

‘Say on pay’ in Nederland: een analyse en een voorstel

Bernard P.A. Santen, Ousama Abouyakob, Mohammed Bourakba en Roy P. van der Sluis

SAMENVATTING In deze studie staat de ontwikkeling van bestuurdersbeloningen van aan de AEX en AMX genoteerde ondernemingen tussen 2002 en 2011 centraal. De vaste bestuurdersbeloningen in AMX-ondernemingen blijken twee keer zo snel te stijgen als cao-beloningen. Wettelijke en andere maatregelen om de stijging van bestuurdersbeloningen te beperken lijken daar niet effectief. Uit ons empirisch onderzoek komt een aantal mogelijke redenen naar voren waardoor deze maatregelen mogelijk niet altijd effectief zijn. Ten slotte worden maatregelen aanbevolen, waarmee effectievere invloed op de beloningsontwikkeling wordt beoogd.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Bestuurdersbeloningen van aan de AMX genoteerde ondernemingen nemen nog steeds flink toe. Commissarissen en aandeelhouders slagen er kennelijk niet in deze trend om te buigen. Drie verbetermogelijkheden van het toezicht met name door de aandeelhouders komen aan bod: twee binnen het huidige wettelijk kader en een derde geïnspireerd op recente voorstellen in het Verenigd Koninkrijk.

1 Inleiding

Met ‘say on pay’ wordt in het jargon de aandeelhouders-zeggenschap over de bezoldiging van bestuurders aangeduid. Met de term bezoldiging bedoelen we het geheel van beloningscomponenten, dat we hieronder ook met beloning of remuneratie zullen aanduiden. In theorie lag de zeggenschap over de bezoldiging altijd bij de aandeelhouders. In de praktijk werd die zeggenschap vaak in de statuten overgeheveld naar de Raad van Commissarissen (RvC). Sinds 2004 is een regeling in de wet vastgelegd waarbij de aandeelhouders een deel van de zeggenschap over bestuurdersbezoldiging hebben teruggekregen. Blijkens de parlementaire stukken heeft daarbij het voorkomen van ‘bovenmatige inkomensontwikkeling’ voorop gestaan.¹ In dit artikel onderzoeken wij eerst of nieuwe regelgeving matiging van de bestuurdersbezoldiging tot gevolg heeft gehad. Daarvoor vinden wij geen aanwijzingen. Vervolgens analyseren wij welke redenen daarvoor kunnen worden aangewezen. Deze juridisch-economische studie is de eerste in Nederland waarin ook empirisch wordt gekeken naar het functioneren van de ‘bewakers’

van de bestuurdersbeloning, namelijk de RvC en de aandeelhouders. Op basis van de resultaten van ons onderzoek formuleren wij drie mede op buitenlandse ervaringen gestoelde aanbevelingen.

2 Het juridisch kader

Oorspronkelijk kende de wet alleen de nog steeds bestaande verplichting van artikel 2:383 BW om de bezoldigingen van de gezamenlijke (gewezen) bestuurders en afzonderlijk, van de (gewezen) commissarissen te rapporteren. Als die opgave kan worden herleid tot een enkele natuurlijke persoon kan deze achterwege blijven (lid 1 in fine).

Begin deze eeuw constateerde de regering: ‘Bestuurders en commissarissen hebben in het algemeen belangrijke invloed op de hoogte en samenstelling van hun bezoldiging. Zij behoren daarom openheid te betrachten over die bezoldiging en verantwoording af te leggen over de ten aanzien van die bezoldiging genomen besluiten.’² En verder: ‘Naar ons oordeel behoort een ondernemingsbestuur dat zich wil laten belonen naar internationaal (Angelsaksisch) voorbeeld daarover ten minste dezelfde openheid te betonen als in de Angelsaksische wereld gebruikelijk is.’ Op die basis is op 1 september 2002 artikel 2:383c BW in de wet gekomen. Dit artikel eist splitsing van het bedrag van de bezoldiging voor iedere bestuurder naar (a) periodiek betaalde beloningen, (b) beloningen betaalbaar op termijn, (c) uitkeringen bij beëindiging van het dienstverband en (d) winstdelingen en bonusbetalingen. Ook na invoering in 2005 van de International Financial Reporting Standards (IFRS) voor beursgenoteerde ondernemingen, is dit artikel op hen van toepassing gebleven.³

De ontwikkeling naar meer transparantie stopte niet bij artikel 2:383c BW. Op de golven van de beurscrisis van begin 2003, het AHOLD-schandaal en de (toen nog: concept) code Tabaksblat, heeft de regering op aandringen van de Tweede Kamer in 2003 een wetsvoorstel ingediend met als doel de ‘checks and balances’ binnen de vennootschap op het punt van de beloningen te verbeteren.⁴ Met dat voorstel werd artikel 2:135 BW aanzienlijk uitgebreid. Oorspronkelijk stond in het artikel niet meer dan ‘Voor zover bij de statuten niet anders is bepaald, wordt de bezoldiging van bestuurders door de algemene vergadering vastgesteld’. Meestal bevatten de statuten de bepaling

dat de beloning van de bestuurder werd bepaald door de RvC. De Minister verdedigt zijn voorstel tot wijziging van artikel 2:135 BW met de mededeling dat er twijfel is 'ge-rezen of de commissarissen bij het uitvoeren van die statutair aan hen opgedragen taak het belang van de vennootschap en de onderneming nog wel voorop stellen'.⁵ Commissarissen en bestuurders zijn veelal bekenden van elkaar. Dat "old boy's network" vermindert het vertrouwen in de onafhankelijkheid van commissarissen'. En iets verderop: 'Het kabinet vraagt van allen matiging van de inkomens als voorwaarde voor herstel van de werkgelegenheid. Het past dan niet dat bestuurders – in schril contrast met de van werknemers gevraagde pas op de plaats – bovenmatige inkomensontwikkeling kennen.'

Na de verandering van de wet met ingang van 1 oktober 2004 in het grotere kader van wat wel met de Structuurwet wordt aangeduid, moet (1) de vennootschap een beleid hebben op het terrein van bezoldiging van het bestuur (lid 1), dat (2) wordt vastgesteld door de algemene vergadering (lid 1) maar feitelijk wordt geconcipeerd door de (remuneratiecommissie van de) RvC, terwijl (3) de bezoldiging van het bestuur op basis van het beleid wordt vastgesteld door de algemene vergadering, tenzij de statuten een ander orgaan aanwijzen (nu lid 4). Dat laatste is bijna steeds het geval: de RvC bepaalt veelal volgens de statuten de feitelijke beloning van een bestuurder (Van Schilfgaarde en Winter, 2009; Vestering, 2011). In (nu) lid 5 eist de wet voor dat laatste geval echter wel dat ingeval dat beloningspakket opties of aandelen bevat, een voorstel ter goedkeuring aan de algemene vergadering moet worden voorgelegd. Per 1 juli 2010 is artikel 2:135 BW aangepast onder meer met een nieuw lid 2 om te komen tot meer betrokkenheid van de ondernemingsraad (OR) bij de vaststelling van het bezoldigingsbeleid (Holzer, 2012). De OR krijgt nu de gelegenheid om een standpunt over het voorgestelde beloningsbeleid te bepalen. Dit standpunt wordt aangeboden aan de algemene vergadering en kan feitelijk sinds het 'ava⁶-seizoen' van 2011 daar door de voorzitter van de OR worden toegelicht.⁷

Overigens geldt artikel 2:135 BW alleen voor een NV. Voor de BV geldt de oude regeling zoals hierboven aangegeven.⁸ Voor coöperaties, stichtingen en verenigingen is de beloning niet in het BW geregeld. Wel is in 2006 de 'balkendenorm' (thans: WOPT-norm) geïntroduceerd met als doel beloningen van bestuurders en toezichthouders in de semipublieke sector de facto te maximeren door verplichte openbaarmaking.⁹

