



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Het belonen van commissarissen in aandelen: alignment versus onafhankelijkheid?

Dijkhuizen, T.C.A.

Citation

Dijkhuizen, T. C. A. (2016). Het belonen van commissarissen in aandelen: alignment versus onafhankelijkheid? *Onderneming En Financiering*, 24(3), 24-35.

doi:10.5553/OenF/157012472016024003004

Version: Publisher's Version

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/45298>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Het belonen van commissarissen in aandelen: alignment versus onafhankelijkheid?

T.C.A. Dijkhuizen

1 Inleiding

In een tijdsgewricht waarin de aan bestuurders van Nederlandse beursvennootschappen toegekende beloningen steeds breed worden uitgemeten in de landelijke media¹ en publieke ophef² tot gevolg hebben, is het evident dat de beloningsstructuur van deze vennootschappen als onderwerp terug zou komen in het consultatievoorstel tot herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: het herzieningsvoorstel). De Monitoring Commissie Corporate Governance Code – veelal aangeduid als de Commissie-Van Manen als verwijzing naar haar voorzitter – heeft het beloningsbeleid dan ook als thema opgenomen in het herzieningsvoorstel. Zij ziet hier reden toe nu de monitoringsrapporten over de afgelopen boekjaren aantonen dat de best practice bepalingen uit de huidige Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: de huidige Code) die betrekking hebben op het beloningsbeleid tot de meest niet nageleefde of vaakst uitgelegde bepalingen behoren.³ Deze principes en best practice bepalingen, in de regel reeds opgenomen in de Code Tabaksblat van 2003,⁴ zijn bij de herziening in 2008 veelal gedetailleerd aangevuld om op die wijze een grotere eenvoud en meer uniformiteit in de verantwoording over beloningen te realiseren.⁵ De commissie constateert, mede op basis van monitoringsrapporten, dat nu deze doelen niet behaald zijn, de tijd rijp is voor een andere ‘strategie’. In het herzieningsvoorstel stelt zij dan ook voor af te stappen van gedetailleerde bepalingen betreffende beloning en de hier bedoelde principes en best practice bepalingen ‘terug te brengen naar de

- 1 Zie voor een recent voorbeeld de aandacht voor het beloningsbeleid van Shell en in het bijzonder de publieke ophef over de toegekende beloning aan bestuursvoorzitter van Beurden van deze beursvennootschap. Zie onder andere Het Financieele Dagblad, ‘Verzet tegen bonus topman Shell’, 18 mei 2016, p. 14; Het Financieele Dagblad, VEB stemt tegen bonussen voor Shell-top’, 23 mei 2016, beschikbaar op <<http://fd.nl/economie-politiek/1152774/veb-stemt-op-aandeelhoudersvergadering-tegen-shell-bonus>>.
- 2 Grapperhaus spreekt in deze context van een ‘maatschappelijke overgevoeligheid’ en een ‘maatschappelijke hetze’. F.B.J. Grapperhaus, ‘Naar een verantwoorde beloningscultuur’, *Ondernemingsrecht* 2016/54, p. 251. De Monitoring Commissie Corporate Governance Code houdt het in dit kader bij ‘maatschappelijke gevoeligheid’. Zie Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code. Voorstel tot herziening*, 11 februari 2016, beschikbaar op <<http://www.commissiecorporategovernance.nl/download/?id=2786>>, p. 41.
- 3 Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2016, p. 41. De commissie verwijst hierbij, onder noot 18, onder meer naar het rapport Monitoring Boekjaar 2014 waaruit blijkt dat een van de vaakst niet-nageleefde bepalingen in de afgelopen jaren best practice bepaling II.2.13 betreffende het overzicht van het bezoldigingsbeleid is. De bepaling betreffende de maximale vertrekvergoeding, best practice bepaling II.2.8, wordt dan weer het vaakst uitgelegd.
- 4 Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2016, p. 41.
- 5 Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2016, p. 41.

kern', namelijk (i) een eenvoudig en transparant beloningsbeleid dat lange termijn waardecreatie stimuleert;⁶ (ii) het maken van de juiste afwegingen bij het vaststellen van de hoogte van beloningen; en (iii) heldere en inzichtelijke verantwoording over beloningen.⁷ In deze bijdrage staan zowel de in de huidige Code opgenomen als de door de commissie voorgestelde principes en best practice bepalingen gericht op het beloningsbeleid centraal. Eerst zullen de principes en beste practices bepalingen over de beloning in de huidige Code worden besproken. Hierna worden de voorgestelde principes en best practice bepalingen over de beloning besproken, waarbij in het bijzonder aandacht is voor het voorstel om het mogelijk te maken commissarissen in aandelen te belonen. Ten slotte komt ik tot een afronding.

