van de algemene vergadering voldoende gewaarborgd worden. Uiteraard is wel de vraag wanneer een wijziging kwalificeert als materieel. Bij onenigheid met de RvC of een wijziging al dan niet materieel is, geldt echter een 'vangnet' voor de algemene vergadering nu het bezoldigingsbeleid hoe dan ook ten minste eens in de 4 jaar aan de algemene vergadering voorgelegd moet worden.

#### *Beperking afwijking bezoldigingsbeleid*

Een afwijking van het bezoldigingsbeleid is straks alleen toegestaan indien de afwijking van het bezoldigingsbeleid tijdelijk is en noodzakelijk om de langetermijnbelangen en duurzaamheid van de vennootschap als geheel te dienen of haar levensvatbaarheid te garanderen. Dit lijkt ons een strenge toets. We zien niet goed in hoe het doen van een beroep op deze afwijking kan resulteren in de toekenning van additionele (variabele) beloning. Naar verwachting zal de afwijking alleen kunnen worden ingezet als het resultaat een (tijdelijke) versoering van het beloningspakket inhoudt.

Om twee redenen menen wij dat hiermee afbreuk wordt gedaan aan de mogelijkheid een algemene voorziening in het bezoldigingsbeleid op te nemen die voorziet in afwijking daarvan.<sup>66</sup> De eerste reden is de aangescherpte eisen die zijn gesteld aan de beschrijving van het bezoldigingsbeleid, waarmee getracht wordt aandeelhoudersbetrokkenheid bij de vormgeving van het bezoldigingsbeleid te creëren. In geval van een algemene afwijkingsmogelijkheid zou het effect van deze aangescherpte eisen (grotendeels) teniet kunnen worden gedaan.

De tweede reden is dat de Aandeelhoudersrichtlijn expliciet bepaalt dat de hiervoor beschreven specifieke afwijking alleen is toegestaan als in het bezoldigingsbeleid is bepaald onder welke procedurele voorwaarden de afwijking kan worden toegepast en van welke onderdelen van het beleid kan worden afgeweken. Deze strenge vormvoorwaarden verhouden zich ons inziens niet goed tot

de mogelijkheid van opname van een algemene (of anderszins specifieke) afwijkingsmogelijkheid in het bezoldigingsbeleid, waarvoor deze vormvoorwaarden niet zouden gelden.

We zijn overigens niet positief over de beperking van de afwijkingsmogelijkheid. Hoewel in een afwijkingsmogelijkheid een mogelijk risico schuilt van omzeiling van de eisen die worden gesteld aan het bezoldigingsbeleid, weegt dit niet op tegen de vrijheid die wat ons betreft op dit punt aan de (organen van de) vennootschap zou moeten worden gegund. We kunnen ons goed voorstellen dat in meer situaties op onderdelen van het bezoldigingsbeleid een bepaalde mate van flexibiliteit gewenst is. Op voorwaarde dat de algemene vergadering hier on dubbelzinnig mee dient in te stemmen, zien we niet in waarom de algemene vergadering op verstrekkendere wijze in bescherming zou moeten worden genomen.

#### *Stemming beloningsverslag*

Dit onderdeel kon in de consultatiefase reeds op weinig instemming rekenen. Zo hebben wij ons eerder in vrij scherpe bewoordingen over de stemming over het beloningsverslag uitgelaten als niet passend binnen de Nederlandse *corporate governance*-verhoudingen.<sup>67</sup> Ook Vletter-Van Dort heeft gewezen op de verstoorde Nederlandse *checks & balances* tussen bestuur, RvC en algemene vergadering die mogelijk het gevolg is van deze vorm van *say on pay*.<sup>68</sup> Zelfs de Nederlandse overheid heeft aangegeven 'het niet passend te achten om aandeelhouders daarnaast de bevoegdheid toe te kennen om over de uitvoering van dat beleid te stemmen'.<sup>69</sup> Tot slot heeft ook Raaijmakers meer recent aangegeven 'sceptisch te zijn over het nut en de werkbaarheid van de geïntroduceerde norm om te stemmen over het beloningsverslag'. Voordat we onze kritiek op het stemrecht geven, eerst een relativerend geluid. Het gaat slechts om een adviserend stemrecht over het beloningsverslag. Voor kleine en middelgrote ondernemingen geldt dat de regering bovendien kan bepalen dat het bezoldigingsverslag slechts als discussiepunt geagendeerd wordt. In dat geval is er voor deze ondernemingen geen wezenlijk verschil met het huidige art. 2:135 lid 5a BW.

