

Een bespreking van enkele beloningsinitiatieven.

‘Say on pay’ of ‘less is more’?

mr. C.F.J. van Tuyll van Serooskerken*

1. Inleiding

In deze bijdrage wordt ingegaan op enkele actuele initiatieven in beloningsland. Naast een inhoudelijke bespreking geef ik duiding aan de beloningsvoorstellen, in het licht van bestaande beloningsregelgeving en ideeën over corporate governance in Nederland.

De volgende beloningsinitiatieven staan in nationaal dan wel EU-verband op de kaart: (i) aanpassing Wet op de Ondernemingsraden (**WOR**) in verband met de betrokkenheid van de ondernemingsraad (**OR**) bij de ontwikkeling van de beloningsverhoudingen binnen de onderneming¹, (ii) informatie- en publicatieverplichtingen ten aanzien van beloningsbeleid en beloningsverhoudingen² en (iii) stemrecht van de algemene vergadering over beloningsbeleid en -verslag (‘say on pay’)³.

Tenzij anders aangegeven, neem ik in deze bijdrage de governancestructuur van de (grote) beursgenoteerde vennootschap als uitgangspunt. Het gaat om ondernemingen met een verspreid (beursgenoteerd) aandelenbezit, waarbij de algemene vergadering (**AV**) het beloningsbeleid van het bestuur vaststelt en de Raad van Commissarissen (**RvC**) de individuele beloningen toekent.

2. Betrokkenheid OR

2.1 Inhoud en achtergrond voorstel

De regering heeft het voornemen de WOR zodanig aan te passen dat jaarlijks een gesprek tussen bestuurder en OR plaatsvindt over de ontwikkeling van de beloningsverhoudingen, inclusief die van het bestuur. Blijkens de toelichting is het de regering vooral te doen om de beloningen van de ‘topbestuurders’, en het creëren van dialoog over (de hoogte van) deze beloningen. De beloningen van deze ‘topbestuurders’ zouden ook tijdens de economische crisis hard zijn gestegen, aldus de regering, terwijl de beloning van ‘reguliere’ werknemers achter is gebleven.

De SER-commissie Bevordering Medezeggenschap zal in dit kader worden verzocht aan OR’ en specifieke voorlichting over dit onderwerp te bieden, en overigens ook over het per 1 juli 2010 geïntroduceerde standpuntbepalingsrecht van de OR ten aanzien van het door de AVA vast te stellen bezoldigingsbeleid. Dit laatste standpuntbepalingsrecht heeft sinds de introductie geen hoge vlucht genomen⁴, hetgeen de regering kennelijk wijt aan onbekendheid van de OR met dit recht.

Het lijkt de bedoeling de beoogde overlegverplichting in te passen in de systematiek van art. 31 (d) WOR (de ‘Wet Harrewijn’), welk artikel een rapportageverplichting van de on-

dernemer aan de OR ten aanzien van de beloningsverhoudingen in de onderneming voorschrijft. Dit geldt overigens enkel voor ‘grote’ ondernemingen waar in de regel ten minste 100 personen werkzaam zijn.

De regering onderkent dat op basis van de huidige informatieverplichting aan de OR een gesprek met de ondernemer over de beloningsverhoudingen reeds mogelijk is. De OR kan het onderwerp ofwel aan de orde stellen tijdens een van de algemene overlegvergaderingen (art. 24 WOR), ofwel een specifieke overlegvergadering over dit onderwerp beleggen (art. 23 WOR). De regering is (kennelijk) van oordeel dat dit thans te weinig gebeurt en wil met het voorstel partijen dus verplichten een discussie te voeren over de beloningsverhoudingen. In dit verband noemt de regering specifiek de gezagsverhouding waarin de OR-leden staan ten opzichte van de bestuurder en spreekt zij de wens uit de relatie tussen bestuurder en OR niet onder druk te willen zetten bij het geven van meer invloed aan de OR.

2.2 Meerwaarde

Ik vraag me af of de voorgestelde maatregel het gewenste effect sorteert, in die zin dat tussen OR en bestuurder een dialoog tot stand zal komen over de ontwikkeling van de beloningsverhoudingen, en meer in het bijzonder de hoogte van de beloning van de bestuurder. Ik acht de kans groot dat de overlegverplichting over de beloningsverhoudingen als hamerstuk zal worden afgedaan. Immers, het door de regering gesignaleerde pijnpunt is niet weggenomen: er blijft sprake van een gezagsverhouding tussen OR en bestuur die in de weg kan staan bij het kraken van al te kritische noten over de beloningsverhouding.