2 Het beloningsbeleid van beursvennootschappen in de Code

De bestuurdersbeloning is van oudsher onderdeel van het bredere corporate governance-debat in Nederland. Dit blijkt onder meer uit het tussenrapport⁸ van de Commissie Corporate Governance⁹ – ook wel aangeduid als de Commissie-Peters als verwijzing naar haar voorzitter – waarin door de commissie onder meer ingegaan wordt op de honorering van de commissaris en de bezoldiging van bestuurders. Zo wordt in dit tussenrapport onder meer aanbevolen dat de honorering van commissarissen niet afhankelijk zou moeten zijn van de resultaten van de vennootschappen en derhalve het toekennen van optierechten aan de commissarissen niet wenselijk is. De commissaris kan evenwel wel aandeelhouder zijn of worden, maar de investering dient dan gericht zijn op lange termijn belegging en

6 Deze kerngedachte is overigens in dezelfde bewoordingen reeds terug te vinden in de preambule van de huidige Code. Hierin is, onder punt 12, dat het beloningsbeleid uiteindelijk ertoe dient te leiden 'dat het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming wordt gediend, dat wil zeggen gericht is op de lange termijn waardecreatie [cursivering; TCAD].' Zie Monitoring Commissie Corporate Governance Code, De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen, 10 december 2008, <<http://commissiecorporategovernance.nl/download/?id=609>>, preambule 12. Zie eveneens B.J. Schoordijk, 'De bonus in malus – variabele beloning en corporate governance': in M.J.G.C. Raaijmakers e.a., En na de crisis? - Nederlands Genootschap van Bedrijfsjuristen 1930-2010, Deventer: Kluwer: 2010, p. 271-272.

7 Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2016, p. 41.

8 De Commissie Corporate Governance, Corporate Governance in Nederland. Een aanzet tot verandering en een uitnodiging tot discussie, Amsterdam: Secretariaat Corporate Governance 1996.

9 Deze commissie wordt, als uitvloeisel van het bredere corporate governance-debat dat ontstaat in de jaren tachtig en negentig in Nederland, op 9 april 1996 geïnstalleerd en krijgt de taakopdracht te onderzoeken of de dan bestaande verhoudingen tussen de organen binnen de Nederlandse beursvennootschappen houdbaar zijn tegen de achtergrond van de voortgaande internationalisering van de Nederlandse economie en de vergrote internationale aandacht voor de rol, de positie en de invloed van de aandeelhouder. Zie De Commissie Corporate Governance 1996, p. 9. Zie ook T.C.A. Dijkhuizen, 'Het agenderingsrecht: toetssteen voor de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen?', in: M. Holtzer, D.A.M.H.W. Strik & D.J. Oranje (red.), Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2016 (Serie vanwege van het Van der Heijden Instituut, deel 134), Deventer: Kluwer 2016, p. 180.

T.C.A. Dijkhuizen

niet op korte termijn winst.¹⁰ De bestuurder zou daarentegen onder meer door een optieplan aandeelhouder moeten zijn of worden van de vennootschap.¹¹ Deze aanbevelingen maken ook deel uit van ‘de veertig aanbevelingen’ van de Commissie Peters.¹² De gebrekkige naleving van deze aanbevelingen was, naast de toeneemende aandacht voor corporate governance, de boekhoudschandalen zowel in de Verenigde Staten als in Europa en het verschijnen van het rapport van Groep Winter,¹³ aanleiding voor instelling van een nieuwe Commissie Corporate Governance – veelal aangeduid als de Commissie-Tabaksblat als verwijzing naar haar voorzitter – die de opdracht krijgt een hernieuwde ‘code of best practice’ op het terrein van corporate governance voor beursgenoteerde vennootschappen op te stellen.

Deze commissie publiceerde daartoe op 9 december 2003 de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: de Code Tabaksblat) waarin eveneens beloningsprincipes en best practice bepalingen zijn opgenomen. De nadruk in de Code Tabaksblat lag wat de beloning betreft sterk op openbaarmakingsverplichtingen¹⁴ welke goeddeels overeenkwamen met de dan recent in werking getreden Wet openbaarmaking van de bezoldiging en het aandelenbezit van bestuurders.¹⁵ Een belangrijke aanvulling op de dan bestaande wetgeving inzake openbaarmaking was de introductie van het remuneratierapport.¹⁶ In dit rapport diende het beloningsbeleid dat in het komende boekjaar en de daaropvolgende jaren zou worden gevoerd alsmede van de wijze waarop het beloningsbeleid het afgelopen jaar in de praktijk is gebracht, te worden weergegeven.¹⁷ De Code Tabaksblat schreef ook de instelling van een remuneratiecommissie voor indien de raad van commissarissen uit meer dan vier leden bestond.¹⁸ Deze commissie kreeg onder meer de taak om het remuneratierapport op te stellen en om voorstellen te doen voor zowel het beloningsbeleid als de individuele beloning van bestuurders.¹⁹ De Code Tabaks-

10 Aanbeveling 2.13 respectievelijk aanbeveling 2.12.

11 Aanbeveling 4.5. Hier geldt eveneens dat het aandeelhoudersbezit het oogmerk moet hebben om als lange termijn belegging te dienen en niet gericht moet zijn op korte termijn winst.

12 Commissie Corporate Governance, Corporate Governance in Nederland. De Veertig Aanbevelingen, 25 juni 1997, <<http://commissiecorporategovernance.nl/commissie-peters>>.

