

Onderzoekcentrum
Onderneming & Recht

ONDERNEMING
EN INTEGRITEIT

Onder redactie van
Prof.mr. I.P. Asscher-Vonk
Mr. A. van Hees
Prof.mr. R.H. Maatman
Mr. B.J. Schoordijk

SERIE ONDERNEMING EN RECHT
DEEL 39

 Kluwer
a Wolters Kluwer business

DE COMMISSARIS BELOOND

1. Inleiding

Het debat dat in de afgelopen periode is gevoerd over corporate governance draait in essentie om de vraag hoe de integriteit van het handelen van bestuurders en commissarissen van beursondernemingen kan worden verbeterd en bevorderd. De vele veranderingen in het Europese en nationale effectenrecht richten zich op integriteit jegens de markt en de beleggers. Het middel daartoe is vooral uitbreiding van disclosure en toezicht door de overheid en de accountant als 'gatekeeper'. Daarnaast echter is, vooral in de EU, ook de integriteit van bestuur en toezicht in beursondernemingen als zodanig aanleiding geweest om hun bestuurlijke inrichting door middel van best practice codes en de aanbevelingen van de Europese Commissie te verbeteren en te bevorderen. Zoals bekend is daarbij wat de commissarissen en non-executive directors betreft veel nadruk gelegd op hun onafhankelijkheid, zowel op het tijdstip van hun benoeming als nadien. In de discussie van de afgelopen jaren is veel aandacht besteed aan bestuurdersbezoldiging, vooral de variabele bestanddelen daarvan. In de rechtseconomische literatuur stonden enerzijds de effecten van 'alignment'² en anderzijds de verleidingen die vooral variabele beloningen oproepen sterk in de aandacht.³

1 Prof.mr. G.T.M.J. Raaijmakers is advocaat en partner bij NautaDutilh te Amsterdam en hoogleraar Europees bank- en effectenrecht te Maastricht.

2 Kabinetsreactie Code Tabaksblat, *Kamerstukken II* 2004/05, 29 449, nr. 1, p. 15. Zie ook *Kamerstukken II* 2001/02, 27 900, nr. 5, p. 3; *Kamerstukken II* 2004/05, 29 449, nr. 2, p. 10. Zo ook paragraaf 4.2 van het 'Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe' (Rapport Winter), Brussel, 4 november 2002, <ec.europa.eu/internal_market>. Zie verder C. de Groot, 'Bezoldiging van bestuurders van naamloze vennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 464-470. Ook in de VS wordt dit uitgangspunt nog altijd gehanteerd. Zie bv. L. Bebchuk en J. Fried, *Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge (VS) 2004, o.a. p. 10 e.v.

3 Zo ook het kabinet in *Kamerstukken II* 2004/05, 29 499, nr. 1, p. 11 e.v., in het bijzonder p. 15. Vgl. verder paragraaf 4.2 van het Rapport Winter; D. Skeel, *Icarus in*

De grondslag, methodiek en ontwikkeling van bezoldiging van commissarissen en non-executive directors bleef wat onderbelicht. Waar nu in het bijzonder door middel van onafhankelijkheidseisen wordt beoogd de integriteit van het toezicht te bevorderen, daar roept de verzwaarde taak van toezichthouders en de nauwere betrokkenheid bij het bestuur vanuit dit gezichtspunt opnieuw de vraag op naar de effectiviteit van de regels. Ook hier blijkt de ontwikkeling in de aard en het stelsel van bezoldiging een belangrijk element in de discussie te worden. Verzwaring van taken, verantwoordelijkheid en tijdsbeslag gaat reeds gepaard met verhoging van de bezoldiging van commissarissen en non-executive directors en steeds vaker gaat het dan ook om toekenning van variabele beloningen. Gespecialiseerde adviseurs op het terrein van beloning van topfunctionarissen voorspellen intussen dat resultaatafhankelijke beloning voor commissarissen slechts een kwestie van tijd is.⁴ Hoe past dat in het stelsel? Bedreigt dit de integriteit van toezichthouders?⁵ Of illustreert het veeleer de integratie van bestuur en toezicht?⁶

2. Het kader in Nederland

Het denken over commissarissenbeloning in de afgelopen decennia laat een opmerkelijk contrast zien. Artikel 2:145/255 BW luidt kort en goed 'De algemene vergadering kan aan de commissarissen een bezoldiging

the Boardroom, Oxford 2005, p. 154. Zie ook Bebchuk/Fried 2004, p. 4. Zie overigens ook de actuele discussie in de VS over het 'backdaten' van opties. Vgl. verder punt 3 van de verantwoording bij de Code Corporate Governance. Zie ook M Bertrand en S. Mullainathan, 'Are CEO's Rewarded for Luck? The Ones without Principles Are', *Quarterly Journal of Economics* 2001, p. 901-932; Jensen/Murphy (2004), p. 22. Laatstgenoemden beschouwen corporate governance en beloning als 'highly inter-related'. Het onderwerp behoort, aldus de regering in de Nota Modernisering Ondernemingsrecht, tot het vraagstuk van integriteit, zij het dat ervoor wordt gewaarschuwd dat regels fraude niet zullen kunnen voorkomen. Zie *Kamerstukken II 2005/06*, 29 752, nr. 2, p. 13-14; *Kamerstukken II 2003/04*, 28 179 nr. 31, p. 6 en nr. 52, o.m. op p. 8.