Het is daarnaast interessant te bezien of de regering blijft vasthouden aan het Wet Harrewijn-principe dat beloningsinformatie gebundeld mag worden verstrekt (in clusters van

* Constant van Tuyll van Serooskerken is advocaat bij Van Doorne NV te Amsterdam.

1. *Kamerstukken II 2013/14*, 30 111 (Topinkomens), nr. 62 en nr. 67.
2. *Kamerstukken II 2013/14*, 30 111 (Topinkomens), nr. 62 en nr. 67 en EC Richtlijnvoorstel bevorderen aandeelhoudersbetrokkenheid COM (2014) 213 final.
3. EC Richtlijnvoorstel bevorderen aandeelhoudersbetrokkenheid COM (2014) 213 final.
4. Althans niet binnen beursgenoteerde ondernemingen. Zie het onderzoek uitgevoerd door Abma, in: R. Abma, ‘Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene veergaderingen 2013’, *Ondernemingsrecht 2013/94*.

vijf personen). Dergelijke geaggregeerde informatie biedt immers minder inzicht in de (individuele) beloningen van de bestuursleden (helemaal als de directie uit minder dan vijf personen bestaat), hetgeen het gesprek niet makkelijker maakt voor de OR. Aan de andere kant moet het belang van de aldus verkregen informatie ook niet worden overschat, nu voor beursgenoteerde NV's publicatievoorschriften gelden op grond waarvan de beloningsbestanddelen per bestuurder inzichtelijk gemaakt moeten worden (zie ook hierna onder 3).

Tot slot komt de vraag op of de bestuurder wel de juiste gesprekspartner is. De bestuurder gaat immers niet over zijn eigen beloning. Dit knelt nu met het voorstel een temperende werking ten aanzien van de beloningen van 'topbestuurders' is beoogd. Dan lijkt de OR met het aan hem in 2010 toegekende standpuntbepalingsrecht dichter bij het vuur te zitten. Daarbij is de keuze van het inschakelingsmoment van de OR echter aan de RvC gelaten en kan dat dus zodanig zijn dat de OR geen wezenlijke invloed meer kan uitoefenen op het door de RvC ontwikkelde bezoldigingsbeleid.⁵ Dit gecombineerd met het feit dat de AV de input van de OR ongemotiveerd ter zijde kan schuiven – en het ontbreken van het standpunt van de OR de besluitvorming bovendien niet aantast⁶ – heeft tot de kritiek geleid dat het spreekrecht van de OR tandeloos is.

Ik zie vooral een rol van de OR bij beloningsaangelegenheden als hij in tandem opereert met de vakorganisaties.⁷ De OR dient dan feitelijk als vooruitgeschoven post en informatiekanaal van de organisaties, die veel onafhankelijker van de onderneming – en met name de bestuurder – kunnen opereren. Los van het feit dat (primaire) beloningsaangelegenheden meer op het terrein van de vakorganisaties dan op het bord van de OR liggen, hebben de vakorganisaties ook meer machts- en rechtsmiddelen om tegen de onderneming op te treden. Zo kunnen de vakorganisaties informatie over scheefgegroeide beloningsverhoudingen gebruiken in de onderhandelingen over een nieuwe cao, zoals in 2009 bij DSM is gebeurd.⁸ Bovendien staat voor vakorganisaties eventueel het middel van enquête⁹ of staking¹⁰ open om op te treden tegen excessieve beloningen van bestuurders.

Kortom, ik denk dat realistisch gezien de rol van de OR beperkt is waar het op beïnvloeding van (de hoogte van) de beloning van 'topbestuurders' en/of de beloningsverhoudingen binnen de onderneming aankomt. Het introduceren van een gespreksverplichting verandert daar in mijn optiek weinig aan. Het ligt niet zozeer op de weg van de OR om – conform de suggestie van het kabinet – de achterban te raadplegen en draagvlak te creëren voor een – kennelijk wenselijk geachte – 'stevige' opvatting ten aanzien van de beloning van de bestuurder. Dit lijkt eerder een taak voor de vakorganisaties, die bovendien in staat zijn hun woorden kracht bij te zetten.