13 Commissie Corporate Governance 2003, p. 66. Vgl. T.C.A. Dijkhuizen, ‘Het beloningsbeleid van financiële ondernemingen: van een governancevraagstuk naar een *bonus cap* (1)’, TvOB 2014, 4, p. 111.

14 Dit is onder meer terug te zien in zowel Principe II.2, tweede deel (ten aanzien van bestuurders) en Principe III.7 (ten aanzien van commissarissen). Deze principes hielden *grosso modo* in dat de toelichting op de jaarrekening in ieder geval de door de wet voorgeschreven informatie over de hoogte en structuur van de bezoldiging van individuele bestuurders respectievelijk commissarissen diende te bevatten.

15 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. Deze wet trad op 1 september 2002 in werking. Zie Stb. 2002, 422.

16 Zie C. de Groot, ‘Bezoldiging van bestuurders van naamloze vennootschappen, Ondernemingsrecht 2005/14, p. 466.

17 Best practice bepaling II.2.9.

18 Principe III.5.

19 Best practice bepaling II.5.10.

blat voorzag bovendien in bepalingen betreffende de hoogte en samenstelling van beloning voor de bestuurders en commissarissen. De beloningsstructuur voor bestuurders diende vooraleerst de belangen van de vennootschap op middellange en lange termijn te bevorderen. Indien de beloning bestond uit zowel een vaste als een variabele component, diende het laatstgenoemde component te zijn gekoppeld aan vooraf bepaalde, meetbare en beïnvloedbare doelen, die deels op korte termijn en deels op lange termijn dienden te worden gerealiseerd.²⁰ Ten aanzien van de bezoldiging van de commissaris werd voorgeschreven dat deze niet afhankelijk mocht zijn van de resultaten van de vennootschap en dat aan de commissaris geen aandelen en/of rechten op aandelen bij wijze van bezoldiging mochten worden toegekend. Indien een commissaris aandelen houdt in de vennootschap, is dit ter bevestiging op de lange termijn.²¹ Ten slotte beoogde de Commissie Tabaksblat de positie van de aandeelhouders ten aanzien van het beloningsbeleid te versterken, nu de code voorschreef dat (belangrijke wijzigingen in) regelingen die bestuurders belonen in aandelen en/of rechten op aandelen ter goedkeuring aan de algemene vergadering van aandeelhouders moest worden voorgelegd.²²

Na de totstandkoming van de Code Tabaksblat deden zich zodanige nieuwe ontwikkelingen voor dat de schragende partijen in het voorjaar van 2008 de Monitoring Commissie Corporate Governance - veelal aangeduid als de Commissie-Frijns als verwijzing naar haar voorzitter - verzocht de Code te actualiseren.²³ In het conceptvoorstel van de herziene Code, dat werd gepubliceerd in juni 2008, was reeds sprake van enige wijzigingen ten aanzien van de principes en best practice bepalingen gericht op het beloningsbeleid. De kredietcrisis leidde ertoe dat de beloning een nog prominentere rol zou spelen in de definitieve herziene Code, die gepubliceerd werd op 10 december 2008 en in werking trad vanaf het boekjaar beginnend of na 1 januari 2009.²⁴ De herziening voorzag veelal in aanvullingen op de bestaande principes en bepalingen die waren gericht op de structuur van het beloningsbeleid, nu deze beloningsstructuren, die niet overeenkwamen met een gezond risicomanagement, wellicht hadden bijgedragen aan de financiële cri-

20 Principe II.2, eerste deel. Het variabele deel diende de binding (*alignment*) van de bestuurder aan de vennootschap en haar doelstellingen te versterken. Zie Raaijmakers en Overkleef 2009, p. 88.

21 Principe III.7, best practice bepaling III.7.1 respectievelijk best practice bepaling III.7.2.

22 Principe II.2, tweede deel. De commissie anticipeerde hier in op de op handen zijnde wijziging van art. 2:135 BW door de inwerkingtreding van een wet tot wijziging van de structuurregeling. Deze wet, 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, trad op 1 oktober 2004 in werking. Zie Stb. 2004, 405

23 Zie de verantwoording van de Commissie Frijns bij de herziene Code. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen, 10 december 2008, <<http://commissiecorporategovernance.nl/download/?id=609>>, p. 47 e.v.

24 Raaijmakers en Overkleef wijzen onder meer op de opname van preambule 12 die specifiek ingaat op het beloningsbeleid. Daarnaast komt uit de verantwoording van de Commissie Frijns hetzelfde beeld naar voren. Zie Raaijmakers en Overkleef 2009, p. 89 respectievelijk Monitoring Commissie Corporate Governance Code, De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen, 10 december 2008, <<http://commissiecorporategovernance.nl/download/?id=609>>, p. 60.