4 Zo bijvoorbeeld Spaans en Van Manen, beide geciteerd in P. Couwenbergh 'Nieuw bindmiddel commissaris', *Fd* 7 juni 2006, p. 11. In dit artikel wordt ervaring melding gemaakt dat de beloningsmethode nu al in opkomst is in Nederland.

5 In die zin Cools, als geciteerd in P. Couwenbergh, 'Grenzen aan aandeelhoudersmacht', *Fd* 9 juni 2006, p. 9. Vgl. ook Kalff in P. Couwenbergh, 'Kalff tegen aandelenbeloning', *Fd* 15 juni 2006, p. 1 en Loudon in P. Couwenbergh, 'Nieuw bindmiddel commissaris', *Fd* 7 juni 2006, p. 11.

6 Vgl. Van Lede, als geciteerd in P. Couwenbergh, 'Commissaris wordt in aandeeler beloond', *Fd* 7 juni 2006, p. 1.

toekennen.⁷ Enkele decennia geleden dacht men daarbij dan al snel aan de mogelijkheid om commissarissen een winstafhankelijke beloning te vertrekken in de vorm van een statutair tantième. Het was jaren '60 van de vorige eeuw zelfs de meest gebruikelijke beloningsvorm, zoals Van der Grinten beschrijft in zijn artikel over 'Honorering van commissarissen' in *De NV 1960-1961*.⁸ Naast deze vorm onderkent hij een vaste beloning, onafhankelijk van de resultaten van de vennootschap, en het verstrekken van presentiegeld per vergadering. Van der Grinten geeft aan geen keuze te willen maken tussen deze 'systemen'. Per geval moet volgens hem bekeken worden welk systeem de voorkeur geniet. Ieder systeem heeft daarbij voor- en nadelen. Tegen het verstrekken van tantième kan men volgens hem aanvoeren dat de commissaris geen eigenlijke ondernemersfunctie vervult en dat hem dan ook geen deel in de ondernemerspremie, de overwinst zou toekomen. Hij geeft echter meteen aan dat het maar de vraag is of dit argument terecht is. Verder kan volgens Van der Grinten worden betoogd dat de werkzaamheden en de verantwoordelijkheid van de commissaris in het geheel niet afhankelijk zijn van of in relatie staan tot de resultaten van de vennootschap. Een derde bedenking kan volgens hem zijn dat het statutaire winstdeel kan leiden tot extravagante tantièmebedragen. Opmerkelijk is dat hij niet ingaat op mogelijke aantasting van de onafhankelijkheid en integriteit van de commissaris, welke hij eerder, samen met kennis en ervaring, had aangemerkt als een waarborg voor verantwoord beleid van de ondernemingsleiding.⁹

Inmiddels is het gebruikelijk geworden dat ondernemingen hun commissarissen geen winstafhankelijke beloning geven, maar juist een vaste beloning,¹⁰ zij het dat beloning in aandelen of opties nog steeds wel

7 Zie over het ruime begrip bezoldiging: I. Meijer-Wagenaar, 'Over beloningen van bestuurders: Art. 2:135 BW en de relatie met het arbeidsrecht', *WPNR* 6682 (2006), p. 684.

8 W.C.L. van der Grinten, *Verspreide geschriften van W.C.L. van der Grinten*, Deventer 2004, p. 556. Zie ook W.C. Treurniet, *De NV*, p. 13-14. Zie verder HR 21 mei 1943, *NJ* 1943, 484.

9 Zie overigens E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, Zwolle 1992, waar Van der Grinten vanaf de twaalfde druk in 1992 aan de genoemde bezwaren toevoegt: 'Voor de vennootschappelijke verhouding is het wenselijk, dat persoonlijke belangen van commissarissen zoveel mogelijk zijn uitgeschakeld.' Vgl. ook J.R. Glasz, *De commissaris, Aanbevolen gedragsregels*, Deventer 1992, p. 61.

10 P. Sanders en W. Westbroek, *BV en NV*, negende druk, bewerkt door F.K. Buijn en P.M. Storm, Deventer 2005, p. 202. Zie ook VEB Monitor, *Effect* 10 december 2005, p. 28, waaruit blijkt dat door Nederlandse beursvennootschappen massaal wordt voldaan aan Principe III.7 van de Code Corporate Governance dat aan een commissaris geen aandelen of opties worden toegekend als onderdeel van de beloning.

voorkomt.¹¹ Deze praktijk lijkt een weerspiegeling van de zo belangrijk geachte onafhankelijkheid van de commissaris. Aan die praktijk heeft mogelijk ook een wijziging van artikel 2:140/250 BW bijgedragen: commissarissen hebben uitdrukkelijk de opdracht om zich bij de vervulling van hun taken te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (ook al sloot die wijziging aan bij de bestaande rechtspraktijk).¹² De wet houdt nog altijd nadrukkelijk rekening met de mogelijkheid dat commissarissen een variabele beloning genieten. Dit blijkt uit de bepalingen die zien op disclosure van het beloningsbeleid in jaarrekeningen waar ook gesproken wordt over toekenning van opties en winstdeling aan commissarissen.¹³ Uit alles blijkt echter dat dergelijke variabele beloningen voor commissarissen in een negatief daglicht zijn komen te staan. Voor beursvennootschappen geldt uit hoofde van artikel 2:383c lid 3 en 383d lid 2 BW dat de mogelijkheid van toekenning van variabele beloning weliswaar erkend wordt, maar tegelijkertijd bestempeld wordt als iets dat nadrukkelijk nadere uitleg behoeft.¹⁴