3. Informatie - en publicatieverplichtingen

3.1 Inhoud en achtergrond voorstel

De regering denkt aan een verplichting voor bedrijven om in het (sociaal) jaarverslag inzichtelijk te maken hoe de beloningsverschillen binnen het bedrijf zich hebben ontwikkeld. De regering wacht echter eerst af welke transparantieverplichtingen omtrent beloningen in EU-verband zullen worden vastgesteld. Ik ga ervan uit dat hiermee wordt bedoeld op de verslagleggingsverplichtingen uit het EC-richtlijnvoorstel bevorderen aandeelhoudersbetrokkenheid (het

EC Richtlijnvoorstel). Overigens zullen de informatie- en publicatieverplichtingen uit het EC Richtlijnvoorstel uitsluitend zien op beursgenoteerde ondernemingen. Het is dus nog onduidelijk of de regering ook het oog heeft op aanvullende¹¹ verslagleggingsverplichtingen voor overige 'open' naamloze vennootschappen.

Het EC Richtlijnvoorstel bevat diverse informatieverplichtingen ten aanzien van het beloningsbeleid en het beloningsverslag die zien op het bestuur van de (beursgenoteerde) onderneming. Voor de goede orde: het beloningsbeleid is het vooraf door de AV vastgestelde beloningsraamwerk en het beloningsverslag (ook wel: het remuneratierapport) geeft weer hoe de RvC het beloningsbeleid in de praktijk heeft vormgegeven.

De Europese Commissie heeft in 2010 al diverse verschillen tussen de lidstaten geconstateerd in de wijze van verslaglegging van het beloningsbeleid. Sommige lidstaten opteren voor een algemene norm (het openbaar gemaakte beloningsbeleid moet duidelijk en makkelijk te begrijpen zijn), anderen kiezen voor minimumnormen en weer anderen voor een standaardvorm.¹² Daarnaast is in sommige lidstaten sprake van een aanbeveling om beloningsinformatie op een bepaalde wijze openbaar te maken (waar gemotiveerd van kan worden afgeweken) en in andere lidstaten weer van een wettelijke verplichting. Dit alles komt de inzichtelijkheid niet ten goede en maakt het lastig voor aandeelhouders en andere belanghebbenden om de informatie die vennootschappen in diverse lidstaten openbaar maken te vergelijken.¹³

5. Zie ook R.P.J. ter Haseborg, 'De totstandkoming van topinkomens: is de factor arbeid daarbij een factor van enig belang?', *Ondernemingsrecht* 2008, nr. 86 en M.L. Lennarts en I. Meijer-Wagenaar, 'Het wetsvoorstel aanpassing en claw-back bestuurdersbeloning: dempen van de put nadat het kalf verdronken is', *WPNR* 2011 (6911).
6. Zie voor een genuanceerd beeld: J.H.M. Willems, 'Expert aan het woord', *Tijdschrift voor Arbeid & Onderneming* 2013/1, p. 20-23.
7. Zie in gelijke zin voor wat betreft het standpuntbepalingsrecht: M. Holtzer, 'Standpuntbepaling van werknemers over het bezoldigingsbeleid: speak now or forever remain silent', *Tijdschrift Recht en Arbeid*, 2012/15.
8. Zie M. Holtzer, 'Standpuntbepaling van werknemers over het bezoldigingsbeleid: speak now or forever remain silent', *Tijdschrift Recht en Arbeid*, 2012/15.
9. Uit (onder meer) het PCM-beschikking van de OK kan worden afgeleid dat de hoogte en samenstelling van beloningsarrangementen gegronde redenen kunnen vormen om te twifelen aan een het beleid van de onderneming wegens strijd met verantwoord ondernemerschap. Zie ook: R.P.J. ter Haseborg, 'De totstandkoming van topinkomens: is de factor arbeid daarbij een factor van enig belang?', *Ondernemingsrecht* 2008/86 en E.S. De Bock, 'Arbeidsrechtelijke kanttekeningen bij de PCM-beschikking', *ArbeidsRecht* 2011/15.
10. Er is immers sprake van een 'belangeschil' in de zin van art. 6 ESH.
11. 'Aanvullend', aangezien dergelijke verplichtingen al gelden voor 'open' NV's op de voet van art. 2:383c en 2:383d BW.
12. Verslag over de toepassing van aanbeveling van 2008 betreffende bestuurdersbeloningen, COM (2010) 285 definitief.
13. Actieplan Europees vennootschapsrecht en corporate governance, COM(2012) 740 definitief.