Niettemin zijn we teleurgesteld over het gebrek aan visie dat schuil gaat achter de invoering van het stemrecht voor de algemene vergadering. Opmerkelijk is dat de Europese wetgever een andere focus aanlegt bij het beloningsbeleid bij banken en beleggingsondernemingen. In de kapitaaleisenrichtlijn is de RvC centraal gesteld bij de goedkeuring, toetsing en het toezicht op de tenuitvoerlegging van het

65. Van der Elst & Lafarre 2017, p. 64.

66. Anders: G.T.M.J. Raaijmakers, 'De aandeelhoudersrichtlijn in de rebound', *Ondernemingsrecht* 2017/114.

67. Van Tuyll van Serooskerken 2014 en Dijkhuizen & Nijland 2017.

68. H.M. Vletter-van Dort, 'Is *Doomsday* aangebroken voor zelfregulering door beursvennootschappen?', *FR* 2014, nr. 6.

69. *Kamerstukken II* 2013/14, 22 112, nr. 1866. Brief regering; fiche: richtlijn bevordering aandeelhoudersbetrokkenheid.



beloningsbeleid.<sup>70</sup> Hoewel het strikt genomen een andere hoedanigheid van de RvC betreft (vaststelling vs. toetsing), blijft opvallend dat in de context van beursgenoteerde vennootschappen de rol van de RvC bij het beloningsbeleid zo onderbelicht blijft (althans op Europees niveau). Gelet op het wijdverspreide aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen, en de moeilijkheid daardoor daadwerkelijk tegenwicht aan het bestuur te kunnen bieden, lijkt het ons juist bij beursvennootschappen voor de hand te liggen in te zetten op de (in potentie) slagvaardige RvC.

In algemene zin zien we zeker een rol voor de algemene vergadering als bewaker van de grenzen van het beloningskader, die zich roert bij beloningsexcessen en ook anderszins een zekere controlerende c.q. corrigerende rol heeft op de uitvoering van het bezoldigingsbeleid. Maar de RvC moet wel de ruimte krijgen om binnen de grenzen van het bezoldigingsbeleid zijn beloningsbevoegdheid te kunnen uitoefenen. Stemming over het beloningsverslag resulteert in een (meer) ad hoc betrokkenheid van de algemene vergadering; het zorgt ervoor dat de algemene vergadering dichter op de RvC komt te staan.<sup>71</sup> Bij deze keuze lijkt in onze optiek onvoldoende onderkend dat dat de algemene vergadering van een beursvennootschap bestaat uit een heterogene groep van aandeelhouders, die vaker niet dan wel een gemeenschappelijk doel of visie hebben.<sup>72</sup>

In ieder geval staan hierbij niet altijd (of niet alleen) de langetermijnbelangen van de beursvennootschap centraal.

Het uitgangspunt in het Nederlandse ondernemingsrecht is nog immer dat aandeelhouders binnen redelijke grenzen hun eigenbelang (mogen) nastreven.<sup>73</sup> Het brandpunt van dit eigenbelang is vaak het maken van rendement op de aangehouden aandelen. Afhankelijk van het type aandeelhouder is het rendementsdenken gericht op de korte dan wel medium tot lange termijn. Wat dat betreft zijn veel aandeelhouders in de eerste plaats investeerders en handelen ze vanuit een zeker welbegrepen opportunisme.

Aan bovenstaande is overigens niets verkeerd, maar hierdoor zou ons inziens de RvC bij het vaststellen van de individuele bestuurdersbeloningen wel gevrijwaard moeten worden van het kortetermijndenken en de sturing op bovenmatige risiconeming dat sommige (activistische) aandeelhouders kenmerkt. Zoals aandeelhouders thans met enige regelmaat het (niet) verlenen van decharge op strategische wijze inzetten om hun (door eigenbelang gedreven) eisen kracht bij te zetten,<sup>74</sup> zo hebben we de zorg dat straks hetzelfde zal gebeuren met de afkeurende stem ten aanzien van het beloningsverslag.