Die negatieve perceptie klinkt door in corporate governance principes. Al in het Rapport van de Commissie Peters van 1997 werd aangenomen dat het niet getuigt van goede corporate governance om commissarissen een variabele beloning toe te kennen.¹⁵ In zijn rapport voor de Europese Commissie zei de Commissie Winter over het onderwerp in 2002 het volgende:

“We believe that remuneration of non-executive or supervisory directors in shares or share options, or which is otherwise related to the company’s performance, should not generally be prohibited, but such remuneration should disqualify the non-executive or supervisory director from being independent.”¹⁶

De Europese Commissie heeft dit punt vervolgens in de uitvoering van het EU Corporate Governance Actieplan¹⁷ opgepakt in haar Aanbeveling

11 C.W. de Monchy (red.), *Corporate Governance in Nederland*, Den Haag 2004, p. 134.

12 Asser-Maeijer 2-III (2000), p. 478 e.v.; HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465.

13 Art. 2:383c lid 3 en 2:383d lid 2 BW.

14 Vgl. ook Sanders/Westbroek 2005, p. 203, waar zij daaruit afleiden dat de wetgever dergelijke variabele beloning kennelijk als minder gewenst beschouwt.

15 Zie paragraaf 2.13 en 2.14 Rapport Commissie Peters van juni 1997.

16 Rapport Winter, paragraaf 4.2 (zie noot 2).

17 COM(2003)284 def.

over de taak van toezichhouders binnen de vennootschap.¹⁸ In Bijlage II daarvan worden criteria voor onafhankelijkheid van commissarissen opgesomd ter evaluatie voor uitwerking binnen de nationale context. Als één van die mogelijke criteria wordt genoemd het niet ontvangen van een significante aanvullende beloning, met name in de vorm van deelname aan een aandelenoptieregeling of aan een andere resultaatgerelateerde beloningsregeling.

De Commissie Tabaksblat ging in 2003 nog een stap verder met haar principe dat de beloning van commissarissen niet afhankelijk dient te zijn van de resultaten van de vennootschap.¹⁹ In de best practice-bepalingen wordt daaraan toegevoegd dat aan een commissaris geen aandelen en/of rechten op aandelen dienen te worden toegekend. Verder wordt bepaald dat het eventuele aandelenbezit van een commissaris in de vennootschap slechts mag dienen ter belegging op de lange termijn, dat er een reglement dient te zijn over transacties van commissarissen in aandelen in de vennootschap, en dat aan hem in beginsel geen persoonlijke leningen, garanties en dergelijke mogen worden verstrekt.²⁰

De conclusie is dus dat naar huidig Nederlands recht beloning van commissarissen in aandelen, opties of andere resultaatafhankelijke beloning weliswaar is toegestaan, maar sterk wordt ontmoedigd door de morele opvatting dat een commissaris die een resultaatafhankelijke beloning geniet, niet in staat zou zijn om zijn rol van onafhankelijke toezichhouder op passende wijze en zuiver te vervullen. Dat heeft ook een krachtige reflexwerking op niet-beursgenoteerde ondernemingen. Ook zij hebben bij resultaatafhankelijke beloning van commissarissen naar hun aandeelhouders 'iets uit te leggen'.

Overigens wordt wel aangenomen dat de commissaris geen *recht* heeft op beloning, in welke vorm dan ook. Het is een eenzijdig door de

18 Aanbeveling van de Commissie van 15 februari 2005 betreffende de taak van niet bij het dagelijks bestuur betrokken bestuurders of commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen en betreffende de comités van de raad van bestuur of van de raad van commissarissen, (2005/162/EG, *PbEG*. 2005, L. 52/51). Zie overigens ook de Aanbeveling van de Commissie van 14 december 2004 ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen, (2004/913/EG, *PbEG*. 2004, L. 385/55) waar het punt niet terugkomt. De term 'bestuurders' moet in deze aanbeveling ruim worden opgevat en omvat volgens artikel 2.1 ook de leden van een toezichhoudend orgaan van de vennootschap.

19 Principe III.7 van de Code Corporate Governance.

20 Resp. III.7.1 t/m III.7.4 van de Code Corporate Governance.

vennootschap vastgestelde vergoeding.²¹ Die constatering heeft een wat theoretisch karakter nu een kandidaat zijn taak mede zal aanvaarden vanwege de alsdan geldende en hem in het vooruitzicht gestelde vergoedingen. Ik memoreer dat de wet intussen met de mogelijkheid van toekenning van aandelen en opties aan commissarissen rekening houdt (artikel 2:383c lid 3 BW). Wat de besluitvorming binnen de vennootschap betreft, ziet het in 2004 gewijzigde artikel 2:135 BW echter slechts op goedkeuring door de ava van aandelen- en optieplannen voor bestuurders van de NV.²² De ava is uiteraard al bevoegd om te besluiten tot vaststelling van vergoedingen aan commissarissen (artikel 2:145 BW), maar de artikelen 2:135 jo. 2:383c-e BW zijn nu juist mede bedoeld om de ava adequate informatie te verstrekken op basis waarvan zodanige besluiten kunnen worden genomen. Die ontbreken bij beloning voor commissarissen. Omgekeerd is artikel 2:135 BW ook weer ruimer dan 2:145 BW, aangezien het in lid 3 de mogelijkheid laat om bij de statuten een ander orgaan voor de toekenning van individuele bezoldiging aan te wijzen. Voor besloten vennootschappen geldt blijkens artikel 2:245 en 2:383b BW een beperktere regeling.²³ Hoewel daar weinig gegevens over bekend zijn, bestaat de indruk dat in besloten verhoudingen meer gebruik wordt gemaakt van de mogelijkheid om commissarissen een variabele beloning te verstrekken, met name in gevallen waar de vennootschap gedomineerd wordt door een private equity-aandeelhouder.²⁴