3.2 Meerwaarde

Het lijkt me verstandig als Nederland niet zelfstandig op de muziek vooruit gaat lopen, maar eerst afwacht hoe de definitieve EC Richtlijn er op het punt van transparantie over beloningsverhoudingen uit komt te zien. Daarna kan altijd nog worden besloten tot aanvullende verplichtingen, hetgeen overigens een beetje zou wringen met de achtergrond van het EC Richtlijnvoorstel, namelijk de wens tot Europese standaardisatie van de beloningsverslaglegging.

Het belang van een gestandaardiseerde presentatie van beloningsinformatie in de EU is goed voor te stellen. Op eerste gezicht verandert er voor Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen overigens niet zoveel: zowel de Corporate Governance Code (CGC, best practices II.2.12/II.2.13) als de jaarverslagvoorschriften (2:383c-d BW) bevatten uitvoerige informatie- en publicatievoorschriften ten aanzien van de beloning van individuele bestuurders. Het beloningsverslag dient op grond van de CGC bovendien een overzicht van het voorzienbare beloningsbeleid voor het komende jaar en de daaropvolgende jaren te bevatten.

Bij nadere beschouwing zijn er toch enkele vermeldenswaardige verschillen tussen de huidige praktijk en de informatie- en publicatievoorschriften die met de EC Richtlijnvoorstel worden geïntroduceerd:

- Het EC Richtlijnvoorstel lijkt voor te schrijven dat het door de AV vastgestelde beloningsbeleid in zijn geheel openbaar moet worden gemaakt (via de website van de onderneming). In de CGC is onderkend dat dit vanuit concurrentieoogpunt onwenselijk kan zijn en is een exceptie opgenomen ten aanzien van de openbaarmaking van prestatiecriteria 'indien overwegingen van concurrentiegevoeligheid zich daar tegen verzetten'.¹⁴ Dit is met name het geval als de *target setting* bestaat uit meer dan alleen algemene financiële maatstaven zoals Total Shareholder Return (TSR), maar bijvoorbeeld ook duurzaamheidscriteria (hetgeen thans het gebruik is). Een dergelijke exceptie ontbreekt in het EC Richtlijnvoorstel. Dit kan problematisch zijn nu in de praktijk wel met enige regelmaat van de 'concurrentie'-exceptie gebruik wordt gemaakt.¹⁵
- De inhoudelijke eisen die worden gesteld aan het beloningsbeleid dat op basis van het EC Richtlijnvoorstel aan de AV moet worden voorgelegd gaan op punten verder dan nu de praktijk is. Zo dient het beloningsbeleid de maximumbedragen van de in totaal verdienen- bare beloning te bevatten, en het aandeel van de verschillende componenten vaste en variabele beloning daarin. Thans behoudt de RvC zich wat de hoogte van de vaste beloning betreft vaak enige armslag voor en wordt volstaan met gemeenplaatsen in de trant van 'passend bij de specifieke verantwoordelijkheden' of 'rond de mediaan van de arbeidsmarktreferentiegroep'. Een ander nieuw punt is dat het beloningsbeleid de met bestuurders afgesproken opzegtermijn dient te bevatten. Het hanteren van een lange opzegtermijn (> zes maanden) is nu nog de route bij uitstrek om de vertrekvergoeding van maximaal één jaarsalaris uit de CGC te omzeilen.¹⁶
- Het EC Richtlijnvoorstel kent uitgebreidere motiveringsvereisten ten aanzien van de hoogte van de bestuurdersbeloningen dan nu het geval is, zowel wat beloningsbeleid (*ex ante*) betreft als het -verslag (*ex post*). Zo dient het beloningsbeleid te verklaren hoe

rekening is gehouden met de loon- en arbeidsvoorwaarden van 'reguliere' werknemers bij de vaststelling van het beleid, dient de ratio tussen de gemiddelde beloning van bestuurders en die van reguliere werknemers te worden toegelicht en de passendheid van de gekozen ratio te worden gemotiveerd. In het beloningsverslag dient daarnaast te worden opgenomen hoe de bestuurdersbeloning zich heeft ontwikkeld (over de laatste drie boekjaren) ten opzichte van de (beurs)waarde van de onderneming en de gemiddelde beloning van reguliere werknemers. Overigens kent ook de CGC de verplichting bij de vaststelling van de beloning rekening te houden met de invloed ervan op de beloningsverhoudingen binnen de onderneming, alsmede de resultatenontwikkeling en de ontwikkeling van de beurskoers,¹⁷ maar hier hoeft niet specifiek verslag over te worden uitgebracht.