De beloning van commissarissen in de NV is gebaseerd op het ongewijzigde artikel 2:145 BW: 'De algemene vergadering kan aan de commissarissen een bezoldiging toekennen.' Een motie Douma/Kant om ook voor de RvC het opstellen van een beloningsbeleid verplicht te stellen, heeft het bij de behandeling van de 'Structuurwet' destijds niet gehaald.¹⁰

Naast deze wetsartikelen hebben beursgenoteerde fondsen te maken met de Nederlandse Corporate Governance Code

(NCGC) en de Banken Code (BC). Ze moeten zich verantwoorden als ze bepalingen daaruit niet toepassen. De BC bespreken we niet omdat ons onderzoek banken en verzekeraars uitsluit. Reden daarvoor is de specifieke beloningscultuur in die sector in het algemeen, en de bemoeienis van overheid, BC en publiek met beloningen van bankbestuurders sinds de bankencrisis van 2008 in het bijzonder. Hoofdstuk II.2 van de NCGC handelt over de bezoldiging van bestuurders en hoofdstuk III.7 over de bezoldiging van commissarissen. Met de kennis van nu valt de NCGC te beschouwen als een uitwerking van de bestaande wetgeving, maar niet mag worden vergeten dat de code eerder was dan de Structuurwet (de eerste versie van de NCGC, ook wel 'code Tabaksblat' genaamd naar de voorzitter van de commissie, is van 9 december 2003). Overigens werden voor het ontstaan van de code destijds 'dé-confitures van een aantal grote vennootschappen, enkele geruchtmakende boekhoudaffaires en de omvang en stijging van de beloningspakketten van sommige bestuurders' aangevoerd.¹¹ In de sinds 1 januari 2009 geldende NCGC, ook wel 'code Frijns' genaamd, is in principe II.2 expliciet opgenomen dat bij de vaststelling van de totale bestuurdersbezoldiging de invloed ervan op de beloningsverhoudingen binnen de onderneming wordt meegewogen. De commissie-Frijns constateerde dat de code Tabaksblat met name op het gebied van het bezoldigingsbeleid onvoldoende tot gewenste resultaten heeft geleid. Daarom zijn, aldus de commissie, in de nieuwe code de principes krachtiger geformuleerd en tegelijk vereenvoudigd.¹²

Ten slotte heeft Eumedion, de vereniging van institutionele aandeelhouders met belangen in Nederland, ter ondersteuning van aandeelhouders sinds 2006 uitgangspunten voor een verantwoord bezoldigingsbeleid opgesteld, die regelmatig worden bijgewerkt (Eumedion, 2011). Juridisch zijn deze uitgangspunten zonder effect, maar materieel doen ondernemingen er verstandig aan deze bij de besluitvorming te betrekken.

Uit het voorgaande blijkt dat er door wet- en regelgeving vanaf 2004 op is ingezet om te komen tot een meer gebalanceerde beloningsontwikkeling van bestuurders in grote ondernemingen. Door meer transparantie, meer en duidelijker inhoudelijke richtlijnen, en een grotere verantwoordingsplicht jegens de aandeelhouders en de ondernemingsraad, zouden de RvC en de algemene vergadering er samen in moeten slagen om tot een gematigder salariëring en beloningsontwikkeling van bestuurders te komen. In paragraaf 4 onderzoeken we de data en gaan we in op de effectiviteit van de RvC en de algemene vergadering op het onderwerp beloningsbeleid. Maar eerst kijken wij naar het economisch kader en formuleren we enkele hypothesen voor ons empirisch onderzoek.

3 Het economisch kader

Het besturen van een beursgenoteerde onderneming is een complexe aangelegenheid. Weinig mensen zijn daar-

toe in staat en het mag reeds vanuit het economisch principe dat schaarste tot hogere prijzen leidt, geen wonder heten dat bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen tot de best betaalden van een land horen. Aan die relatief en absoluut hoge betalingen is een aantal theorieën ten grondslag gelegd. Bebchuk en Fried (2003), Cornelisse, Duffhues en Kabir (2005) en Van Ees en Van der Laan (2007) geven daarvan overzichten. Volgens de laatste auteurs zijn er 16 verschillende theoretische modellen die bestuurdersbeloningen proberen te verklaren. De meeste van deze theorieën bouwen voort op het neoklassieke adagium dat ieder de hoogst mogelijke nutsfunctie tracht te bereiken.¹³ In termen van de *agency theory* van Jensen en Meckling (1976) zal de agent (de bestuurder) daarbij gebruik maken van informatieasymmetrie tussen hem en zijn principalen (de aandeelhouders). Daarbij kan sprake zijn van informatieasymmetrie *ex ante*, ook wel *adverse selection* genoemd, waarbij de verwachtingen omtrent de nieuwe bestuurder te hoog gespannen zijn (Akerlof, 1970). Veelal echter is sprake van informatieasymmetrie *ex post*, ook wel *moral hazard* genoemd (Knight, 1921; Williamson, 1981), waarbij de agent het gebrek aan kennis en informatie van de principalen ten eigen bate aanwendt om, desnoods door feiten te verzwijgen, er een zo hoog mogelijke beloning uit te slepen. Dit is bijvoorbeeld een reden waarom de *long term incentive plans* (LTIP's) de laatste jaren in zwang zijn gekomen, met opties die pas na jaren mogen worden ingeroepen, aandelen die pas na jaren worden verkregen en/of soms jaren later pas mogen worden verkocht en dergelijke. Bebchuk en Fried (2003) noemen de neoklassieke benadering de '*optimal contracting theory*' omdat de focus ligt op het maken van 'waterdichte' afspraken. Zij introduceren een '*managerial power*' benadering, waarbij ervan wordt uitgegaan dat bestuurders belangrijke invloed uitoefenen op hun eigen beloning. Vaststelling van bestuurdersbeloning is een *agency-probleem* op zichzelf, waarbij commissarissen (non-executives) en bestuurders tegenover elkaar staan. Door '*camouflage*' of door '*stealth compensation*' proberen bestuurders beloningsonderdelen te maskeren of 'onzichtbaar' te maken.

Van Ees en Van der Laan (2007) stellen dat de sleutel tot een beter begrip van bestuurdersbeloningen eerder bij het proces ligt dan bij het resultaat. In dat proces spelen aan de zijde van de onderneming (a) de remuneratiecommissie van de RvC, (b) de remuneratieadviseur en (c) de kaders van het door de algemene vergadering vastgestelde beloningsbeleid een belangrijke rol. Van Ees en Van der Laan wijzen erop dat de samenstelling van de remuneratiecommissie multidisciplinair van aard moet zijn, zoveel mogelijk onafhankelijk van het bestuur moet opereren ten aanzien van het beloningsontwerp, en zou moeten beschikken over specifieke kennis van de onderneming, het beloningsdossier en de beloningsinstrumenten. Bij haar werk heeft de commissie te maken met een groot aantal factoren, waaronder naast de eerder genoemde informatieasymmetrie en *managerial power* onder meer (1) het

'haasje-over-effect'¹⁴ veroorzaakt door het streven van onder de mediaan betalende ondernemingen naar een beloning tenminste op de mediaan van de *peer group* (Diprete, Eirich en Pittinsky, 2010; Bizjak, Lemmon en Nguyen, 2011), (2) het streven om elkaar te vriend te willen houden, door Brick, Palmon en Wald (2006) verwoord als '*mutual back scratching or cronyism*', (3) het generen van een opwaartse druk door nieuwe commissarissen, gewend als vaak voormalig bestuurder aan relatief hogere bestuurdersbeloningen, en (4) het reputatieargument (Fama en Jensen, 1983; Lee en O'Neill, 2010) dat erop neerkomt dat een commissaris zijn reputatie steeds goed in het oog zal houden en zal willen vermijden dat er vervelende publieke discussies ontstaan over beloninggerelateerde onderwerpen. De rol van de *remuneratieadviseur* is bestudeerd door onder meer Murphy en Sandino (2009), Goh en Gupta (2010) en DiPrete et al. (2010). Zij wijzen erop dat de remuneratieadviseur de leverancier van de beloningsdata is en dat het advies een beloningverhogend effect kan hebben door het voorstellen van een *peer group*. Goh en Gupta (2010) vinden bewijs voor een hogere beloning en een beter pakket in het jaar van wisseling van remuneratieadviseur. Ten slotte: het door de algemene vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid kan meer of minder restrictief zijn. Soms bevat het bepalingen waarbij in bijzondere gevallen van het geformuleerde beleid kan worden afgeweken. In het ene geval zijn de aan de RvC gegeven marges ruim, in het andere veel smaller.