---

70. Art. 92 lid 2 (c) - (d) van Richtlijn 2013/36/EU van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen (CRD IV). Dit artikel is in Nederland omgezet in art. 8 Regeling beheerst beloningsbeleid 2014.

71. In dit verband wordt vaak genoemd dat een dergelijke bevoegdheid in ieder geval de dialoog tussen RvC en algemene vergadering stimuleert, hetgeen een bijkomend voordeel kan zijn. Het is echter maar zeer de vraag of dit komt door het toekennen van een dergelijke bevoegdheid of meer in algemene zin het gevolg is van een toegenomen aandeelhoudersmondigheid. Zie in internationaal verband hierover ook J.E. Fisch e.a., 'Is Say on Pay All About Pay? The Impact of Firm Performance' (2017), European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 374/2017, beschikbaar op < [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3046597###](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3046597###)>. Faculty Scholarship, nr. 1931. Zij stellen, op p. 32, onder meer dat 'In addition, we believe the dialogue aspect of say on pay to be meaningful but secular in nature and coincident with the rise of shareholder power more generally. If say on pay were to be eliminated as a legal requirement we believe that this dialogue would continue.'

72. Overigens vindt er tussen de grootaandeelhouders van een onderneming (de *blockholders*) op belangrijke onderwerpen wel degelijk afstemming plaats. In de praktijk loopt deze afstemming ook steeds meer via de beursvennootschap zelf die polsen bij de grootaandeelhouders hoe een mogelijk voorstel zal vallen voordat het uiteindelijke voorstel aan de algemene vergadering wordt voorgelegd. Abma e.a., 2017, p. 62, wijzen erop dat deze consultaties er waarschijnlijk mede toe hebben geleid dat het aantal door de algemene vergadering verworpen voorstellen voor een (nieuw) bezoldigingsbeleid sinds de invoering van

---

het vaststellingsrecht beperkt is gebleven: vijf tussen 2004 en 2016.

73. Zie het Hoge Raad-arrest van 30 juni 1944, NJ 1944/465 (*Wennex*). Zie voor een recent en helder overzichtsartikel over het eigenbelang van de aandeelhouder en de begrenzingen die daaraan kunnen worden gesteld, M. Olaerts, 'Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?', *Ondernemingsrecht* 2017 (14), p. 631-642. Zie ook: S.R. Schuit, 'Onderneming en integriteit; de bestuurder', in: I. Asscher-Vonk (red), *Onderneming en integriteit*, Serie Onderneming en Recht, deel 39, Deventer: Wolter Kluwer 2006, p. 4 e.v.

74. Zie voor een overzicht van dit aandeelhoudersgedrag in beloningscontext: Van der Elst & Lafarre 2017, p. 76. Zie ook Van Tuyl & Serooskerken 2014. Ook in internationale literatuur wordt gewezen op het risico van strategisch stemgedrag wegens een meer generieke ontevredenheid onder aandeelhouders, in de meeste gevallen te wijten aan achterblijvende resultaten. Zie onder meer Troutman Sanders, 'Say-on-Pay: Wrong Solution, Wrong Problem', July 9, 2010, beschikbaar op <https://www.troutman.com/en-US/say-on-pay-wrong-solution-wrong-problem-06-09-2010/>>. Ook in dit verband wordt soms als bijkomend gunstig effect verwezen naar de toegenomen dialoog met de aandeelhouders. Wij zouden echter menen dat het niet wenselijk is als een bevoegdheid wordt gebruikt voor een ander doel dan waarvoor deze bevoegdheid is toegekend (zie in gelijke zin: Van der Elst & Lafarre 2017, p. 78). Zie bovendien noot 71 voor onze stelling dat aandeelhoudersdialoog meer verband houdt met de tijdsgeest dan dat het de resultante is van de toekenning van dit soort bevoegdheden.