Een gemiste kans is wat mij betreft dat in het EC Richtlijnvoorstel – net als overigens in de CGC – de nadruk wordt gelegd op de koppeling tussen – en het belang van – vooraf vastgestelde prestatiecriteria en variabele beloning. In de literatuur bestaat min of meer consensus dat een bonussysteem waarbij de uitkering volledig afhankelijk is van vooraf bepaalde prestatiecriteria kan leiden tot uitkomsten die niet in het belang van de onderneming zijn.¹⁸ De kritiek komt er kort gezegd op neer dat: een dergelijk systeem leidt tot een te eenzijdige focus op (i) deze vastomlijnde prestatiecriteria, waarbij het behalen van de criteria het (enige) doel kan worden en taken waaraan geen beloning gekoppeld is worden veronachtzaamd (waaronder na de targetsetting opgekomen beleidsissues die mogelijk het hart van de onderneming raken), (ii) het nemen van onverantwoorde risico's en/of het manipuleren van cijfers om de prestatiecriteria maar te halen, en (iii) de medeneming van externe factoren buiten de controle van het bestuur, waar ook in de door de RvC uitgevoerde scenario-analyses geen rekening mee is gehouden, en die leiden tot onbillijke uitkomsten van de bonus regeling (*windfall profits/losses*).

In dit laatste geval zou weliswaar gebruik worden gemaakt van de (wettelijke/contractuele) aanpassingsbevoegdheid van de RvC, maar verstandiger is het – en waarschijnlijk ook voor betrokkenen beter te verkroppen – om de RvC op voorhand een ruime discretionaire bevoegdheid te verlenen. Hierbij ligt in het proces van toekenning wellicht (de schijn) van willekeur op de loer. Dit kan in mijn optiek echter wor-

14. Best practice II.2.13 (f).

15. Zie R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2010', *Ondernemingsrecht* 2010/109.

16. Een recent voorbeeld is het vertrek van Ben Nooteboom bij Randstad (http://fd.nl/Print/krant/Pagina/In_het_nieuws/189612-1402/veb-hekelt-randstads-communicatie-van-jaar-nul_bron_fd_krant).

17. Principe II.2 en best practices II.2.2/II.2.3.

18. Zie voor een overzicht van (internationale) auteurs, J.W. Winter, 'Corporate Governance Going Astray: Executive Remuneration Build to Fail', *DSF Policy Paper* nr. 5 augustus 2011. Zie ook F.B.J. Grapperhaus, *Terug de polder in. Pleidooi voor een werkende arbeidsmarkt*, Amsterdam: Bakker 2013, H. 10. Wie wil er nou nog een beloning?

den ondervangen door van de RvC een gedegen motivering van haar besluit te eisen, waarbij wordt getoetst aan – vooraf gecommuniceerde – gezichtspunten en/of binnen de onderneming geldende waarden (in plaats van 'harde' prestatiecriteria). Kortom, er zou geen sprake moeten zijn van een systeem van doelstellingen en bijbehorende vaste bedragen, maar van een werkelijke beloning van prestaties voor zover de omstandigheden daar aanleiding toe geven.¹⁹ Dit vereist wel een goed ingevoerde RvC, die een beredeneerde bonusbeslissing kan en durft te maken.

4. Aandeelhoudersbetrokkenheid

4.1 Inhoud en achtergrond voorstel

Het EC Richtlijnvoorstel bevat de verplichting ten minste iedere drie jaar het beloningsbeleid ter stemming aan de AV voor te leggen. Ik ga ervan uit dat deze verplichting ook geldt voor iedere tussentijdse wijziging van het beloningsbeleid: het EC Richtlijnvoorstel vermeldt in ieder geval dat de beloning van bestuurders steeds conform het door de AV goedgekeurde beloningsbeleid moet zijn. Een bestuurder kan overigens in voorkomende gevallen in afwijking van het beloningsbeleid worden beloond mits achteraf alsnog goedkeuring van de AV wordt verkregen.