Uit het voorgaande blijkt dat de commissarissen aan invloeden bloot staan die zowel kunnen leiden tot een hogere als tot een lagere bestuurdersbeloning. In de volgende paragraaf bespreken wij de resultaten van ons empirisch onderzoek naar de vraag of de in het juridisch kader besproken maatregelen tot een matiging van de bestuurdersbeloningen hebben geleid, gegeven de hiervoor besproken economische krachten. De hypothese luidt:

H₁: de wettelijke en corporate governance-maatregelen hebben tot een matiging van de bestuurdersbezoldiging van beursgenoteerde ondernemingen geleid.

Anders dan veel onderzoek (naast de eerder genoemde onderzoeken bijvoorbeeld: Devers, Cannella, Reilly en Yoder (2007) is dus niet het verband met de prestaties van de onderneming de focus van ons onderzoek.

4 Onderzoek

4.1 Data

We onderzoeken de bezoldiging van bestuurders over de jaren 2002 tot en met 2011 van aan de AEX en AMX genoteerde Nederlandse niet-financiële ondernemingen. Uitsluitend Nederlandse ondernemingen staan daarbij centraal omdat die zich aan de Nederlandse wet en aan de NCGC moeten houden. Van de 25 ondernemingen opgenomen in de AEX- respectievelijk AMX-index per 21 sep-

tember 2010 en genoteerd ultimo 2010 bleven er om diverse redenen 19 uit de AEX en 20 uit de AMX over.¹⁵

Voor ons onderzoek hebben wij de op grond van art. 2:383c BW te verstrekken gegevens gesplitst in (1) de vaste beloning, (2) de totale beloning exclusief aandelen en opties, en (3) aandelen en opties. Dit is gedaan omdat de waarde van de laatste categorie relevant is, maar ondanks de eisen die art. 2:383d BW aan de rapportage stelt, niet altijd is vast te stellen. Voor opties was er niet altijd een markt, en de aandelen worden de laatste jaren steeds vaker voorwaardelijk toegekend, waardoor waardering moeilijker wordt.¹⁶

Omdat het bezoldigingsbeleid voorop staat hebben we zoveel mogelijk geabstraheerd van incidentele factoren. Algemene of specifieke onkostenvergoedingen, autoleasekosten en sociale lasten zijn buiten het onderzoek gehouden. Een 'gouden handdruk' of 'golden hello' is eveneens uit de gegevens gehaald voor zover deze in de toelichting op de jaarrekening apart werden genoemd.¹⁷ Is het aantal bestuurders of commissarissen aan het eind van het jaar groter dan aan het begin van het jaar, dan wordt de vaste beloning van degene die nog geen jaar heeft gediend aangevuld tot een genormaliseerde vaste jaarbeloning.¹⁸ Het gaat er immers om niet te kijken naar incidentele factoren die de feitelijke bezoldiging in enig jaar hebben beïnvloed, maar naar het structurele bezoldigingsbeleid dat door de onderneming is gevoerd. Neemt het aantal bestuurders of commissarissen in een jaar af, dan wordt alleen de bezoldiging van de op jaar ultimo in functie zijnde bestuurders en commissarissen in het onderzoek betrokken. Er zijn nogal wat onderzoeken waarin met name naar de bezoldiging van de CEO is gekeken (onder veel meer: Brick et al., 2006; Otten, Schenk en Verwer, 2008; Mertens en Knop,

2010). Wij denken dat dat in de Nederlandse verhoudingen minder relevant is, nu Nederlandse bestuurders niet alleen bij wet maar ook feitelijk als een college functioneren. Daarnaast ziet de wet op bestuurdersbezoldiging en is voor een onderzoek naar de werking van de wet dat bredere kader meer relevant.

4.2 Resultaten

Tabel 1 laat zien hoe de gemiddelde vaste en de gemiddelde totale bezoldiging (exclusief opties en aandelen) van een AEX- en AMX-bestuurder zich tussen 2002 en 2011 hebben ontwikkeld. Daarnaast is de ontwikkeling van de cao-lonen opgenomen. Daarbij is 2004 op 100 gesteld omdat dit jaar, met de invoering van de Structuurstwet en de code, een mogelijke trendbreuk zou kunnen zijn en daarom als 'ijkpunt' wordt gebruikt. De gegevens voor de vaste bezoldiging zijn zichtbaar gemaakt in grafiek 1.

Uit tabel 1 blijkt dat de gemiddelde bezoldiging van een AMX-bestuurder, zowel het vaste gedeelte als het totaal exclusief opties en aandelen, statistisch significant lager is dan dat van een AEX-bestuurder, bijna steeds op een niveau van 1%. Uit de indexen gegeven in kolom 3, 5 en 6 blijkt dat de gemiddelde vaste bezoldiging van een AMX-bestuurder de afgelopen jaren harder is gestegen (van index 90,6 naar 130,9) dan die van een AEX-bestuurder (van 92,5 naar 112,7) én dan het cao-loon (van 96,2 naar 112,7). AEX (vast) en cao-lonen lopen in ontwikkeling ongeveer gelijk op. Grafiek 1 laat dit zien.

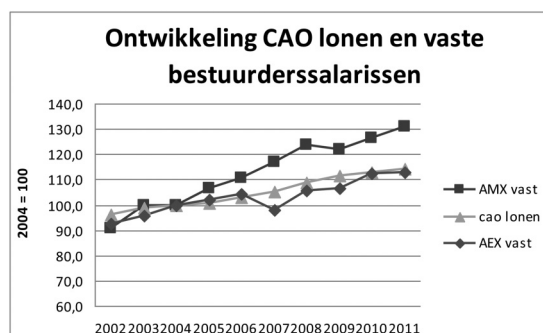
Een parallelle ontwikkeling van AEX-bezoldiging en cao-lonen is in tabel 1 zichtbaar bij de gemiddelde totale beloning exclusief opties en aandelen (kolom 10 en 11). De

Tabel 1 Jaarlijkse gemiddelde vaste en totale bezoldiging exclusief opties en aandelen van AEX- en AMX-bestuurders (2002-2011) met index, ook van de cao-lonen (2004=100)

	gemiddelde vaste bezoldiging				CAO	totaal gemiddeld excl. opties en aandelen				CAO + bijz. beloning
	AMX		AEX			AMX		AEX		
	gemiddeld	index	gemiddeld	index		gemiddeld	index	gemiddeld	index	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
2002	293.229	90,6	493.955**	92,5	96,2	461.613	89,7	957.679**	91,4	96,2
2003	323.443	100,0	511.928**	95,9	98,7	513.124	99,7	948.335***	90,5	98,8
2004	323.529	100,0	533.883***	100,0	100,0	514.856	100,0	1.047.966***	100,0	100,0
2005	344.324	106,4	545.501**	102,2	100,7	599.980	116,5	1.134.745**	108,3	100,8
2006	357.177	110,4	556.684**	104,3	102,3	654.825	127,2	1.067.976**	101,9	102,9
2007	378.002	116,8	523.980*	98,1	104,4	681.602	132,4	1.236.431***	118,0	105,0
2008	401.008	123,9	564.671**	105,8	107,6	677.110	131,5	1.092.881**	104,3	108,6
2009	394.469	121,9	568.956***	106,6	110,2	661.205	128,4	1.091.546**	104,2	111,6
2010	408.851	126,4	600.289***	112,4	111,4	732.691	142,3	1.251.514**	119,4	112,8
2011	423.343	130,9	601.620**	112,7	112,7	794.357	154,3	1.183.972*	113,0	114,3

*** betekent: de gemiddelde beloningen van AEX- en AMX-bestuurders zijn significant verschillend op een niveau van 0,1%; ** op een niveau van 1%; * op een niveau van 5%.