## 5. Internationale kritiek say on pay

Ter onderbouwing van ons argument dat de algemene vergadering niet aangewezen is om een (hoofd)rol te spelen bij het vaststellen van individuele bestuurdersbeloningen, hebben we diverse onderzoeken bekeken naar het functioneren van *say on pay*-systemen met name in Engeland en de Verenigde Staten. We laten ons door de verschillen in systematiek en onderliggende *corporate governance* daarbij niet uit over de vraag of *say on pay* in die jurisdicties heeft beantwoord aan de met de invoering beoogde doelstellingen.<sup>75</sup> Wel geven we enkele verklaringen weer waarom, ondanks de invoering van *say on pay*, de effectiviteit van de regelingen en de betrokkenheid van aandeelhouders lijkt tegen te vallen.<sup>76</sup> Naar onze mening hebben deze verklaringen ook in de Nederlandse context gelding. De verklaringen zijn in twee categorieën onder te brengen: (i) de aandeelhouders houden zich (om uiteenlopende redenen) afzijdig en (ii) de beloningssystemen zijn te complex (geworden) voor aandeelhouders om onder de knie te krijgen en over mee te discussiëren. Aan het einde bespreken we enkele onderzoeken waaruit blijkt dat ook internationaal het besef leeft dat sturing op het (heterogene) aandeelhoudersbelang niet altijd tot de gewenste uitkomsten leidt.

### Afzijdige aandeelhouders

Erg uitgesproken in deze categorie is Bainbridge. Hij is de grondlegger van de 'rationele apathie'-leer. Bainbridge verwoordt deze theorie als volgt: 'A rational shareholder will expend the effort to make an informed decision only if the expected benefits of doing so outweigh the costs. Given the length and complexity of corporate disclosure documents, especially in a proxy contest where the shareholder is receiving multiple communications from the contending parties [vgl. het AVA-seizoen, TD/CvT], the opportunity cost entailed in becoming informed before voting is quite high and very apparent. In addition, most shareholders' holdings are too small to have any significant effect on the vote's outcome. Accordingly, shareholders can be expected to assign a relatively low value to the expected benefits of careful consideration. Shareholders are thus rationally apathetic.'<sup>77</sup>

Hieruit volgt dat voor de gemiddelde aandeelhouder de tijd en moeite die moet worden gestoken in het maken van geïnformeerde say on pay beslissingen

simpelweg niet rendabel is. Ook andere onderzoekers hebben aangetoond dat aandeelhouders een kosten-baten analyse maken in hun stemgedrag. Voor slechts een kleine groep aandeelhouders loont aandeelhoudersbetrokkenheid. Hierbij is in de diverse onderzoeken een onderscheid tussen aandeelhouders gevonden onder meer gebaseerd op de omvang van het aandelenbelang<sup>78</sup> – een afkeurende stem moet geen druppel op een gloeiende plaat zijn – en op de investeringshorizon. In dit laatste geval geldt volgens Stathopoulos en Voulgaris dat een aandeelhouder pas monitoring costs zal maken als de verwachte voordelen opwegen tegen deze kosten.<sup>79</sup> Aangezien de voordelen die gepaard gaan met aandeelhoudersbetrokkenheid pas op medium tot lang termijn materialiseren, zijn het in deze visie typisch langetermijnbeleggers die deze monitoring costs zullen maken. Hierbij speelt als een rode draad door de onderzoeken dat aandeelhouders in het gros van de gevallen een krachtiger en goedkoper instrument tot hun beschikking staat om hun ontevredenheid te uiten, namelijk door te stemmen met de voeten en hun aandelenbelang te verkopen.<sup>80</sup>

Bovenstaand beeld van aandeelhouders die om uiteenlopende (economische) redenen een lage betrokkenheid tentoon spreiden sluit aan bij de visie van Winter waarin institutionele beleggers investeren vanuit mathematische modellen. In deze modellen staat diversificatie en risicospreiding centraal, ook wel de Modern Portfolio Theory genoemd.<sup>81</sup> Het gevolg zijn continue aanpassingen aan het beleggingsportfolio van deze investeerders, daaronder begrepen de aan- en verkoop van aandelen. Deze diversificatie wordt op basis van financiële wet- en regelgeving overigens ook van institutionele beleggers geëist; zo maakt voor pensioenfondsen diversificatie onderdeel uit van de 'prudent person'-regel.<sup>82</sup> Met beleggingsportefeuilles van 1000+ bedrijven is niet verwonderlijk dat de kennis van institutionele beleggers zich concentreert op meer abstracte marktbevingen en niet op individuele ondernemingen en hun individuele langetermijn doelstellingen.<sup>83</sup> Hoewel diverse institutionele beleggers

75. Zie niettemin voor een UK onderzoek waaruit blijkt van het gebrek aan interesse van aandeelhouders voor *say on pay* en de afwezigheid van een verband tussen de totale beloning van bestuurders en afkeurend stemgedrag, M.J. Conyon & G.V. Sadler, 'Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: Say on pay in the U.K.', *Corporate Governance: An International Review* 2010, 18, 4, p. 296-312.