3. Vergelijking met buitenlandse stelsels

Gelet op onze internationaliserende wereld, is het van belang om kort stil te staan bij de praktijk in het buitenland. Veel buitenlandse stelsels kennen

21 Zie J.M. Blanco Fernández, *De raad van commissarissen bij de NV en BV* (diss. Maastricht), Deventer 1993, p. 97 e.v.; Asser-Maeijer 2-III (2000), p. 487-488. Ook op een exit-vergoeding hebben commissarissen geen recht. Van der Grinten (*Verspreide geschriften*, p. 555) schreef hierover: 'Ik acht in het algemeen een schadeloosstelling in strijd met de eigen aard van deze functie, terwijl er ook sociaal geen termen bestaan om aan het ontslag van een commissaris schadeloosstelling te verbinden.' Ik meen dat deze benadering nog nu nog de juiste is.

22 Zie daarover De Groot 2005, p. 464 e.v. (zie noot 2).

23 Die overigens wat jaarrekeningendisclosure betreft ook geldt voor NV's met een besloten karakter.

24 Vgl. K. Kodde, 'De Private Equity Buy Out Transactie: structurering van de equity, aandeelhouders- en verkoopafspraken', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 583; P. Couwenbergh, 'Kalff tegen aandelenbeloning', *Fd* 15 juni 2006, p. 1.

zoals bekend een one-tier-board, in plaats van het in Nederland gebruikelijke two-tier-systeem. Toezicht wordt in dat eerste stelsel uitgeoefend door de zogeheten non-executive directors, ook wel outside directors genoemd.²⁵ Dat is ook het geval in de Verenigde Staten. Niet-Amerikaanse ondernemingen met een notering aan de New York Stock Exchange (NYSE), zijn tevens onderworpen aan diens beursregels. In 2003 zijn daar door de SEC goedgekeurde corporate governance regels aan toegevoegd, die onder meer betrekking hebben op de onafhankelijkheidseisen voor non-executive directors. Toekenning van aandelen of opties is niet verboden en wordt in het algemeen niet gezien als een beperking van de onafhankelijkheid van directors. Als toelichting bij de regel dat directors om als onafhankelijk te worden aangemerkt geen 'material relationship' met de vennootschap mogen hebben (inclusief een aandeelhouderschap) wordt zelfs opgemerkt:

"(...) as the concern is independence from management, the Exchange does not view ownership of even a significant amount of stock, by itself, as a bar to an independence finding."²⁶

Wel wordt bepaald dat bij overschrijding van een maximale jaarlijkse vergoeding van \$ 100.000 een director niet langer kwalificeert als 'independent'.²⁷ Aandelen- en optieaandelenplannen dienen als regel te worden voorgelegd aan de aandeelhouders, ook die voor non-executive directors.²⁸

In de Amerikaanse praktijk is de beloning van non-executive directors in aandelen niet ongebruikelijk en er lijkt zelfs sprake van een toename. Uit een onderzoek van de Conference Board uit 2004 blijkt dat de vergoeding van non-executive directors enkele jaren na de 'corporate scandals' fors was toegenomen, mede als gevolg van beloning in aandelen en stock opties.²⁹ In 2005 zette die trend zich verder door. Veel Amerikaanse ondernemingen hechten er grote waarde aan dat hun non-executive directors aandelen bezitten in de onderneming en keren vaak een substantieel deel van de beloning uit in aandelen, al dan niet in combinatie met

25 Of soms gewoon 'directors'.

26 Section 303A.02(a) NYSE Listed Company Manual.

27 Section 303A.02(b) NYSE Listed Company Manual.

28 Section 303A.08 NYSE Listed Company Manual.

29 Zie het rapport over Directors' Compensation and Board Practices in 2006 (Report No. 1396) van The Conference Board.

opties.³⁰ Voorbeelden zijn IBM,³¹ Microsoft,³² en Mc Donalds.³³ Coca Cola kwam in de lente van 2006 in het nieuws met het principiële standpunt dat zij haar non-executive directors nog uitsluitend een variabele beloning zal verstrekken die is gekoppeld aan bepaalde 'performance targets'. CEO Neville Isdell merkte daarover op:

"This all-or-nothing approach to Board compensation aligns the interests of our Directors with those of shareowners more closely than any other compensation formula I have seen."³⁴

Warren Buffet, grootste aandeelhouder en - inmiddels - voormalig lid van de Board van de onderneming, geeft aan 'nog nooit zo'n goed systeem [te hebben gezien]'.³⁵

Dit alles neemt niet weg dat dit ook in de VS tot discussies leidt. Ook de nieuwe beloningsstructuur van Coca Cola oogstte behalve lof ook kritiek, bijvoorbeeld dat het gezien de grote 'downside' een te sterke prikkel geeft om gericht te zijn op de korte termijn resultaten van de onderneming, en dat het lastig is zo een systeem manipulatie-ongevoelig te maken.³⁶ Ook in meer brede zin bestaat er twijfel. Zo keert het zogenaamde Breeden-Report, dat is opgesteld naar aanleiding van het WorldCom-debacle, zich tegen het toekennen van stock opties en grote pakketten aandelen aan non-executives, zij het dat het participeren in 'mandatory stock

30 Vgl. R.A.G. Monks en N. Minow, *Corporate Governance*, Malden/Oxford/Victoria 2004, p. 246-247.

31 2006 proxy statement, <www.ibm.com>.