T.C.A. Dijkhuizen

sis.²⁵ De Commissie Frijns formuleerde hieromtrent dan ook een aantal concrete maatstaven ten behoeve van de vaststelling van de structuur en de hoogte van de beloning. Principe II.2, eerste deel schreef bijvoorbeeld voor dat het variabele deel van de beloning *passend* moest zijn ten opzichte van het vaste deel.²⁶ Daarnaast dienden deze variabele beloningen te worden gekoppeld aan doelstellingen die overwegend een langetermijnkarakter hadden.²⁷ De beloningsstructuur moest voorts niet aanzetten tot het nemen van risico's die niet pasten binnen de vastgestelde strategie.²⁸ Bovendien werd onder meer voorzien in een *claw back* bevoegdheid voor de raad van commissarissen ten opzichte van variabele beloningen die waren toegekend aan een bestuurder op basis van onjuiste financiële gegevens.²⁹ De herziene Code betrof aldus voornamelijk aanvullingen die zagen op de structuur van het beloningsbeleid en de hoogte van toegekende beloningen, zonder de principes en best practice bepalingen drastisch te wijzigen.

3 Het beloningsbeleid in het herzieningsvoorstel

De Commissie van Manen heeft, zoals hierboven gesteld, in het herzieningsvoorstel geconcludeerd dat de in de huidige Code opgenomen principes en bepalingen hun doelen niet hebben bereikt. Om die reden stelt zij voor deze principes en bepalingen terug te brengen naar de kern, te weten (i) een eenvoudig en transparant beloningsbeleid dat lange termijn waardecreatie stimuleert; (ii) het maken van de juiste afwegingen bij het vaststellen van de hoogte van beloningen; en (iii) heldere en inzichtelijke verantwoording over beloningen. De commissie tracht deze doelen te bereiken door enkele principes aan te passen en nieuwe best practice bepalingen op te nemen.

De commissie stelt allereerst voor om in een principe, Principe 3.1,³⁰ op te nemen dat het beloningsbeleid eenvoudig en transparant dient te worden vormgegeven. Voorts dient het beloningsbeleid lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming te stimuleren. Het beloningsbeleid dient zodanig opgesteld te zijn dat het bestuurders niet aanzet tot het nemen van

25 Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2008, p. 50 respectievelijk 53.

26 Dit principe moest tot gevolg hebben dat de commissarissen de totale beloning kritisch tegen het licht zouden houden en het principe zou daarmee een drukkend effect moeten hebben op de toekenning van beloningen die overwegend uit variabele componenten zouden bestaan. Zie Raaijmakers en Overkleef 2009, p. 90.

27 Dit was in tegenstelling tot hetgeen hieromtrent was opgenomen in de Code Tabaksblat. Die sprak immers ook over doelstellingen die deels op de korte termijn zouden moeten worden behaald. Vgl. T.C.A. Dijkhuizen 2014, p. 114 en de onder noot 97 aangehaalde literatuur.

28 Principe II.2, eerste deel.

29 Respectievelijk best practice bepaling II.2.10 en II.2.11. Zie verder onder meer Raaijmakers en Overkleef 2009, p. 90; Schoordijk 2010, p. 276, 279; R.P.J. ter Haseborg, 'De Corporate Governance Code 2008 en grip op het bestuurdersinkomen', TRA 2009/24, p. 16.

30 Hierbij dient men in ogenschouw te nemen dat de Commissie ook voorstelt de indeling van de Code aan te passen van een functionele indeling naar een thematische indeling. Dit heeft effect op de volgorde van bestaande principes. Zie Monitoring Commissie Corporate Governance 2016, p. 4.

risico's die strijdig zijn met de *risk appetite* en de strategie van de vennootschap.³¹ De raad van commissarissen moet bij de vaststelling van het beloningsbeleid verder aandacht hebben voor de interne beloningsverhoudingen, de verhouding tussen korte en lange termijn bonussen ten opzichte van de vaste beloning, de ontwikkeling van de beurskoers van de aandelen, de realisatie van vooraf gestelde doelstellingen en hoe deze doelstellingen zich verhouden tot de ontwikkelingen op de markt.³² De commissie introduceert vervolgens een best practice bepaling, best practice bepaling 3.1.3, betreffende de beloning van het executive committee. De Commissie constateert dat in enkele andere jurisdicties de corporate governance codes bepalingen bevatten die zien op een rol voor de remuneratiecommissie in de beloning van de leden van het executive committee. Nu bij de helft van de beursvennootschappen een dergelijk committee is ingesteld, meent de commissie hieromtrent ook een bepaling te moeten opnemen in de Code. De commissie is de mening toegedaan dat de raad van commissarissen, in het bijzonder de remuneratiecommissie, een rol zou kunnen spelen bij de beloning van de leden van de executive committee, maar dat hieromtrent duidelijke afstemming plaatsvindt tussen de raad van commissarissen en het bestuur en dat afspraken hierover worden vastgelegd in de reglementen van de remuneratiecommissie. De commissie introduceert eveneens een best practice bepaling over het gebruik van de *claw back* bevoegdheid van de raad van commissarissen. De raad van commissarissen dienen in het beloningsbeleid parameters te specificeren op grond waarvan de beursvennootschap beloningen kan terugvorderen of aanpassen.³³ Daarenboven stelt de commissie voor de visie van de bestuurder met betrekking tot de eigen beloning te betrekken bij de formulering van een voorstel voor de hoogte en structuur van de bestuurdersbeloning.³⁴ De commissie verwacht hiermee de betrokkenheid van de bestuurder bij zijn beloning te vergroten. Ook zullen bestuurders bij het geven van deze visie zich rekenschap geven van de elementen die een rol spelen bij de vaststelling van het beloningsbeleid.³⁵ Een belangrijke, zo niet de belangrijkste op het gebied van beloningen, noviteit in het voorstel is de introductie van de mogelijkheid tot het belonen van commissarissen in aandelen. Het introduceren van deze mogelijkheid is een duidelijke trendbreuk met het verleden. Iedere Commissie Corporate Governance of Monitoring Commissie heeft zich tot dusver 'uitgelaten' over dit onderwerp en telkens werd herhaald dat de beloning van de commissaris onafhankelijk zou moeten zijn van de prestaties van de vennootschap. De Commissie wijst evenwel op een tegenstrijdigheid in de Code, nu deze in best practice bepaling III.7.1 voorschrijft dat de commissarissen niet in aandelen mogen worden beloond, maar in de daarop volgende bepaling het bezit van aandelen in de vennootschap toestaat, zolang de investering een lange termijn belegging tot doel heeft. De Commissie ziet hierin grond voor de mogelijkheid om commissarissen in aandelen te belonen