Grafiek 1 Ontwikkeling gemiddelde vaste bezoldiging van AEX- en AMX-bestuurders en van de cao-lonen (2002-2011; index 2004=100)



stijging van de AMX-bestuurdersbeloning wijkt nog sterker af dan bij de vaste looncomponent (de index gaat nu van 89,7 naar 154,3; kolom 8). De gevonden stijging is in overeenstemming met eerder onderzoek (Knoops, 2008; Straathof, Groot en Möhlmann, 2010). De feitelijke stijging is groter dan de gerapporteerde omdat (a) de stijging van het populatie-gemiddelde wordt gedempt vanwege een vertekening door het gemiddelde en (b) de opties en aandelen buiten beschouwing zijn gelaten.

De vraag is nu of ná de momenten waarop een appel werd gedaan op beloningsmatiging voor bestuurders die beloning ook daadwerkelijk minder is gestegen dan daarvoor. In tabel 2 staat de gemiddelde jaarlijkse stijging van de vaste en van de totale bestuurdersbezoldiging (exclusief opties en aandelen) in de periode 2003-2004 (geen regulering), 2005-2008 (Structuurwet en code) en 2009-2011 (appel code Frijns).

Allereerst valt op dat de genoteerde gemiddelde jaarlijkse stijging per onderneming veel hoger is dan de in tabel 1

genoteerde totale stijging van het gemiddelde. Dit komt door een rekenkundig verschil tussen de berekening van het gemiddelde van de individuele stijging per onderneming (tabel 2) en van de gemiddelde stijging van alle ondernemingen samen (tabel 1). Gegeven het 'haasje-over-effect' komt de gemiddelde gezamenlijke stijging lager uit dan de gemiddelde individuele stijging. Vervolgens is van belang dat de stijging in de bezoldiging (exclusief opties en aandelen) overall een dalende trend vertoont. Ten slotte valt op dat geen van de verschillen in stijging statistisch significant is, ook niet als de stijging in de periode 2003-2004 wordt gesteld tegenover de hele periode daarna (niet gerapporteerd). Dat betekent dat de nulhypothese, namelijk dat de gemiddelden in de stijgingspercentages tussen de reeksen vóór en ná een bepaalde gebeurtenis niet van elkaar verschillen, niet kan worden verworpen (t-test). Datzelfde geldt voor de verschillen in de reeksen: ook deze zijn niet significant verschillend (Wilcoxon-test). De conclusie luidt daarom dat noch de invoering van de Structuurwet of de code Tabaksblat, noch de herziening van de beloningsparagraaf in de code Frijns, op de stijging van de bezoldiging statistisch significant verschil lijkt te hebben gemaakt.¹⁹ De hypothese wordt daarom verworpen. In het tweede deel van deze studie analyseren wij een aantal factoren waarom de algemene vergadering en de RvC niet in een significante matiging van de bestuurdersbezoldiging zijn geslaagd.

5 Analyse

5.1 Bewaker 1: de raad van commissarissen

Na de verwerping van de hypothese stelden wij ons de vraag waarom de RvC er kennelijk niet in is geslaagd om de trend in de bestuurdersbeloningen significant te veranderen. Zoals voor 'te hoge' CEO-beloningen door Brick et al., 2006) voor de Verenigde Staten van Amerika (VS) en Cardinaels en Van de Wouw (2011) voor Nederland is be-

Tabel 2 Jaarlijkse stijging van de gemiddelde vaste en totale bezoldiging (exclusief opties en aandelen) van AEX- en AMX-bestuurders rond de invoering van Structuurwet en code Tabaksblat (I) en rond de invoering van de code-Frijns (II)

	I: stijging rond Structuurwet en code			II: stijging rond code Frijns		
	2003-2004	2005-2008	verschil ¹⁾	2005-2008	2009-2011	verschil ¹⁾
AEX vast	5,97	3,21	-2,76	3,21	2,15	-1,06
AEX totaal	12,14	4,01	-8,13	4,01	3,38	-0,63
AMX vast	8,05	6,75	-1,30	6,75	3,01	-3,74
AMX totaal	10,35	9,11	-1,24	9,11	8,96	-0,15
AEX+AMX vast	7,01	4,98	-2,03	4,98	2,58	-2,40
AEX+AMX totaal	11,25	6,56	-4,69	6,56	6,17	-0,39
cao-lonen	1,98	1,90	-0,08	1,90	1,70	-0,20
cao-lonen inclusief bijzondere beloning	1,98	2,15	+0,17	2,15	1,90	-0,25

¹⁾ geen van de verschillen is statistisch significant (ook niet op een niveau van 10%).

Tabel 3 Correlatie tussen de gemiddelde bezoldiging van commissarissen en de gemiddelde vaste bezoldiging van AEX- en AMX-bestuurders, in hetzelfde boekjaar en met een vertraging van een jaar

	AEX		AMX		TOTAAL		
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
RvCb(t)	RvBvast(t)	RvBvast(t-1)	RvBvast(t)	RvBvast(t-1)	RvBvast(t)	RvBvast(t-1)	n
RvCb (2002)	0,79***		0,54*		0,80***		37
RvCb (2003)	0,76***	0,73**	0,49*	0,51*	0,79***	0,77***	37
RvCb (2004)	0,82***	0,82***	0,48*	0,53*	0,84***	0,84***	37
RvCb (2005)	0,89***	0,88***	0,47*	0,51*	0,86***	0,86***	38
RvCb (2006)	0,91***	0,82***	0,55*	0,47*	0,89***	0,83***	39
RvCb (2007)	0,77***	0,81***	0,64**	0,63**	0,79***	0,84***	39
RvCb (2008)	0,87***	0,79***	0,49*	0,60**	0,85***	0,81***	39
RvCb (2009)	0,79***	0,86***	0,40 ^a	0,43 ^a	0,79***	0,84***	39
RvCb (2010)	0,77***	0,80***	0,50*	0,41 ^a	0,80***	0,80***	39
RvCb (2011)	0,85***	0,82***	0,50*	0,52*	0,86***	0,85***	38
R ² 1)	0,58-0,83						
n	18 - 19		18 - 20		37 - 39		

*** betekent statistisch significant op 0,1% niveau; ** op 1% niveau; * op 5% niveau; a op 10% niveau.

1) R² is te berekenen als het kwadraat van de correlatiecoëfficiënt en geeft in een lineaire regressie aan welk percentage van de afwijkingen wordt verklaard door het model, in casu:

$RvCb_t = \alpha RvBvast_t \text{ (of } t-1) + \text{constante}$.

RvCb(t) gemiddelde beloning per commissaris over jaar t.

RvBvast(t) gemiddelde vaste beloning per bestuurder over jaar t.

schreven, bestaat er een statistisch verband tussen de hoogte van CEO-beloning en die van commissarissen. Tabel 3 laat dit verband voor de bestuurdersbeloning in den brede en de commissarissenbeloning zien (eerder: Santen en Beek, 2006).