32 Zie daarover pt. 22 en 23 van de Microsoft Corporate Governance Guidelines van augustus 2006, <www.microsoft.com>.

33 Form 8-K van 31 mei 2006, <www.sec.gov/edgar>. Zie ook Bebchuck/Fried 2004, p. 205 e.v.; D. Yermack, *Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors*, <www.ssm.com> februari 2003, p. 5 e.v., waar hij laat zien dat sinds de jaren '80 resultaatgerelateerde beloning een steeds belangrijker onderdeel is gaan uitmaken van de bezoldiging van non-executive directors. Vgl. ook S. Bhagat, D.C.C. Carey en C.M. Elson, *Director Ownership, Corporate Performance, and Management Turnover*, <www.ssm.com> oktober 1999.

34 Persbericht Coca Cola van 5 april 2006, <www.coca-cola.com>. Zie ook Form 8-K van 4 april 2006, <www.sec.gov/edgar>. Zie verder *Fd* 2 juni 2006, p. 7: 'Met ingang van dit jaar krijgen deze "non executive directors" jaarlijks een aandelenpakket ter waarde van \$ 175.000. Tenminste, als de onderneming haar winstdoelstellingen haalt: een jaarlijkse winstgroei van 8% over een periode van drie jaar. De toezichthouders ontvangen dus geen cent tot 2009, en misschien ook dan niets.'

35 *Fd* 7 april 2006, p. 15. Zie ook *Compliance Week*, 18 april 2006.

36 Zie bv. 'Things Won't Go Better With Coke Board Pay Plan', <www.Bloomberg.com> 12 april 2006; 'Director Pay: Will Things Go Better at Coke?', <www.PayScale.com> 6 april 2006; ISS Corporate Governance Blog, Daily Post, <blog.issproxy.com> 7 april 2006.

investment programs' juist wel werd aangemoedigd.³⁷ 'Alignment' moet niet worden overschat en bovendien kan de toekenning van grote pakketten aandelen non-executives minder kritisch maken over het verwaterings-effect van aandelen- en optieplannen, zo is de idee. Die kritiek is niet gevolgd blijkens de toename van variabele beloning in de afgelopen jaren.

In Engeland lijkt de weerstand tegen variabele beloning voor non-executive directors zich vooral toe te spitsen op verstrekking van opties op aandelen. De UK Combined Code laat resultaatgebonden beloning voor non-executives toe en indiceert dat het remuneration committee moet overwegen of directors in het algemeen in aanmerking zouden moeten komen voor 'long-term incentive schemes'.³⁸ Aandelenbezit dient bevorderd te worden. In navolging van het Higgs-rapport bepaalt de Code dat beloning voor non-executive directors geen opties op aandelen dient te omvatten en dat voorafgaande goedkeuring van de afdeling nodig is als daarvan wordt afgeweken.³⁹ Het Higgs-rapport stelde overigens dat non-executive directors de mogelijkheid zouden moeten hebben om een deel van hun beloning te ontvangen in aandelen,⁴⁰ zulks in aansluiting op de bestaande praktijk. De Combined Code zwijgt hierover. Wel duidt deze aan dat één van de omstandigheden die afbreuk kunnen doen aan de onafhankelijkheid van non-executive directors is gelegen in participatie in 'the company's share option or a performance-related pay scheme'.⁴¹

Het zijn overigens ook niet alleen one-tier-systemen waar resultaatafhankelijke beloning wordt verstrekt. In Duitsland, dat net als Nederland een duidelijk two-tier-stelsel heeft, zijn die beloningsvormen voor leden van de Aufsichtsrat gebruikelijk.⁴² Het wordt zelfs als best practice-norm gezien. Paragraaf 5.4.7 van de Duitse Corporate Governance Codex luidt:

37 Part III van Restoring Trust: Report to The Hon. Jed. S. Rakoff, The US District Court for the Southern District of New York on Corporate Governance For The Future of MCI, Inc., prepared by Richard C. Breeden, *Corporate Monitor* augustus 2003. Zie verder Recommendation 3.04.

38 Schedule A, punt 2 van The Combined Code on Corporate Governance, juni 2006.

39 Paragraaf B.1.3 van de Combined Code. Vgl. ook G. Morse, *Charlesworth Company Law*, London 2005, p. 397 e.v.

40 Paragraaf 12.26 van de Review of the role and effectiveness of non-executive directors, Derek Higgs, januari 2003.

41 Paragraaf A.3.1 van de Combined Code. Vgl. ook C.A. Mallin, *Corporate Governance*, Oxford 2004, p. 114.

42 Zie ook De Monchy 2004, p. 135. Zie ook bv. <corporate.basf.com>, waaruit blijkt dat BASF haar commissarissen een resultaatgerelateerde bonus toekent. Zie verder het jaarverslag van Volkswagen 2005, p. 186, waaruit blijkt dat van de totale beloning voor commissarissen voor nog minder dan 1/8e deel bestaat uit vaste beloning.