31 Zie Monitoring Commissie Corporate Governance 2016, p. 42.

32 Best practice bepaling 3.1.2.

33 Best practice bepaling 3.1.4.

34 Best practice bepaling 3.2.2.

35 Zie Monitoring Commissie Corporate Governance 2016, p. 43.

en stelt voor de Code overeenkomstig te wijzigen, vooral nu in de praktijk behoefte bestaat aan die mogelijkheid en codes van andere landen ook in dezelfde mogelijkheid voorzien.³⁶ Wel verbindt zij duidelijke voorwaarden aan een dergelijke beloning van commissarissen.

De mogelijkheid tot het belonen van commissarissen in aandelen wordt op de volgende wijze geïntroduceerd. In principe 3.3 wordt opgenomen dat de raad van commissarissen zelf een eenvoudig en transparant voorstel doet aan de algemene vergadering voor een passende eigen beloning, die een adequate uitoefening van de functie stimuleert en niet direct afhankelijk is van de resultaten van de vennootschap. Vervolgens schrijft best practice bepaling 3.3.1 voor dat deze beloning de tijdsbesteding en de verantwoordelijkheden van de functie reflecteert.³⁷ Daarop introduceert best practice bepaling 3.3.2 de voornoemde voorwaarden die verbonden zijn aan de beloning in aandelen. De commissarissen kunnen op zodanige wijze worden beloond indien (i) de aandelen en/of rechten daarop worden aangehouden tot minimaal twee jaar na het einde van de benoemingstermijn; (ii) de waarde van de aandelen op het moment van toekenning niet meer dan de helft is van de totale beloning; en (iii) de aandelen en/of rechten daarop volledig in eigendom blijven van de commissaris tot minimaal twee jaar na het einde van de benoemingstermijn. Deze voorwaarden beogen te voorkomen dat de commissaris zich te veel gaat richten op de korte termijn en de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de belangen van alle bij de vennootschap betrokken *stakeholders* uit het oog verliest.³⁸ Dezelfde voorwaarden lijken de commissaris te binden aan de (doelstellingen van de) vennootschap door hem te verplichten de aandelen aan te houden tot minimaal twee jaar na het einde van zijn benoeming. Dit roept evenwel de vragen op in hoeverre zulks een binding (*alignment*) tussen het belang van de vennootschap en het eigen belang van de commissaris wenselijk is nu de commissaris zijn taak onafhankelijk dient uit te oefenen en in hoeverre gewaakt dient te worden voor een vereenzelviging van het eigen belang van de commissaris met dat van de aandeelhouders.

De mogelijkheid tot het belonen van niet-uitvoerende bestuurders in aandelen is in het Verenigd Koninkrijk reeds opgenomen in de corporate governance code. Best practice bepaling D.1.3 schrijft voor dat de beloning voor niet-uitvoerende bestuurders in beginsel niet mag bestaan uit (aandelen)opties of andere instrumenten die gerelateerd zijn aan de resultaten van de onderneming. Indien, in uitzonderlijke gevallen, alsnog is overgegaan tot belonen van niet-uitvoerende bestuurders in aandelen, dan dienen de aandeelhouders hiervoor voorafgaand goedkeuring te hebben verleend en dienen de niet-uitvoerende bestuurders de verworven aandelen aan te houden tot minimaal een jaar na het einde van hun benoemingstermijn.³⁹ Dezelfde corporate governance code schrijft voor dat het

36 Zie Monitoring Commissie Corporate Governance 2016, p. 43.

37 Best practice bepaling 3.3.1.

38 H.M. Vletter-van Dort, 'Commissarissenbeloning in de concept-Code: volledige *alignment*?', *Ondernemingsrecht* 2016/22, p. 101.