76. De betrokkenheid van aandeelhouders bij crisissituaties en beloningsexcessen daargelaten.

77. S.M. Bainbridge, 'Is Say on Pay Justified?', *Regulation* 2009, 32, 1, p. 47.

78. M. Schwartz-Ziv & R. Wermers, 'Do Institutional Investors Monitor their Large vs. Small Investments Differently? Evidence from the Say-On-Pay Vote' Robert H. Smith School Research Paper No. RHS 2510442, 28 September 2017.

79. K. Stathopoulos & G. Voulgaris, 'The Impact of Investor Horizon on Say-on-Pay Voting', *British Journal of Management* 2015 en de door hen op pagina 4 genoemde onderzoeken van vroegere datum.

80. S.A. Mason e.a., 'Say-on-Pay: Is Anybody Listening?', *Multinational Finance Journal* 2016, 20, 4, p. 3018.

81. Beeldend uitgelegd door Jaap Winter in: J. Winter, 'Shareholder Engagement and Stewardship: The Realities and Illusions of Institutional Share Ownership', 20 June 2011, beschikbaar via <<https://ssrn.com/abstract=1867564>>.

82. Art. 135 Pensioenwet.

83. Winter 2011 p. 5. Winter wijst er daarnaast op dat deze trend nog wordt versterkt door het gebruik van tussenpersonen door institutionele beleggers die de in-

zich de afgelopen jaren hebben geroerd om in individuele gevallen een gematigder beloningsbeleid te bewerkstelligen,<sup>84</sup> sluiten wij – gelet op de omvang van beleggingsportefeuille van deze beleggers en hun (wettelijke) doelstelling – niet uit dat deze afweging tot op zekere hoogte politiek gemotiveerd is. In ieder geval voelen niet alle institutionele beleggers zich senang met de langtermijnrol waar ze door de (Nederlandse) politiek in worden gedreven.<sup>85</sup>

#### *Beloningsregelingen te complex*

Bebchuk en Fried – beiden overigens groot voorstander van aandeelhoudersbetrokkenheid<sup>86</sup> – zien in hun bekende boek uit 2004, *Pay without Performance*, de beperkingen van aandeelhoudersbetrokkenheid onder ogen waar het op *say on pay* aankomt.<sup>87</sup> Vanwege de complexiteit van beloningsregelingen en de rol op afstand van de gemiddelde aandeelhouder, zien zij eigenlijk alleen een rol weggelegd voor aandeelhouders bij het vaststellen van het beloningskader: *'Shareholder voting can establish some outer limits to what boards can do without specific shareholder approval. There are interventions that shareholders can make based on their general knowledge about the basic structures of compensation arrangements. But good directors are still needed to make the many and complex choices within these outer limits and to negotiate with the executives. These are tasks that require getting into case-specific detail and having*

---

vesteringen beheren, de zogeheten asset managers.

84. Zie hieromtrent in het bijzonder PGGM dat specifieke beloningsrichtlijnen heeft ontwikkeld en – wat we uit de pers opmaken – ook dienovereenkomstig lijkt te handelen. Zie PGGM, *PGGM Remuneration Guidelines for Portfolio Companies*, 2 december 2014, beschikbaar via [https://www.pggm.nl/english/what-we-do/Documents/remuneration-guideline-for-portfolio-companies\\_pggm.pdf](https://www.pggm.nl/english/what-we-do/Documents/remuneration-guideline-for-portfolio-companies_pggm.pdf). Recenter heeft het Noors staatsfonds zich uitgesproken voor een beloningsplafond voor beursondernemingen. Zie Het Financieel Dagblad, 'Noors staatsfonds: plafond voor topbeloningen', 7 April 2017, beschikbaar via <https://fd.nl/beurs/1196068/noors-staatsfonds-plafond-voor-topbeloningen>.