Uit tabel 3 (kolom 2, 4 en 6) blijkt dat er een positief statistisch significant verband is tussen de beloning van een commissaris in jaar t, en de vaste bestuurdersbezoldiging in dat jaar. Dit verband is zeer sterk aanwezig in de AEX-ondernemingen, en – op één jaar na – toch ook nog altijd sterk, op een 5% significantieniveau, in de AMX-ondernemingen. De derde, vijfde en zevende kolom laten zien dat het verband tussen de commissarisbeloning en die van de bestuurder in het jaar ervoor veelal ook statistisch significant positief is. Andersom (niet gerapporteerd) is overigens het verband, zij het vooral in de AMX-ondernemingen minder sterk significant, ook aanwezig. Hoe zou dit verband kunnen worden verklaard? Er is geen wettelijk of economisch mechanisme bekend op basis waarvan de beloning van de commissaris zou worden beïnvloed door die van het bestuur. Er moet dus worden gezocht naar tussenvariabelen. Daarvoor komen bijvoorbeeld de grootte van de onderneming en de omzet van de onderneming in aanmerking (Otten, 2007; Straathof et al., 2010; Mertens en Knop, 2010). Om dit verband te bepalen

Tabel 4 Het verband tussen de gemiddelde jaarlijkse bezoldiging van AEX- en AMX-bestuurders en commissarissen met het balanstotaal (TA) en de omzet in respectievelijk $t = -1$ voor de bestuurdersbezoldiging en $t = -2$ voor de commissarissenbezoldiging in een enkelvoudige regressie. De genoemde getallen zijn de 'adjusted R square'

jaartal	RvB vast gemiddeld		RvC gemiddeld	
	TA ₋₁	Omzet ₋₁	TA ₋₂	Omzet ₋₂
2003	0,63***	0,58***	-	-
2004	0,67***	0,58***	0,45***	0,28***
2005	0,58***	0,63***	0,47***	0,37***
2006	0,55***	0,61***	0,48***	0,50***
2007	0,39***	0,39***	0,46***	0,48***
2008	0,59***	0,70***	0,61***	0,54***
2009	0,59***	0,61***	0,62***	0,68***
2010	0,56***	0,51***	0,56***	0,62***
2011	0,52***	0,48***	0,59***	0,55***

*** betekent statistisch significant op 0,1% niveau.

gebruikten wij een enkelvoudig regressiemodel, waarbij wij de waarden van balanstotaal en omzet in het jaar $t = -1$ gebruikten voor een regressie met de bestuurdersbeloning, en $t = -2$ voor de commissarissenbeloning omdat wij er vanuit gaan dat er tijd verstrijkt voordat hogere waarden doorwerken. Uit tabel 4 blijkt dat bestuurdersbeloningen en commissarissenbeloningen nauw met zowel het balanstotaal als de omzet van de onderneming zijn verbonden en samen met de niet in de tabel vermelde constante vaak meer dan de helft van de variantie in de beloning verklaren. Daarbij is mogelijk sprake van een dalende trend bij de bestuurdersbeloning en van een stijgende trend bij de commissarissenbeloning.

Een groeiende onderneming in termen van balanstotaal en omzet betekent dus de kans op verhoging van de beloning in het vooruitzicht. Daarmee blijkt de beloning van commissarissen statistisch niet onafhankelijk van 'de resultaten' van de onderneming. Weliswaar bedoelt principe III.7 van de NCGC dat een beloning onafhankelijk van de resultaten voor commissarissen voorschrijft dat er geen direct verband mag zijn, het constateren van dit statistische indirecte verband is opmerkelijk. De (schijn van) feitelijke onafhankelijkheid, door Van Zijl (2012) gedefinieerd als 'an independent mindset when executing tasks, which results in unbiased work of the supervisor', lijkt hiermee in het geding te komen.

Daarnaast blijkt (niet gerapporteerd in een tabel) dat de stijging van de commissarissenbeloning (AMX: 97%, AEX 114%) over de gehele periode 2002 - 2011 significant hoger is dan die van de bestuurdersbeloning (AMX: 52%, AEX 32%). Ook als in aanmerking wordt genomen dat sinds de invoering van de code de werkbelasting van commissarissen fors is toegenomen blijven de stijgingspercentages opmerkelijk. Onze conclusie is dat door de interferentie van bestuurders- en commissarissenbeloningen een volstrekt onafhankelijk toezicht door commissarissen op bestuurdersbeloningen niet meer in alle gevallen kan worden gegarandeerd. De verantwoordelijkheid voor een goed geregeld bezoldigingsbeleid komt daarmee voor een groot deel te liggen bij de algemene vergadering.

5.2 Bewaker 2: de algemene vergadering

Eerder constateerden wij al dat de wetgever een dwingende rol van de algemene vergadering ziet weggelegd bij het vaststellen van het remuneratiebeleid (artikel 2:135 lid 1 BW) en bij het toekennen van opties en aandelen aan bestuurders (artikel 2:135 lid 5 BW). De concrete bezoldiging wordt statutair vrijwel steeds door de RvC vastgesteld. Hiervoor constateerden wij dat een volstrekt onafhankelijke vervulling door de RvC van haar taak op het gebied van remuneratie niet is gegarandeerd. Met die constatering wordt het belang van de rol van de algemene vergadering groter. Volgens Eumediton (2011) gaat het bij de toezichthoudende rol van de algemene vergadering praktisch gesproken om (a) het (vooraf) vaststellen van een voorstel

voor een bezoldigingsbeleid voor het bestuur, (b) het (vooraf) vaststellen van eventuele wijzigingen in dit beleid, (c) het (vooraf) goedkeuren van regelingen in de vorm van aandelen of rechten tot het nemen van aandelen, (d) het (vooraf) goedkeuren van eventuele wijzigingen in deze regelingen en (e) om de toetsing (achteraf) van de uitkomsten van het beleid, zoals die tot uiting komen in het remuneratierapport van de RvC dat onderdeel uitmaakt van het jaarverslag. De eerste vier elementen worden hieronder onderzocht. Toetsing achteraf komt regelmatig, maar niet steevast, voor, als een 'bespreek-onderwerp' op de agenda. Daarnaast hebben wij geen onderzoek gedaan.

De wetswijziging van oktober 2004 noopte alle beursgenoteerde ondernemingen tot wijziging van de statuten. Wij nemen aan dat het enige tijd kan hebben gekost om de juiste statutaire en praktische modus in het remuneratiebeleid te ontwikkelen. Daarom zijn wij pas met ingang van de algemene vergadering in 2007 (tot en met die in 2011) gaan kijken hoe vaak stemmingen op grond van de artikelen 2:135 lid 1, lid 5 en 145 BW voorkwamen.

Tabel 5 laat zien hoe vaak de algemene vergadering formeel, dat wil zeggen: via een stemming, in het proces wordt betrokken. Materieel wordt het onderwerp wel vaker aan de orde gesteld, zonder dat erover kan worden gestemd. Ook komt voor dat het beloningsvoorstel onder invloed van grootaandeelhouders of stemadviesbureaus voor de vergadering wordt teruggetrokken of gewijzigd, of dat het voorstel zelfs nog tijdens de vergadering wordt

Tabel 5 Beschrijvende statistiek van het aantal stemmingen op basis van de artikelen 2:135 en 145 BW in AEX- en AMX-ondernemingen en de lengte van het remuneratiebeleid, totaal over 2007-2011

	AEX min (max)	gemid- delde mediaan	AMX ¹⁾ min (max)	gemid- delde mediaan	significan- tie verschil gemid- delde (t-test)
aantal stemmingen 2:135 lid 1 (beloningsbeleid)	0 (4)	1,95 (2)	0 (4)	1,25 (1)	*
aantal stemmingen 2:135 lid 5 (opties & aandelen)	0 (4)	0,89 (0)	0 (4)	0,85 (1)	
aantal stemmingen 2:145 (beloning RvC)	0 (3)	1,42 (1)	0 (4)	1,75 (2)	
aantal woorden remuneratiebeleid	469 (3.675)	1.989 (2.147)	428 (2.867)	1.387 (1.270)	*
n	19	19	20	20	

¹⁾ exclusief Draka NV in 2011.