Het EC Richtlijnvoorstel bevat tevens de verplichting het beloningsverslag ter stemming aan de AV voor te leggen. Deze stemming vindt achteraf plaats, tijdens de jaarlijkse algemene vergadering, over de beloningen van het voorgaande boekjaar. Als het bonusverslag wordt afgekeurd betekent dit niet direct dat uitgekeerde bonussen moeten worden teruggevorderd. Wel ontstaat er een motiveringsplicht in het volgende bonusverslag uit te leggen of en hoe in de nieuwe bonusronde rekening is gehouden met de (afkeurende) stem van de AV.

Ter toelichting op het verlenen van een stemrecht aan de AV ten aanzien van het beloningsverslag wordt gesteld:

'De beloning van bestuurders speelt een sleutelrol 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. Controle van aandeelhouders voorkomt dat bestuurders een beloningsbeleid toepassen dat gunstig is voor hen persoonlijk, maar niet bijdraagt aan de langetermijnprestaties van de vennootschap.'

4.2 Meerwaarde

Op grond van art. 2:135 lid 1 BW heeft de AV op dit moment reeds het recht het bezoldigingsbeleid voor het bestuur vast te stellen. In het geval de RvC verantwoordelijk is voor de individuele beloningstoekenningen, komt de algemene vergadering er in principe alleen weer aan te pas als het beleid wordt gewijzigd. Hier wordt nu de verplichting aan toegevoegd iedere drie jaar het beloningsbeleid te onderwerpen aan een *update check* door de AV. Dit is reeds staande praktijk in de VS en de UK.²⁰ Ik kan me op zich wel vinden in deze additionele bevoegdheid voor de AV.

Kritischer ben ik over het geïntroduceerde stemrecht voor de AV ten aanzien van het beloningsverslag. Het lijkt erop dat in een poging bestuurdersbeloningen te temperen, visieloos een stem wordt gegeven aan zoveel mogelijk actoren, op nationaal niveau aan de OR en op Europees niveau aan de AV (eventueel naast de RvC). In diverse sectoren (bijvoorbeeld

de financiële sector) komen daar ook nog bevoegdheden van externe toezichthouders bij.

Hoewel het stemrecht niet meer om het lijf heeft dan een motiveringsplicht achteraf, baart de (hiervoor genoemde) redeving achter de invoering mij zorgen. Ik heb de volgende punten van kritiek. Ten eerste is het uitgangspunt dat met beloning de belangentegenstelling tussen bestuur en aandeelhouders (het *agency*-probleem) kan worden overbrugd, niet onomstreden: veelgehoord commentaar is dat de beoogde gedragssturing te complex zou zijn en verkeerde target-setting belangentegenstellingen juist in de hand kan werken (*distorted performance measure*).²¹ Uit het EC Richtlijnvoorstel blijkt niet dat men zich hier op de een of andere wijze rekenschap van heeft gegeven.

Ten tweede, en daar weid ik wat over uit, wijst het EC Richtlijnvoorstel de AV aan als bewaker van de langetermijnprestaties van de vennootschap. Hiermee wordt – in ieder geval voor Nederland – geen recht gedaan aan de rol van de AV, de diversiteit en de mate van betrokkenheid van de individuele aandeelhouders en de positie van de RvC in het corporate governance-raamwerk.

Uitgangspunt in het Nederlandse bestel is dat aandeelhouders binnen de grenzen van redelijkheid en billijkheid hun eigen belang voorop mogen stellen.²² Hoe prijzenswaardig alle initiatieven tot duurzaam en betrokken aandeelhouder-schap ook zijn,²³ er is geen verplichting voor aandeelhouders zich overwegend naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming te richten. Ook de Nederlandse regering heeft eerder aangegeven dat het primair een zaak van de onderneming zelf is of en hoe zij aandeelhouders aan zich willen binden.²⁴ Daarmee komt de twijfel in beeld of het wenselijk is nu juist de AV op te werpen als behartigers van de (langtermijn)belangen van de vennootschap. Het voorstel is ook opmerkelijk tegen de achtergrond dat in het niet zo verre verleden de kortetermijnvisie van bepaalde typen aandeelhouders, denk aan activistische *hedge funds*, heftig is bekritiseerd.