85. We verwijzen naar een recent artikel van De Kluiver (waarin De Kluiver de voorzitter van het pensioenfonds Zorg en Welzijn, Peter Borgdorff, in een interview van eerder dit jaar memoreert: 'Als bedrijven op korte termijn een enorm hoge exitpremie hebben, dan zou je de deelnemers in ons pensioenfonds tekortdoen door te zeggen: daar gaan wij niet aan meedoen. Zo zitten wij niet in de wedstrijd. Wij beoordelen een bedrijf op zijn winstgevendheid'. Zie H.J. de Kluiver, 'Modernisering Ondernemingsrecht; waarheen, waarvoor?', *Ondernemingsrecht* 2017/14, p. 118.

86. Bebchuk & Fried 2014, p. 10. Bebchuk heeft daarnaast in het Amerikaanse Congres gepleit voor een versterking van de *say on pay* bevoegdheden van aandeelhouders, zie Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, *Empowering Shareholders on Executive Compensation*; Hearing Before the High Commission On Financial Services, 110 Cong (2007), beschikbaar via <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-110hhrg35402/pdf/CHRG-110hhrg35402.pdf>, p. 12 e.v.

87. Zie Bebchuk & Fried 2014, p. 10.

*some back and forth. Shareholder voting cannot substitute for all this.'*

#### *Aandeelhoudersfocus mogelijk ongewenste effecten*

De eerste visie die we naar voren willen brengen waaruit blijkt van ongewenste effecten is die van Fisch e.a.<sup>88</sup> Zij wijzen op de negatieve correlatie tussen hoge aandeelhoudersrendementen en negatieve *say on pay* stemmingen. Anders gezegd, aandeelhouders zijn minder kritisch op bestuurdersbeloningen zolang sprake is van een hoge *total shareholder return*. Fisch e.a. wijzen erop dat deze sterke correlatie juist ongewenst en schadelijk gedrag binnen de onderneming kan aanmoedigen, namelijk het veronachtzamen van strategische langetermijndoelstellingen en het eenzijdig sturen op koerswinsten. In tegenstelling tot hetgeen *say on pay* beoogt, kan de invoering ervan dus juist kortetermijndenken en bovenmatige risiconeming tot gevolg hebben.

Bovenstaand beeld van Fisch e.a. wordt ook bevestigd in Amerikaanse onderzoeken die specifiek gericht zijn op de werking van *say on pay* in de bancaire sector.<sup>89</sup> Zo trekken Bebchuk & Spamann de volgende conclusie: *'As we have stressed throughout, a major source of incentives to take excessive risks arises from the fact that bank executives' pay structures expose them to the upside that taking risks produces for common shareholders but not to the downside that doing so creates for preferred shareholders, bondholders, depositors, and taxpayers. Making executive pay more responsive to the preferences of common shareholders cannot be expected to produce incentives to take into account the interests of preferred shareholders, bondholders, and depositors.'*

Kort samengevat volgt uit deze onderzoeken dat aandeelhouders een hogere *risk appetite* hebben – vanwege de potentiële opbrengsten die hiermee gepaard gaan – dan de meeste andere stakeholders. Daarom is *say on pay* volgens deze onderzoekers niet geschikt voor bancaire instellingen. In het Amerikaanse *corporate governance* denken waarin de aandeelhouder een centrale rol vervult,<sup>90</sup> is deze gevolgtrekking bijna revolutionair te noemen. In de Nederlandse stakeholderbenadering kan deze lijn vrij eenvoudig worden doorgetrokken naar 'reguliere' beursvennootschappen en de belangen van risicomijdende stakeholders binnen deze organisaties, zoals werknemers en leveranciers.

---

88. Zie Fisch e.a. 2017.

89. L. A. Bebchuk & H. Spamann, 'Regulating bankers' pay', *Georgetown Law Journal* 2010, 98, 2, p. 34; J.N. Gordon, 'Say on Pay; Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In', *Harvard Journal on Legislation* 2009, 46, p. 363-369.

90. Zij het niet per se via *shareholder primacy* maar via *director primacy*. Dit laatste komt – in de woorden van de grondlegger Bainbridge – op het volgende neer: 'Director primacy is board-centric, but shareholder wealth focused.' Compact uitgelegd door Bainbridge via: <http://www.professorbainbridge.com/professor-bainbridge.com/2011/09/director-primacy-in-5-minutes-worth-of-bullet-points.html>.