“Compensation of the members of the Supervisory Board is specified by resolution of the General Meeting or in the Articles of Association. It takes into account the responsibilities and scope of tasks of the members of the Supervisory Board as well as the economic situation and performance of the enterprise. Also to be considered here shall be the exercising of the Chair and Deputy Chair positions in the Supervisory Board as well as the chair and membership in committees.

Members of the Supervisory Board shall receive fixed as well as performance-related compensation. Performance-related compensation should also contain components based on the long-term performance of the enterprise.

The compensation of the members of the Supervisory Board shall be reported individually in the Corporate Governance Report, subdivided according to components. Also payments made by the enterprise to the members of the Supervisory Board or advantages extended for services provided individually, in particular, advisory or agency services shall be listed separately in the Corporate Governance Report.”

Volgende de Duitse Codex vormt een resultaatafhankelijke beloning van commissarissen verder geen belemmering voor de kwalificatie van onafhankelijkheid.⁴³ Wel moet die beloning dus blijkens voorgaande paragraaf gespecificeerd worden vastgesteld door de ava of gespecificeerd worden vastgelegd in de statuten van de vennootschap. Dit gaat verder dan het Nederlandse systeem waar slechts bij besluiten over bestuurdersbeloning voorgeschreven wordt dat hiertoe een gespecificeerd voorstel aan de ava wordt voorgelegd.⁴⁴

Dat het beeld overigens wisselend is, blijkt uit de situatie in België. Daar kent men weliswaar een one-tier-systeem en is het in de praktijk niet uitzonderlijk dat niet-uitvoerend bestuurders participeren in stock-optieplannen, maar in de Code Lippens wordt net als in Nederland bepaald dat zij als regels van best practice geen resultaatgebonden remuneratie ontvangen zoals bonussen of aandelengerelateerde incentiveprogramma's op lange termijn.⁴⁵

4. De rol van de commissaris in een nieuw systeem

De vraag of het wenselijk is commissarissen variabel, resultaatgerelateerd te belonen, is onlosmakelijk verbonden met de bredere vraag naar de rol,

43 Paragraaf 5.4.2 van de Duitse Corporate Governance Codex.

44 Zie daarover hiervoor paragraaf 2.

45 Principe 7.4 van de Belgische Corporate Governance Code.

taken en verantwoordelijkheden van de commissaris. Die rol is minder duidelijk dan wel wordt verondersteld en het debat over de beloning legt dat bloot. Het bevreemdt dan ook allerminst dat al heel lang wordt gediscussieerd over de taak en rol van commissarissen. Heeft hij (ook) een maatschappelijke functie? Of is hij, zoals vaak wordt gesteld, slechts de 'vriend van het bestuur'? Is hij, anders gezegd, vertrouwensfiguur van het bestuur of juist van de afa, de beleggers of zelfs van 'het publiek'? Het zijn vragen waar al in de eerste helft van de vorige eeuw over werd gedebatteerd.⁴⁶ In het rapport van de Commissie Verdam werd zelfs de introductie van een 'commissaris algemeen belang' voorgesteld. De discussies die hebben geleid tot invoering van het structuurregime hebben - in deze ontwikkeling - ook geleid tot de invoering (in 1971) van de huidige wettelijke gedragsnorm voor commissarissen van artikel 2:140/250 BW. Van stond af aan had die opdracht een tweeslachtig karakter. Niet alleen moet de raad immers 'toezicht (...) houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming'. Ook staat hij 'het bestuur met raad terzijde'. Bij de vervulling van zijn taak moeten de commissarissen zich bovendien niet laten leiden door deelbelangen, maar zich richten 'naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.'

Het was een soort toverformule die nadien onderwerp bleef van veel discussies. Wat is 'het vennootschappelijk belang'? Hoe is de overheidscommissaris met het concept van onafhankelijkheid te verenigen?⁴⁷ Hoe kan een commissaris twee heren tegelijkertijd dienen, het bestuur én de aandeelhouders?⁴⁸ Hierbij moet worden opgemerkt dat een rvc in besloten verhoudingen uiteraard een andere positie inneemt dan in open beursondernemingen met sterk gespreid aandelenbezit. Anders echter dan men mogelijk zou verwachten, fungeert de rvc in besloten verhoudingen in het algemeen sterker als 'vertegenwoordiger' van aandeelhouders dan in beursondernemingen. De praktijk laat zien dat de rvc in besloten verhoudingen vaak geheel of ten dele bestaat uit aandeelhoudersvertegenwoordigers, terwijl in open verhoudingen de rvc juist dicht bij het

46 Zie daarover bv. W.C.L. van der Grinten, 'De miskende commissaris', in: *Verspreide geschriften*, Deventer 2004, p. 547 e.v. en M.W. den Boogert, 'De vergeten band tussen raad van commissarissen en algemene vergadering; de Januskop van de commissaris', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 252 e.v.

47 Zie daarover bv. H.J.M.N. Honée, 'De overheidscommissaris en de norminstructie van het vennootschappelijk belang', in: E.A.A. Luijten e.a. (red.), *Goed en trouw* (Van der Grinten-bundel), Zwolle 1984, p. 105 e.v.