* betekent: de verschillen in het gemiddelde zijn significant op een niveau van 5%.

gewijzigd (Mertens en Knop, 2010; Eumedion, 2012). Daarmee houdt tabel 5 geen rekening. Uit de tabel blijkt dat in de AEX-ondernemingen statistisch significant vaker een stemming over het bezoldigingsbeleid (2:135 lid 1 BW) voorkomt dan in een AMX-onderneming. In de mediaan is er over de periode 2007-2011 (5 jaar) tweemaal (AEX) versus één maal (AMX) een stemming. Weliswaar is het aantal stemmen over de commissarissenbeloning (2:145 BW) hoger voor AMX-fondsen dan voor AEX-ondernemingen, maar dat verschil is niet significant.

We trachten te ontdekken waardoor het verschil in aantal '2:135 lid 1 BW-stemmen' zou kunnen worden verklaard en stuiten daarbij op de lengte van het remuneratiebeleid gemeten in woorden als mogelijk verklarende factor. Daarbij ontwikkelden wij de hypothese, dat hoe langer het remuneratiebeleid in woorden is, des te gedetailleerder dit is, en dus hoe vaker een wijziging aan de algemene vergadering zou moeten worden voorgelegd. Een kort, bondig remuneratiebeleid, zou daarentegen ruime vrijheidsgraden bevatten (Vestering, 2011) en daarom minder vaak ter wijziging aan de algemene vergadering hoeven te worden voorgelegd. Inderdaad blijkt uit tabel 5 dat de lengte van het remuneratiebeleid significant verschillend is: AEX-fondsen hebben een gedetailleerder remuneratiebeleid, waaruit mogelijk het hoger aantal stemmen kan worden verklaard. Tussen de lengte van het beleid en het aantal stemmen bestaat een statistisch significante, positieve correlatie op een niveau van 5%. De correlatiecoëfficiënt (niet gerapporteerd in een tabel) is 0,39, hetgeen wil zeggen dat van het aantal stemmen 15% kan worden verklaard uit de lengte van het remuneratiebeleid. Niet een heel hoog percentage. De door ons ontwikkelde hypothese dat een gedetailleerder beleid vaker noodzaakt tot het raadplegen van de algemene vergadering kan daarmee echter niet worden verworpen.

Nu van de commissarissen (de eerste bewaker) geen onafhankelijke oordeelsvorming in alle gevallen kan worden gegarandeerd en de algemene vergadering blijkens tabel 5 slechts één dan wel twee keer per vijf jaar over het beloningsbeleid stemt²⁰, kunnen we vaststellen dat het toezicht op de beloningsontwikkeling voor verbetering vatbaar lijkt. Voor ideeën daaromtrent kijken we kort naar de ontwikkelingen in Duitsland, de VS en het Verenigd Koninkrijk (VK).

6 Say on pay in het buitenland

In Duitsland was tot 2009 een stemming over het bezoldigingsbeleid alleen mogelijk op initiatief van het bestuur.²¹ In 2009 is een bepaling in de wet gekomen die een stemming over het bezoldigingsbeleid van bestuursleden van beursgenoteerde ondernemingen mogelijk maakt.²² Het is een 'kan'-bepaling, hetgeen betekent dat óf het bestuur, óf een 5%-aandeelhouder daartoe het initiatief kan nemen.²³ Een besluit roept geen rechten of plichten van de onderneming in het leven; het is evenmin aanvechtbaar. De

verwachting is dat deze bepaling disciplinerend zal werken omdat de reputatie van bestuur en commissarissen op het spel staat en een afkeurende stemming een signaalgewerking naar de kapitaalmarkt zal hebben (Döll, 2009). Een eerste onderzoek wijst inderdaad in die richting (Rapp, Sperling en Wolff, 2010).

In de VS voorziet de in 2010 aangenomen Dodd-Frank Act in een vanaf 2011 verplichte periodieke stemming over de bezoldiging van uitvoerende bestuurders van beursgenoteerde²⁴ ondernemingen ten minste één keer per drie jaar²⁵ (Lee en O'Neill, 2010). Verder moet iedere zes jaar worden gestemd over de vraag of die frequentie van één keer per drie jaar omhoog moet ('say-on-frequency'). Daarnaast moet de relatie tussen 'pay' en 'performance' worden getoond.²⁶ De regeling is uitgewerkt door de SEC.²⁷ Daaruit blijkt dat het om méér gaat dan alleen om het bezoldigingsbeleid.²⁸ Ook hier gaat het om een de onderneming niet bindende stemming.²⁹

Het VK kent al sinds 2003 een regeling waarbij jaarlijks niet bindend ('advisory') moet worden gestemd over het beloningsbeleid van de beursgenoteerde ondernemingen.³⁰ Als het agendapunt niet ter stemming wordt gebracht in de jaarlijkse vergadering waarin de jaarrekening wordt behandeld, is dit een strafrechtelijk vergrijp.³¹ Inhoudelijk bestaat het 'Directors' Remuneration Report' (DRR) uit twee delen.³² Eén deel is niet onderworpen aan accountantscontrole en gaat over remuneratiebeleid. Daarin moet het bestuur feitelijk de bezoldigingsarrangementen rechtvaardigen. Het tweede deel, dat wel door de accountant moet worden gecontroleerd, gaat over de feitelijke betalingen die het afgelopen jaar zijn gedaan aan bestuurders (Davies, 2008). Conyon en Sadler (2010) vinden dat DRR-agendapunten meer tegenstemmen oproepen dan niet-DRR-agendapunten. Een duidelijke relatie tussen de hoogte van de bestuurdersbeloning en aandeelhoudersontevredenheid vinden zij niet.³³ Niet dat er geen comotie is: *The Guardian* van 17 mei 2012 spreekt over een *shareholder spring* vanwege vier afgestemde DRR's, drie naar aanleiding daarvan vertrokken CEO's en aanzienlijke weerstand tegen het beloningsbeleid bij HSBC en Barclays. Intussen stuurt de Britse regering op een wetswijziging voor oktober 2013 aan, die ertoe zal leiden dat het remuneratiebeleid elke drie jaar ter goedkeuring aan de algemene vergadering zal moeten worden voorgelegd (bindend), terwijl de regeling van de feitelijke remuneratie zoals nu blijft bestaan (jaarlijkse 'advisory'-stemming).³⁴

7 Aanbevelingen

Vergeleken met de huidige Nederlandse regeling is de Duitse regeling vanwege de mate van vrijheid een achteruitgang. De Amerikaanse situatie weerspiegelt in zekere mate de feitelijke gang van zaken in Nederland. En hoezeer het Engelse systeem ook nadelen kent, kan het systeem van jaarlijkse stemming voor Nederland een goede oplossing voor een meer gecontroleerde bezoldigingsontwikkeling betekenen. Aandeelhouders zijn dan niet afhan-

kelijk van de vraag (a) of commissarissen creatief nieuwe beloningsvormen onder kunnen brengen onder het bestaande remuneratiebeleid; (b) of er bereidheid is het onderwerp ter bespreking op de agenda te zetten; (c) of er wordt gekozen voor een beloning in opties en/of aandelen. Een jaarlijkse niet-bindende stemming over de actuele beloning en een jaarlijkse bindende stemming over het beloningsbeleid kan door aandeelhouders worden gebruikt als een belangrijk signaal aan bestuurders en commissarissen over de acceptatiegraad van de beloningen. Aandeelhouders zullen zich veel intensiever met hun bedrijven moeten bemoeien, stelde Jaap Winter in dat kader in *Het Financieel Dagblad* op 7 januari 2012. In Nederland wel voorgekomen 'aandeelhoudersopstanden' ter gelegenheid van nieuwe, hogere beloningsvoorstellen worden daardoor niet geheel vermeden, maar wel minder heftig omdat aandeelhouders een jaarlijkse 'uitlaatklep' krijgen aangereikt. Dat de stemming over de feitelijke beloning 'advisory' is, zoals in Amerika en Engeland, lijkt ook hier wenselijk om te voorkomen dat aan bestaande rechten van bestuurders afbreuk kan worden gedaan.