Ik geloof niet zo in het streven naar de 'duurzame en betrokken' model-aandeelhouder. Een groot deel van de aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen is eerst en vooral investeerder. Zo houden institutionele beleggers via *asset managers* belangen in honderden, zo niet duizen-

19. S. Sikkink, 'Ultimum remedium - corporate governance code, best practice -bepaling II.2.10', in: F.B.J. Grapperhaus, E. Koot-Van der Putte en S. Sikkink (red.), *Zo is het. De onlosmakelijke verbondenheid van Arbeid & Verburg*, Den Haag: Boom 2010, p. 73 e.v.

20. 15 U.S.C. 78n-1 resp. 439A Companies Act.

21. Zie bijvoorbeeld G.T.N.J. Raaijmakers, *De effectiviteit van regels in het ondernemings- en effectenrecht*, Maastricht: Boom 2006 en B. T. M. Steins Bisschop, 'Beloningsystemen; de ongerechtvaardigde hypothese van parallele belangen tussen aandeelhouders en bestuurders', *TvOB r* 2006-2, p. 50 e.v.

22. Zie recentelijk Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 6 september 2013 (*Cryo-Save Group/Salveo Holding*).

23. Zie bijvoorbeeld Eumedion, 'Best practices voor betrokken aandeelhouderschap', 30 juni 2011, te vinden op: www.eumedion.nl.

24. In de kabinetsreactie op het rapport Commissie De Wit, *kamerstukken II 2009/1010*, 31 980, nr. 16.

den, *portfolio companies*; dit als uitvloeisel van de heersende beleggingstheorie waarbij portfolio- en risicospreiding voorop staat (*modern portfolio theory*). Zelfreguleringsinitiatieven en -codes dwingen institutionele beleggers steeds vaker (duurzaam) invulling te geven aan hun aandeelhouderschap. Ik kan me niet aan de indruk onttrekken dat dit bij deze beleggers niet van harte gaat. Uitvoering vindt dikwijls plaats via stemrechtadviseurs, wier adviezen in veel van de ter stemming voorgelegde dossiers klakkeloos worden gevolgd.²⁵ Adviezen waarvan onduidelijk is hoe deze tot stand zijn gekomen en waarbij de kritiek is dat onvoldoende rekening wordt gehouden met de concrete (markt)omstandigheden van het geval.²⁶

Roeit men niet heilloos tegen de stroom in om dit te willen veranderen? Als een pensioenfonds aandelen houdt met als enkel doel het behalen van de gunstigste beleggingsresultaten voor zijn deelnemers, is het dan redelijk en realistisch het fonds te belasten met allerhande governance-gerelateerde issues? Ik voel meer voor keuzevrijheid, en daaraan verwant, aandeelhouderdiversiteit. Ik teken daarbij direct aan dat het geen loterij zonder nieten kan zijn: van een aandeelhouder die zich actief met het beleid bemoeit, mag ook meer worden verwacht. In de woorden van Biesheuvel, Bootsma en Vletter: 'Indien aandeelhouders gebruikmaken van de aan hen toegekende rechten, brengt dit verantwoordelijkheden met zich mee.'²⁷

Terug naar het stemrecht voor de AV ten aanzien van het beloningsverslag. Los van de meer algemene bezwaren, is er in mijn ogen ook geen sprake van een beleidsmatige aangelegenheid die op het pad van de AV dient te liggen. De AV zet met het beloningsbeleid de kaders, en de RvC zou over de concrete invulling moeten gaan. De wijze waarop in het verleden wel door de AV in beloningsdossiers is gestemd leidt ook niet direct tot de conclusie dat het opeens anders zou moeten: zo bleek de kritiek van aandeelhouders op het beloningsbeleid bij Randstad Holding en Heineken vooral te zijn ingegeven door eigenbelang, namelijk de voorgenomen schrapping van dividenduitkeringen.²⁸ De verwachting bestaat bovendien dat het afkeuren van het beloningsverslag in voorkomende gevallen gebruikt zal worden om een statement te maken richting het bestuur, net zoals we bij het verlenen van decharge wel zien.²⁹ Ik heb sterke twijfels of dit de richting is die we op zouden moeten gaan.