48 Vgl. o.m. H.J.M.N. Honée, 'Commissarissen, gezanten uit Niemandland?', *De NV* 1996, p. 276 e.v.

bestuur staat en min of meer tegenover de aandeelhouders, althans dat is de perceptie van velen. Hierbij past de kanttekening dat het werk van commissarissen in de regel niet zichtbaar is en zij pas 'face to face' verantwoording afleggen aan aandeelhouders over hun eerdere taakvervulling. De perceptie blijft echter, terecht of onterecht, sterk.⁴⁹

Dat commissarissen na de boekhoudschandalen als spil van het 'old boys network' veel kritiek kregen, was dan ook niet verbazingwekkend. Verschillende ideeën voor een principiële nieuwe invulling van hun rol werden gelanceerd, zoals het voorstel om de impasse te doorbreken door de adviserende rol van de rvc onder te brengen bij nieuw in te stellen non-executieve leden van de raad van bestuur en de toezichhoudende rol te laten bij een afzonderlijke rvc.⁵⁰ 'Tabaksblat' koos een andere weg. In de Code Corporate Governance wordt de rol van de rvc in het Nederlandse governance-systeem aanzienlijk verzwakt. Velen zien hierin een verschuiving naar een one-tier-model, zodat wij inmiddels bij een 1,5-tier zijn beland.⁵¹ Toch legt de Code ook sterk de nadruk op de onafhankelijkheid van de commissaris, een lijn die ook de Europese Commissie stimuleert.⁵² De rol van de commissarissen wordt ook door andere ontwikkelingen verzwakt, vooral door een steeds grotere verantwoordingsplicht en nadruk op medeverantwoordelijkheid.⁵³ Commissarissen gaan strenger en meer zichtbaar optreden, mede onder invloed van overheidstoezichhouders en de rechterlijke macht.

Dit wordt geïllustreerd door ontwikkelingen als het besluit van DNB om in de zomer van 2006 het vertrouwen in de CEO van een bank op te zeggen en daarmee impliciet de rvc te 'overrulen' die van mening was dat de compliance-fouten met een interne boete konden worden afge-

49 Vgl. hierover ook Den Boogert 2005, p. 252 e.v.

50 J.G. Wissema, 'Splits toezicht en advies onderneming', *Fd* 28 augustus 2003.

51 Vgl. H. Beckman, 'Enkele losse gedachten bij en over commissaris, toezicht en controle', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 251; P.C. van den Hoek, 'Verantwoording en de Raad van Commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 344. Zie uitgebreid over de juridische verschillen tussen het one-tier- en het two-tier-model S. Dumoulin, 'De positie van niet-uitvoerend bestuurders in het monistisch bestuursmodel', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 266 e.v.

52 Aanbeveling van de Commissie van 15 februari 2005 betreffende de taak van niet bij het dagelijks bestuur betrokken bestuurders of commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen en betreffende de comités van de raad van bestuur of van de raad van commissarissen (2005/162/EG, *PbEG*. 2005 L. 52/51).

53 Die ook direct of indirect wordt beïnvloed door SoX. Zie daarover M.J. van Ginneken, 'De 'Sarbanes-Oxley Act of 2002': het Amerikaanse antwoord op Enron (II)', *Ondernemingsrecht* 2004, p. 152 e.v.

daan,⁵⁴ de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam in de Ahold-strafzaak dat het onbegrijpelijk is en onbehoorlijke taakvervulling oplevert als een lid van het audit committee en van de rvc de managementletters niet bestudeert,⁵⁵ en het scherpere toezicht dat de Ondernemingskamer verwachtte van de commissarissen in een cruciale en kwetsbare periode voor de bewuste vennootschap in de Laurus-uitspraak.⁵⁶ Dat die signalen het handelen van commissarissen beïnvloeden, zien wij in het snellere gebruik van hun bevoegdheid om bestuursleden te ontslaan, een afnemende tolerantie en de facto een sterkere invloed. Nog in 2000 schreef Maeijer:

“De raad van commissarissen [dient] niet, zoals soms ten onrechte wordt aangenomen, (...) op te treden als een soort super-bestuur dat hiërarchisch staat boven het bestuur. (...) Een voortdurend toezicht op het dagelijks beleid van het bestuur behoort niet tot de taak van de raad van commissarissen; het is in de praktijk ook niet te realiseren.”⁵⁷

Die stelling lijkt snel achterhaald te worden door de feiten.

De ambivalente positie van commissarissen tussen bestuur en ava is echter nog steeds onopgelost. Tabaksblat maakte niet een echte keuze. Door enerzijds de afstand van de rvc tot het bestuur te verkleinen en anderzijds in het belang van de aandeelhouders en de vennootschap de afstand te vergroten door een sterke nadruk op hun onafhankelijke positie, leidt die ambivalentie tot een nauwelijks uitvoerbare opdracht. Den Boogert sprak over ‘een verknipte figuur’⁵⁸ en bepleit alsnog een duidelijke keuze voor meer afstand tussen bestuur en rvc. Commissarissen moeten volgens hem ontvankelijker zijn voor de behoeften van aandeelhouders aan toezicht en verantwoording.⁵⁹ Kiezen zij anders, dan zal zijns inziens het zwaartepunt van de zeggenschapsuitoefening door aandeelhouders zich verplaatsen naar gremia buiten de ava en wordt de besluitvorming ongrijpbaar. We zouden de facto opschuiven naar een one-tier-model, waarbij het er niet meer toe doet welke de functionele benamingen

54 G. van der Marel en P. Battes, ‘DNB stuurt topman van bank Kempen weg; overtredingen privétransacties’, *Fd* 28 augustus 2006, p. 1.