Wij doen drie aanbevelingen. Eén: de stap naar het systeem van jaarlijkse stemming kunnen ondernemingen vrijwillig zetten. Zodra men zich weer herinnert dat het risico van 'expropriation' (Jensen en Meckling, 1976) de reden is van de te maken agency costs; dat disclosure (en goedkeuring door de aandeelhouders) van de jaarcijfers een van de remedies daartegen is, namelijk als een daad van bonding door de bestuurder; en men zich realiseert dat dat niet principieel verschilt van disclosure (en goedkeuring) van de door bestuurders genoten bezoldiging is het maar een kleine stap. Twee: een nieuwe bepaling in de NCGC die inhoudt dat jaarlijks zowel over het bezoldigingsbeleid (bindend) en over de feitelijke beloning (adviserend) moet worden gestemd, zou een mooi zetje in de rug van dit streven kunnen betekenen. En drie: uiteindelijk, gezien de wezenlijke betekenis van beloning in de agency relatie tussen bestuur en aandeelhouders, verdient naar

ons oordeel een wettelijke basis voor een jaarlijkse verplichte stemming de voorkeur. Alles bijeen genomen stellen wij een oplossing voor die verder gaat dan het voorgestelde Brits model voor 2013: een jaarlijkse bindende stemming over het beloningsbeleid en een jaarlijkse niet-bindende stemming over de actuele beloningen. Het wetsvoorstel zou kunnen luiden:

1. door in artikel 2:135 lid 1 BW op te nemen dat het beleid jaarlijks wordt vastgesteld door de algemene vergadering; en
2. door het toevoegen aan artikel 2:135 BW van een lid 6 dat luidt: 'Indien in de statuten is bepaald dat een ander orgaan dan de algemene vergadering de bezoldiging vaststelt, legt dat orgaan, onverlet de regeling bedoeld in lid 5, het rapport waarin het de vastgestelde bezoldiging jaarlijks beschrijft ter goedkeuring voor aan de algemene vergadering. Het ontbreken van goedkeuring tast de door het orgaan vastgestelde bezoldiging niet aan.' ■

Mr.dr. B.P.A. Santen is werkzaam aan de Erasmus School of Law (EUR), sectie Bedrijfseconomie en master Financieel recht. Corresponderend auteur: santen@law.eur.nl.

O. Abouyakob MSc LL.M is econoom en master Financieel recht en werkzaam bij een beursgenoteerde onderneming. Hij schrijft dit artikel onder persoonlijke titel.

M. Bourakba MSc LL.M is bedrijfskundige en master Financieel recht en werkzaam bij een beursgenoteerde onderneming. Hij schrijft dit artikel onder persoonlijke titel.

R.P. van der Sluis MSc LL.M is bedrijfskundige en master Financieel recht en werkzaam bij een beursgenoteerde onderneming. Hij schrijft dit artikel onder persoonlijke titel.

De auteurs betuigen hun dank aan anonieme reviewers, aan G.W.E. Santen PhD. MD en aan N.J.M. van Zijl PhD LL.M voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

De uiteindelijke inhoud blijft volledig voor rekening van de auteurs.

Noten

¹ Zie voor verwijzingen paragraaf 2.

² *Kamerstukken II* 27 900, 2000-2001, nr. 3, p. 2.

³ Artikel 2:362 lid 9 BW.

⁴ *Kamerstukken II* 28 179, 2002-2003, nr. 31, p. 6 en nr. 29.

⁵ *Kamerstukken II* 28 179, 2002-2003, nr. 31, p. 6.

⁶ Ava = algemene vergadering van aandeelhouders.

⁷ Omdat met deze regeling nog weinig ervaring is opgedaan hebben we deze niet bij de empirische toetsing kunnen betrekken.

⁸ Deze regeling is neergelegd in artikel 2:245 BW.

⁹ Zie Wet Openbaarmaking uit Publieke middelen gefinancierde Topinkomens en het wetsvoorstel 32 600: Regels inzake de normering van bezoldigingen van topfunctionarissen in de publieke en semipublieke sector (Wet normering bezoldiging topfunctionarissen publieke en semipublieke sector).

¹⁰ *Kamerstukken II* 28 179, 2002-2003, nr. 32, 49.

¹¹ Verantwoording code Tabaksblat (2003), p. 38 sub 1.

¹² Verantwoording code Frijns (2008), p. 48 sub 7.

¹³ Opvallend is dat hierbij zelden of nooit niet-op-geld-waardeerbare factoren als macht, prestige, reputatie, netwerk, sociaal aanzien worden betrokken. Deze bepalen net zo goed als wel-op-geld-waardeerbare elementen het 'nut' dat een individu aan een bestuursfunctie ontleent.

¹⁴ Zie bijvoorbeeld: de vanaf 1 januari 2009 geldende Nederlandse Governance Code, toelichting, nr. 30, p. 53.

¹⁵ Uit de AEX vielen weg: Air France/KLM en Unibail-Rodamco (Frans), ArcelorMittal (Luxemburgs), Shell (Engels), AEGON en ING (financi-

eel). En uit de AMX: Crucell (beëindiging notering), Logica (Engels), SNS en Delta Lloyd (financieel), AMG (pas genoteerd vanaf 11 juli 2007).

16 Van der Laan et al. (2010) hebben zich door dat bezwaar overigens niet laten weerhouden, maar voor het doel van ons onderzoek, namelijk het bestuderen van de 'say on pay' van aandeelhouders, waren de ontwikkelingen in de overige bezoldigingsonderdelen al duidelijk genoeg.

17 Wij noteerden tijdens het onderzoek dat er van een uniforme verslaggeving ter zake van remuneratie geen sprake is. Ten eerste wordt regelmatig een uitsplitsing van de bezoldiging over het vorig boekjaar nagelaten en wordt volstaan met het geven van één getal per bestuurder. Dit lijkt ons in strijd met artikel 2:363 lid 5 BW. Verder is er bij sommige ondernemingen sprake van een aparte kolom 'sociale lasten'; komt het voor dat pensioenlasten niet in de beloningstabel, maar apart in de tekst zijn opgenomen; worden emolumenten soms al bij het 'base salary' opgegeven en dergelijke. Zie ook: www.eumedion.nl voor diverse uitlatingen over dit probleem in nieuwsbrieven en de diverse 'avaseizoen-evaluaties'.

18 Zie Van Ees en Van der Laan 2007, pagina 77, noot 75 waarin op soortgelijke wijze met dit probleem wordt omgesprongen. Die aanvulling gebeurt door hetzij de vaste beloning van de voorganger, als die er is, erbij op te tellen, of, als dit geen reëel beeld zou geven, de vaste beloning van het jaar daarop, als dit bijvoorbeeld voor andere bestuurders ook hetzelfde is gebleven, als

maat te nemen. Variabele betalingen extrapoleren we niet, omdat deze van prestatiefactoren afhankelijk kunnen zijn die voor iedere bestuurder kunnen verschillen.

19 Andere invloeden dan de onderzochte zijn denkbaar, zoals de banken- en kredietcrisis sinds 2008 of het internationale karakter van een onderneming, maar die zijn niet onderzocht. Het effect van de grootte en de omzet van de onderneming hebben wij wel onderzocht, zie tabel 4.