39 Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code*, september 2014, beschikbaar op <<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>>, best practice bepaling D.1.3. Zie ook Vletter-van Dort 2016, p. 101.

bestuur van de vennootschap vaststelt welke niet-uitvoerende bestuurders het als onafhankelijk beschouwt. Bij een dergelijke vaststelling is het houden van een belang in de vennootschap door een niet-uitvoerende bestuurder relevant.⁴⁰

4 Het belonen van onafhankelijke commissarissen in aandelen of opties

De beloning van bestuurders en – in mindere mate – commissarissen heeft al een geruime tijd een centrale plaats binnen het corporate governance-debat. De beloning wordt gezien als een ‘mechanisme’ om het belangenconflict tussen enerzijds bestuurders en anderzijds aandeelhouders te beslechten. Een juiste vormgeving van het beloningsbeleid kan ervoor zorgen dat een bestuurder de (financiële) prikkels krijgt om op een wijze te handelen die de aandeelhouderswaarde doet toenemen en aldus zijn taak uitoefent in het belang van de aandeelhouders.⁴¹ Een beloningsstructuur waar de nadruk ligt op variabele beloningscomponent, in de vorm van aandelen en/of rechten daarop, *aligned* de belangen van de bestuurder en de aandeelhouder in de zin dat beiden gebaat zijn bij een zo hoog mogelijke beurswaarde. Het is echter de vraag in hoeverre de variabele beloning zich verhoudt tot de onafhankelijke taakuitoefening van commissarissen binnen de beursgenoteerde vennootschap.

Sinds de inwerkingtreding van het structuurregime in 1971⁴² hebben commissarissen in een beursgenoteerde vennootschap, op grond van het huidige art. 2:140 lid 2 BW, zowel de taak toezicht te houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming als het met raad terzijde staan van het bestuur. Bij de vervulling van deze taak dienen de commissarissen zich te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Uit de memorie van toelichting blijkt dat toentertijd voor deze formulering is gekozen omdat het aansloot bij de overtuiging, mede in de geest van de dan geldende jurisprudentie,⁴³ ‘dat het gemeenschappelijk belang van de bij vennootschap en onderneming betrokkenen bij commissarissen zwaarder moet wegen dan wel groeps- of particulier belang dan ook (...) De bedoeling is juist te doen uitkomen dat de commissarissen het belang van het geheel behartigen’.⁴⁴ Kortom, de commissaris dient onafhankelijk van bij de vennootschap betrokken deelbelangen te functioneren.⁴⁵ De wenselijkheid van een onafhankelijke commissaris ligt vooral besloten in de gedachte dat deze commissaris als onafhankelijke partij geen persoonlijk belang heeft bij de

40 Best practice bepaling D.1.3 van de UK Corporate Governance Code.

41 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

42 Wet houdende wijziging van het Wetboek van Koophandel (Voorzieningen met betrekking tot de structuur der naamloze en besloten vennootschap) van 6 mei 1971, Stb. 1971, 289.

43 HR 1 april 1949, NJ 1949/465, m.nt. Ph.A.N. Houwing (*Doetinchemse IJzergieterij*)

44 Kamerstukken II 1969/70, 10751, nr. 3, p. 12 e.v. (MvT). Zie ook M.J. Kroeze, ‘Onafhankelijkheid van commissarissen’, *Ondernemingsrecht* 2005/8, p. 272.

45 Vgl. Commissie Corporate Governance, 1996, p. 11; Kroeze 2005, p. 272.

T.C.A. Dijkhuizen

uitkomst van besluitvorming en om die reden slechts op ethische en ‘reputationele’ gronden⁴⁶ en in het belang van de vennootschap handelt.⁴⁷ De notie van onafhankelijkheid is, bij het gebrek aan een wettelijke bepaling in boek 2 BW in dezen,⁴⁸ (pas) bij de inwerkingtreding van de Code Tabaksblat van invulling voorzien door de opname van criteria voor de vaststelling of een commissaris als onafhankelijk kan worden bestempeld. Best practice bepaling III.2.2 stelt ‘negatieve’ criteria op met betrekking tot deze onafhankelijkheid in de zin dat indien de commissaris voldoet aan één van de gestelde criteria, hij niet als onafhankelijk dient te gelden. De huidige Code voorziet in een best practice bepaling waarin wordt voorgeschreven dat in de raad van commissarissen van een beursvennootschap slechts één afhankelijke commissaris zitting kan nemen. Een commissaris is niet onafhankelijk als hij bijvoorbeeld een aandelenpakket van ten minste 10% in de vennootschap houdt.⁴⁹ Het is hierbij het vermelden waard dat het herzieningsvoorstel wat het laatste betreft aanzienlijke verruiming voorstelt. Hierin wordt voorgesteld dat tot minder dan de helft van het aantal commissarissen een aandelenbelang van 10% of meer in de vennootschap mag houden, hoewel dit niet geldt voor de voorzitter van de raad van commissarissen.⁵⁰