Ik zou de zeggenschap over het toekennen van individuele bestuurdersbeloningen exclusief bij de RvC willen leggen. Ik heb in dit opzicht meer vertrouwen in de RvC dan in de AV: niet alleen dient de RvC bij de toekenning het belang van de vennootschap tot doel te nemen, maar dit past ook bij de werkgeversrol in beloningszaken die hij de laatste jaren steeds explicieter inneemt.³⁰ De taakstelling van de RvC in het beloningsdossier lijkt overigens alleen maar intensiever te worden. De laatste jaren is een verschuiving zichtbaar van financiële maatstaven naar duurzaamheidscriteria, die moeilijker meetbaar zijn.³¹ Dit veronderstelt meer discretionaire ruimte voor de RvC bij de toekenning van beloningen. Daar komt bij dat ik verwacht dat men in tijd de switch zal maken van 'harde' prestatiecriteria naar 'softe' gezichtspunten (zoals onder 3 geschetst). Ook dit duidt op een actievere rol voor de RvC. Een en ander brengt met zich mee dat de trend van professionalisering van de RvC aanmoediging verdient.

5. Conclusie

Recent is een drietal beloningsinitiatieven gelanceerd die enerzijds meer transparantie ten opzichte van bestuurdersbeloningen beogen en anderzijds toegenomen invloed tot gevolg hebben van AV en OR op (de hoogte van) deze beloningen. Ik zie met name toegevoegde waarde in de Europese standaardisering van informatie – en publicatievoorschriften rondom beloningen, ofschoon een gemiste kans is dat een kritische beschouwing over de wenselijkheid van de koppeling tussen vooraf vastgestelde prestatiecriteria en beloningen achterwege is gebleven.

Ik ben daarentegen kritisch over de neiging om in (paniek) reactie op de tekortkomingen die zijn geconstateerd in het beloningsbeleid van ondernemingen, de zeggenschap over (bestuurders)beloningen bij meer actoren onder te willen brengen, zowel in nationaal (de OR) als in EU-verband (de AV). De gedane voorstellen getuigen van weinig visie omtrent de stand en richting van de corporate governance in Nederland, en leiden in mijn optiek hoogstens tot lastenverzwaring en stroperigheid.

Binnen het shareholdermodel is actieve en verantwoordelijke betrokkenheid van aandeelhouders ('shareholder engagement') wellicht een absolute *must*, maar ik zie deze noodzaak niet direct terug in het Nederlandse stakeholdermodel.³² Dit hangt samen met de positie van de RvC als poortwachter van goed ondernemingsbestuur en de onafhankelijke werkgeversrol die deze inneemt bij de toekenning van bestuurdersbeloningen. Het belang van de aandeelhouders is in mijn ogen voldoende gewaarborgd bij de bevoegdheid het beloningsbeleid vast te stellen en, als ultieme noodgreep, het recht om de RvC collectief heen te zenden.

-
25. Zie R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene veergaderingen 2011', *Ondernemingsrecht* 2011/74. Zie ook het interview met J.L. Burggraaf, in: 'Stemadvies weegt te zwaar', *Het Financieel Dagblad*, 6 februari 2012, te vinden op: www.fd.nl.
 26. Zie de voorstellen inzake volmachtadviseurs, in: EC Richtlijnvoorstel bevorderen aandeelhoudersbetrokkenheid COM (2014) 213 final.
 27. J. Biesheuvel-Hoitinga, A.A. Bootsma & H.M. Vletter - van Dort, 'De relatie tussen de raad van commissarissen en aandeelhouders(vergadering) bij beursvennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2012/29.
 28. Zie M. Holtzer, 'Standpuntbepaling van werknemers over het bezoldigingsbeleid: speak now or forever remain silent', *Tijdschrift Recht en Arbeid*, 2012/15.
 29. Corporate Update NautaDutilh, 'Voorstel EU: versterking engagement aandeelhouders bij beursvennootschappen', 24 april 2014, te vinden op: www.nautadutilh.com.
 30. Bijvoorbeeld op grond van de CGC of de Regeling beheerst beloningsbeleid Wft (art.6).
 31. R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene veergaderingen 2011', *Ondernemingsrecht* 2011/74.
 32. In gelijke zin J. Streppel, die het heeft het over het verstoren van het evenwicht binnen de 'driehoek', 'Interview Jos Streppel, Commissie Streppel 2009-2013', in: Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Overzicht Corporate Governance in Nederland 2003-20013*, p. 120.