20 Het komt voor dat het onderwerp bezoldiging van het bestuur als een 'besprekonderwerp' op de agenda staat. Dat – en het effect daarvan – hebben wij niet in ons onderzoek betrokken omdat het ons ging om de werking van de wettelijke regeling.

21 Artikel 119 (2) AktG.

22 Artikel 120 (4) AktG (Aktiengesetz): 'Die Hauptversammlung der börsennotierten Gesellschaft kann über die Billigung des Systems zur Vergütung der Vorstandsmitglieder beschließen. Der Beschluss begründet weder Rechte noch Pflichten; insbesondere lässt er die Verpflichtungen des Aufsichtsrats nach § 87 unberührt. Der Beschluss ist nicht nach § 243 anfechtbar.'

23 Artikel 122 AktG: 5% of tenminste een aandelenpakket van nominaal € 500.000.

24 Preciezer: ondernemingen die vallen onder de Securities Exchange Act of 1934. Dat kunnen ook 'public companies' zijn met 500 aandeelhouders of meer, waarvan de aandelen niet aan een beurs genoteerd zijn.

25 par 951 van de Dodd-Frank Act, resulterend in een nieuwe par. 14A in de Securities

Exchange Act of 1934. Specifiek: s 14A(a). Niet-uitvoerende bestuurders vallen niet onder deze regeling, zie de publicatie van de SEC in de volgende noot, p. 18.

26 s 14(i) Securities Exchange Act of 1934.

27 Securities And Exchange Commission, 17 CFR PARTS 229, 240 and 249 [Release Nos. 33-9178; 34-63768; File No. S7-31-10] RIN 3235-AK68, Shareholder approval of executive compensation and golden parachute compensation. Zie voor de specificatie van de beloningselementen: p. 22.

28 Zie vorige publicatie, p. 19. Bijvoorbeeld valt ook de 'golden parachute' hieronder, S 14a (b) Securities Exchange Act of 1934. Hiervoor is een aparte stemming nodig ('say-on-parachutes').

29 s 14A(c) Securities Exchange Act of 1934.

30 Thans: Chapter 6 en Chapter 9 van de Companies Act (CA) 2006. Voor het 'advisory' karakter: s 439 (5) CA 2006.

31 s 439 (3), s 440 (2) CA 2006.

32 The Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) Regulations 2008/410, Schedule 8.

33 Al wat zij vinden is op p. 308 van hun artikel: slechts één van de vier door hen gebruikte beloningsvariabelen is positief significant verbonden met aandeelhoudersontevredenheid op een niveau van 10%.

34 Zie Eumedion, nieuwsbrief, juni 2012, p. 8. Zie ook: Amendments to the Enterprise and Regulatory Reform Bill as tabled on the 27 of June 2012, Amendments on Directors' Remuneration.

Literatuur

- Akerlof, G.A. (1970), The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, pp. 488-500.
- Bebchuk, L.A. en J. Fried (2003), Executive compensation as an agency problem, NBER Working Paper Series (NBER).
- Bizjak, J., M. Lemmon en T. Nguyen (2011), Are all CEOs above average? An empirical analysis of compensation peer groups and pay design, *Journal of Financial Economics*, vol. 100, no. 3, pp. 538-555.
- Brick, I.E., O. Palmon en J.K. Wald (2006), CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, no. 3, pp. 403-423.
- Cardinaels, E. en M. van de Wouw (2011), Beloningen voor bestuurders en de vergoeding van commissarissen onder de loep, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 85, pp. 342-351.
- Conyon, M. en G. Sadler (2010), Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: Say on pay in the UK, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 18, pp. 296-312.
- Cornelisse, R.J.M., P.J.W. Duffhues en R. Kabir (2005), Beloning van topbestuurders en ondernemingsprestaties in Nederland, *Economisch Statistische Berichten*, vol. 90, no. 4470, pp. 390-393.
- Davies, P.L. (2008), *Gower and Davies' principles of modern company law*, Londen: Sweet & Maxwell.
- Devers, C.E., G.P. Cannella, G.P. Reilly en M.E. Yoder (2007), Executive compensation: A multidisciplinary review of recent developments, *Journal of Management*, vol. 33, pp. 1016-1072.
- DiPrete, T.A., G.M. Eirich en M. Pittinsky (2010), Compensation benchmarking, leapfrogs, and the surge in executive pay, *American Journal of Sociology*, vol. 115, no. 6, pp. 1671-1712.
- Döll, M. (2009), Say on Pay: Ein Blick ins Ausland und auf die neue deutsche Regelung, in Institute for Law and Finance, Working Papers no. 107, Goethe-Universität Frankfurt.
- Ees, H. van, en G. van der Laan (2007), *De relatie tussen de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen en de*

prestaties van deze ondernemingen, Rijksuniversiteit Groningen.

- Eumedion (2011), *Uitgangspunten verantwoord bezoldigingsbeleid van het bestuur van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen*.
- Eumedion (2012), *Evaluatie AVA-seizoen 2012*.
- Fama, E.F. en M.C. Jensen (1983), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 303-325.
- Goh, L. en A. Gupta (2010), Executive compensation, compensation consultants, and shopping for opinion: Evidence from the United Kingdom, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 25, no. 4, pp. 607-643.
- Holzer, M. (2012), Standpuntbepaling van werknemers over het bezoldigingsbeleid: speak now or forever remain silent, *Ondernemingsrecht*, 2012/15, pp. 17-21.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- Knight, F.H. (1921, as reprinted in 1933), *Risk, uncertainty and profit*, Boston en New York: Houghton Mifflin company.
- Knoops, C. (2008), Transparantie in de beloningen van topsbestuurders, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 82, pp. 314-316.
- Laan, G. van der, H. van Ees en A. van Witteloostuijn (2010), Is pay related to performance in the Netherlands? *De Economist*, vol. 158, pp. 123-149.
- Lee, D.C. en B.D. O'Neill (2010), Dodd-Frank's 'say-on-pay' provisions, *Insights - The Corporate & Securities Law Advisor*, vol. 24, pp. 12-21.
- Mertens, G.M.H. en N. Knop (2010), The impact of ownership and board structure on CEO compensation in the Netherlands, Erasmus University, Rotterdam School of Management; zie: www.rsm.nl.
- Murphy, K.J. en T. Sandino (2009), Executive pay and 'independent' compensation consultants, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 49, pp. 247-262.
- Otten, J. (2007), Origins of executive pay & corporate governance reform codes, dissertatie Rijksuniversiteit Utrecht.
- Otten, J., H. Schenk en A. Verwer, 2008, De code Tabaksblat en de beloning van CEO's in Nederland, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 82, pp. 445-453.
- Rapp, S.N., M.O. Sperling en M. Wolff (2010), Who is asking the shareholders? Voting on management compensation in German listed firms - Evidence from the annual meeting season 2010, *SSRN*; zie: <http://ssrn.com/abstract=1723155>.
- Santen, B.P.A. en H. Beek (2006), Werkdruk en beloning van de commissaris, *Goed Bestuur*, 2006, no. 4, pp. 69-74.
- Schilfgaarde, P. van, en J. Winter (2009), *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer.
- Straathof, B., S. Groot en J. Möhlmann (2010), Hoge bomen in de polder. Globalisering en topbeloningen in Nederland, CPB Document 199.
- Vestering, P. (2011), *De bestuurdersbeloning: van bezoldigingsbeleid tot claw back*, hoofdstuk 7 in: *Corporate Governance Jaarboek 2011-2012*, (pp. 85-102), Deventer: Kluwer.
- Williamson, O.E. (1981), The modern corporation: origins, evolution, attributes, *Journal of Economic Literature*, vol. 19, pp. 1537-1568.
- Zijl, N.J.M. van (2012), *The Importance of board independence, a multidisciplinary approach*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, 90, Deventer: Kluwer.