## 6. Conclusie

We hebben in dit artikel de totstandkoming van en de diverse voorschriften uit de beloningsparagraaf van de Aandeelhoudersrichtlijn besproken. Gelet op het onderwerp van dit artikel hebben we daarbij ingezoomd op de *say on pay* voorschriften en hoe deze zich verhouden tot het huidige Nederlandse beloningskader en de daarin vervatte aandeelhoudersrechten. De titelverklaring ligt erin besloten dat we *say on pay* niet categorisch afwijzen, en ook niet volmondig omarmen, maar een tussenweg bepleiten.

We zien een duidelijke rol voor de algemene vergadering bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid. Over dit onderdeel van de beloningsparagraaf zijn we dan ook in grote lijnen positief. De nieuwe voorschriften, zoals de aanscherping van de kaders van het bezoldigingsbeleid en de regelmatige toetsing van het bezoldigingsbeleid, dragen ertoe bij dat de algemene vergadering zijn taakvervulling in toenemende mate serieus neemt en het door de algemene vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid voldoende vlees op de botten heeft. Dat de RvC vervolgens alleen in specifiek omschreven uitzonderingsgevallen van dit beleid mag afwijken – hetgeen de bevoegdheid van de algemene vergadering inperkt om op voorhand op onderdelen meer flexibiliteit aan de RvC te gunnen – schiet wat ons betreft weer te ver door.

We zijn niet te spreken over de invoering van het stemrecht ten aanzien van het beloningsverslag. Niet omdat we verwachten dat dit voorschrift de beloningsgovernance van beursvennootschappen op zijn kop zal zetten, maar wel vanwege het signaal dat hiervan uitgaat. Aandeelhouders kunnen (en moeten) een nuttige controlerende c.q. corrigerende rol vervullen waar het op het bezoldigingsbeleid aankomt, maar de RvC zou in onze optiek afgeschermd moeten worden van teveel ad hoc druk van aandeelhouders waar het de toekenning van individuele bestuurdersbeloningen betreft. Uitzonderingen daargelaten,<sup>91</sup> is de verwachting dat (activistische) aandeelhouders hierbij meer vanuit kortetermijn(eigen)belang handelen dan dat de focus ligt op de langetermijnbelangen van de onderneming. Hoewel door de onderliggende verschillen voorzichtigheid moet worden betracht met het putten uit internationaal *say on pay* onderzoek, is wat ons betreft een *key takeaway* dat de *risk appetite* van aandeelhouders flink hoger kan liggen dan die van de andere stakeholders bij de onderneming. *Say on*

*pay* versterkt in dat geval juist ongewenste symptomen als bovenmatige risiconeming in plaats van het beoogde medicijn ertegen te zijn.

Gelet op het voorgaande, hebben we zo onze twijfels of met deze tamelijke eenzijdige aandeelhoudersfocus het doel van de beloningsparagraaf van de Aandeelhoudersrichtlijn, de langetermijnbelangen van de beursonderneming en de bestuurders overeen te laten stemmen, zal worden bereikt. Hoewel van een richtlijn met deze naam wellicht niet meer verwacht kan worden, hadden we toch liever *principle based* regelgeving gezien waarbij nadrukkelijker rekenschap was gegeven van lokale verschillen in *corporate governance*. Zo wordt in de Corporate Governance Code de RvC specifiek gemaand om rekening te houden met de *risk appetite* van de onderneming en de langetermijnbelangen van de vennootschap. Mits binnen de kaders van het door de algemene vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid wordt gehandeld, hebben we hiermee a priori meer vertrouwen in de RvC dan in de algemene vergadering om bij de toekenning van individuele bestuurdersbeloningen het belang van de vennootschap en de met haar verboden stakeholders te laten meewegen.

---

91. In dit verband kan niet onvermeld blijven de Eumedion-deelnemers die zich hebben verbonden aan de Eumedion *best practices* voor betrokken aandeelhouderschap (beschikbaar via: [https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/best\\_practices\\_betrokken-aandeelhouderschap.pdf](https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/best_practices_betrokken-aandeelhouderschap.pdf)). Eumedion erkent daarin overigens dat 'sommige van haar deelnemers niet over de personele bezetting beschikken om direct betrokken te raken bij een dialoog en andere engagementactiviteiten met beursvennootschappen' (onderdeel 15).