De vraag rijst aldus of met het belonen van commissarissen in de vorm een variabele beloning de onafhankelijkheid van deze commissarissen in het geding komt. Vletter-van Dort, lid van de Commissie van Manen, stelt hiervoor niet bevreesd te zijn en betoogt dat het voorstel voornamelijk de gesignaleerde inconsistentie tussen het enerzijds toestaan van het houden van aandelen in de vennootschap door de commissarissen en het belonen van dezelfde commissarissen in aandelen, opheft. Dit heeft, in haar optiek, ‘als mooi neveneffect dat de regelingen omtrent het houden en krijgen van aandelen door commissarissen met elkaar in lijn zijn: *alignment* in vorm en inhoud’. De in de raad en vennootschap aanwezige *checks and balances* dienen te voorkomen dat de commissaris zijn eigen belang laat prevaleren boven de belangen van de andere stakeholders, ongeacht het eventuele belang van dezelfde commissaris in de vennootschap en de wijze van verkrijging van dat belang.⁵¹ Kemperink is kritischer en meent dat de wijze waarop de Commissie van Manen voorstelt de door haar voorgestelde inconsistentie op te heffen, ‘juist leidt tot een (verdere) vereenzelviging van het belang van de commissaris met dat van de aandeelhouder’, nu onder het herzieningsvoorstel geldt dat tot minder dan helft van het aantal commissarissen een belang van 10% of meer in

46 L. Enriques, H. Hansmann & R. Kraakman, ‘The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies’, in: R. Kraakman e.a., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford: Oxford University Press 2009, p. 94.

47 M.J. van Ginneken, ‘De onafhankelijke commissaris’, *Ondernemingsrecht* 2012/134, p. 721.

48 Kroeze 2005, p. 273.

49 Best practice bepaling III.2.2 sub e.

50 Best practice bepaling 2.1.7 jo. 2.1.6 respectievelijk 2.1.9. Zie ook G.N.H. Kemperink, ‘Reactie bij Hélène M. Vletter-van Dort, ‘Commissarissenbeloning in de concept-Code: volledige alignment?’’, *Ondernemingsrecht* 2016/22’, *Ondernemingsrecht* 2016/50, p. 244.

51 Vletter-van Dort 2016, p. 102.

de vennootschap mag houden en de commissarissen voorts maximaal de helft van hun beloning in aandelen of rechten daarop mogen ontvangen.⁵²

De vraag of het variabel belonen van commissarissen conflicteert met de onafhankelijkheid van deze commissaris is mijns inziens niet zonder nuancering te beantwoorden. Vooraleerst betreft het de vraag of de commissaris met een (te groot) aandelenbezit, al dan niet verkregen in ruil voor het uitoefenen van zijn functie, daadwerkelijk als afhankelijker dient te gelden dan de commissaris zonder enig aandelenbezit in de vennootschap. Raaijmakers beschreef eerder al dat de in de Code opgenomen onafhankelijkheidscriteria slechts een 'papieren onafhankelijkheid' (*ex ante*) construeren die nadien allerminst waarborgt dat de betrokken onafhankelijke commissaris zich daadwerkelijk onafhankelijk en kritisch blijft opstellen ten opzichte van het bestuur van de vennootschap.⁵³ De commissie lijkt in het herzieningsvoorstel al enigszins een schot voor de boeg te nemen op de beantwoording van deze vraag door in ieder geval de regels rond aandelenbezit te verruimen. Ook betoogt Vletter-van Dort dat de commissaris door de aankoop van aandelen op de beurs aanzienlijk meer betrokken is bij de ontwikkeling van de koerswaarde van dit pakket dan wanneer hij '(slechts) op termijn uitzicht heeft op een pakket aandelen als onderdeel van zijn beloning.' Het valt niet uit te sluiten dat de commissaris met een zelf verworven aandelenbelang meer gericht zal zijn op de koerswaarde, maar het is evenwel onwaarschijnlijk dat een commissaris (een deel van) dit belang tijdens zijn benoemingstermijn zal vervreemden, nu de commissaris een dergelijke verkoop, op grond van art. 5:48 lid 6 Wft, zal moeten melden bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en deze melding wordt opgenomen in het Register bestuurders en commissarissen van de AFM. Zulks een verkoop door een bij de vennootschap betrokken commissaris zal immers een verkeerd signaal afgeven aan de markt.

De volgende vraag betreft de wenselijkheid van de variabele beloning en de vorm waarin deze beloning wordt uitgekeerd. Commissarissen kunnen worden beloond in aandelen en/of rechten daarop indien deze worden aangehouden tot minimaal twee jaar na het einde van de benoemingstermijn. Het pas na een zogenaamde retentieperiode (*deferral period*) kunnen uitoefenen van de rechten verbonden aan effecten om op die wijze de focus van de betrokkenen op de korte naar de lange termijn te verschuiven, is een strategie die sinds het uitbreken van de kredietcrisis wettelijk is geïmplementeerd in de financiële sector. In dat kader verdient juist dit onderdeel uit het herzieningsvoorstel nog enige verdere motivering. Waarom is bijvoorbeeld gekozen voor een algemene termijn van twee jaar na het einde van de benoemingstermijn, terwijl in de Britse code gekozen is voor een algemene termijn van één jaar? Ook zou de Commissie-Van Manen kunnen overwegen om een dergelijke algemene termijn weliswaar op te nemen in de Code, maar eveneens te benadrukken dat de door de vennootschap gehanteerde termijn verbonden zou

52 Kemperink 2016, p. 245.

53 G.T.M.J. Raaijmakers, 'Beloning van bestuurders en commissarissen. Te weinig of te veel prikkels?', in W.H. van Boom, I. Giesen en A.J. Verheij (red.), *Capita Civilogie. Handboek empirie en privaatrecht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2008, p. 856.

T.C.A. Dijkhuizen

moeten zijn met de activiteiten van de vennootschap.⁵⁴ Deze termijn zou in dat geval bijvoorbeeld, zoals Lemmers betoogt ten aanzien van ‘het parkeren’ van variabele beloningen van bestuurders,⁵⁵ aangepast kunnen worden aan de doorlooptijd van investeringstrajecten of de levenscyclus van producten of diensten. Een langere termijn kan in dat geval waarborgen dat een commissaris aan het einde van zijn benoemingstermijn bij de besluitvorming rond langdurige, kapitaalintensieve investeringstrajecten gericht blijft op de waardecreatie op lange termijn van deze projecten, ongeacht de eventuele effecten van het te nemen besluit op de koerswaarde op kortere termijn.

5 Conclusie

De Monitoring Commissie Corporate Governance heeft in haar herzieningsvoorstel ook het beloningsbeleid als thema opgenomen. Zij ziet hierin het bijzonder reden toe nu de best practice bepalingen uit de huidige Code die betrekking hebben op het beloningsbeleid tot de meest niet nageleefde of vaakst uitgelegde bepalingen behoren. De commissie constateert dat de tijd rijp is voor een andere ‘strategie’ en stelt voor de best practice bepalingen terug te brengen naar de kern om zo de doelen van dit onderdeel uit de Code, een grotere eenvoud en meer uniformiteit in de verantwoording over beloningen, te realiseren. De commissie tracht deze doelen te bereiken door enkele principes aan te passen en nieuwe best practice bepalingen op te nemen. Een interessante noviteit is de introductie van de mogelijkheid van belonen van commissarissen in aandelen en/of rechten daarop. De commissarissen kunnen op zodanige wijze worden beloond indien (i) de aandelen en/of rechten daarop worden aangehouden tot minimaal twee jaar na het einde van de benoemingstermijn; (ii) de waarde van de aandelen op het moment van toekenning niet meer dan de helft is van de totale beloning; en (iii) de aandelen en/of rechten daarop volledig in eigendom blijven van de commissaris tot minimaal twee jaar na het einde van de benoemingstermijn. Deze voorwaarden beogen te voorkomen dat de commissaris zich te veel gaat richten op de korte termijn en de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de belangen van alle bij de vennootschap betrokken stakeholders uit het oog verliest, maar lijken ook de belangen van commissaris te *alignen* met de belangen van de aandeelhouders. Hiermee lijkt de onafhankelijkheid van de commissaris in het geding te komen. Het is evenwel de vraag of de ‘papieren onafhankelijkheid’ op basis van de in de Code opgenomen onafhankelijkheidscriteria daadwerkelijk waarborgt dat de commissaris zich onafhankelijk blijft opstellen jegens het bestuur van de vennootschap. Indien dan gekozen wordt voor het variabel belonen van commissarissen is de vorm van belang. Wat dat betreft had de verplicht-

54 Vgl. N. Lemmers, ‘Betrokkenheid van aandeelhouders en ‘alignment of interests’ bij variabele beloningen’, in: C.J.H. Jansen & L.G. Verburg (red.), *Onderneming en beloning*, Serie Onderneming en Recht, deel 82, Deventer: Kluwer 2014, p. 202.

55 Lemmers 2014, 202. Lemmens wijst hier, bij wijze van voorbeeld, op de schaliegas-projecten van Shell, waarvan op de lange termijn bleek dat zij geen bijdrage zouden leveren aan de waarde van de vennootschap.

Het belonen van commissarissen in aandelen: alignment versus onafhankelijkheid?

ting voor de commissaris om de aandelen aan te houden tot minimaal twee jaar na het einde van zijn benoeming een nadere motivering verdiend. De keuze voor een algemene termijn van twee jaar zou wellicht uitgebreid kunnen worden door in de Code op te nemen dat de door de vennootschap gehanteerde termijn aangepast zou kunnen worden aan de activiteiten van de vennootschap. Een langere termijn kan in bepaalde gevallen waarborgen dat een commissaris bij de besluitvorming rond langdurige, kapitaalintensieve investeringstrajecten gericht blijft op de waardecreatie op lange termijn van de voorgestelde investeringen, ongeacht de eventuele effecten van het te nemen besluit op de koerswaarde op kortere termijn.