55 Rb. Amsterdam 22 mei 2006, rolnr. 13/993038-04, r.o. 4.4.

56 Zij het dat de Hoge Raad de uitspraak uiteindelijk vernietigde, overigens zonder inhoudelijk op dit punt in te gaan: HR 8 april 2005, *NJ* 2006, 443, m.nt. G. van Solinge.

57 Asser-Maeijer 2000 (2-III), nr. 341. Zie in vergelijkbare zin M.J.G.C. Raaijmakers, ‘Over taak en verantwoordelijkheid van commissarissen’, in: J.M.M. Maeijer e.a. (red.), *De Bankier als Jurist* (Langman-bundel), Deventer 1991, p. 175 e.v.

58 Den Boogert 2005, p. 252-254.

59 Den Boogert 2005, p. 256.

zijn voor de hoedanigheden van de betrokken personen waarvan men zich dan nog wenst te bedienen. Ik betwijfel echter of die ontwikkeling nog af te wenden te is en of het zinvol is daarop de aandacht te richten.

Checks & balances kunnen vele vormen en maten hebben. Het ene model is niet noodzakelijk beter dan het andere.⁶⁰ Krachten en tegenkrachten moeten elkaar in een werkbare en vruchtbare verhouding in evenwicht houden. Lange tijd zochten wij die in Nederland tussen bestuur en rvc, met name in open verhoudingen en beursvennootschappen. De vraag is of dat inmiddels nog afdoende werkt. De internationalisering van ondernemingen en financiële markten veroorzaakt een sterke druk om ons te conformeren aan breed in de westerse wereld geaccepteerde best practice-standaarden. Eén daarvan is de one-tier-board. Two-tier-boards komen nog slechts in enkele westerse landen voor.⁶¹ Ik wil de debatten over de voor- en nadelen van de twee modellen⁶² niet bagatelliseren, maar toch is die ontwikkeling op zichzelf reeds een belangrijke drijfveer voor ondernemingen om op te schuiven naar een one-tier-systeem. Nog belangrijker is dat aandeelhouders steeds meer zelf de leiding van ondernemingen gaan monitoren en hun invloed gebruiken als zij daar aanleiding toe zien. Aandeelhouders worden mondiger, hebben minder geduld, manifesteren zich nadrukkelijk wanneer zij vinden dat de onderneming - in hun ogen - onjuiste keuzes maakt en maken steeds meer daadwerkelijk gebruik van hun rechten.⁶³ Hetzelfde geldt voor de AFM als overheidstoezichthouder, hetgeen in mijn ogen overigens een minder wenselijke ontwikkeling is. De AFM zou in mijn ogen meer op de achtergrond dienen te blijven voor het geval de dialoog tussen aandeelhouders en onderneming ontoereikende resultaten oplevert: het UK-model, in plaats van het VS-model, kort gezegd.⁶⁴

60 Vgl. A. Shleifer & R. W. Vishny, 'A Survey of Corporate Governance', *Journal of Finance*, Volume 52, No. 2, 1997; K.J. Hopt en P.C. Leyens, 'Board Models in Europe - Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy', *Company & Securities Law Review*, Vol. 1 (2005), p. 217-245.

61 Vgl. Pitlo-Raaijmakers 2006, p. 404.

62 Zie bv. C. Graziano en A. Loporini, 'Ownership Concentration, Monitoring and Optimal Board Structure', <www.ssrn.com> september 2005 en C.J.A. van Lede, 'De rol van de voorzitter', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 258 e.v., die overigens opmerkt dat de verschillen tussen de beide modellen in de praktijk niet overdreven moeten worden.

63 Vgl. de bijdrage van R.H. Maatman in deze bundel.

64 Zie uitgebreider G.T.M.J. Raaijmakers, 'Actuele ontwikkelingen over aandeelhoudersinvloed', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2006, p. 4 e.v. Zie over de rol van de AFM verder L. Timmerman, 'De AFM in de Nederlandse rechtsstaat', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 204 e.v.

Het is een internationale ontwikkeling en vooralsnog onomkeerbare ontwikkeling.⁶⁵ Natuurlijk moet misbruik van rechten door aandeelhouders worden voorkomen en ik sluit niet uit dat daarom de spelregels op sommige punten aangescherpt worden. Intussen lijkt de ontwikkeling wel degelijk de disciplinerende effecten te hebben die ervan werden verwacht.⁶⁶ Als 'residual claimants' lijken die aandeelhouders ook beter geschikt om die rol te vervullen dan de rvc, vooral gelet op de grote afstand tussen ondernemingsleiding en aandeelhouders in beursvennootschappen. Dat het spel zich dan vaak buiten de ava afspeelt, zie ik niet als een groot bezwaar. Het sluit aan bij de internationale ontwikkelingen: in de meeste Westerse landen is dat gebruikelijk en wordt dat vaak actief bevorderd. Marktmissbruikregels behoren te worden nageleefd, maar ook dat is elders geen belemmering.⁶⁷ Ik zou dan ook willen bepleiten aandeelhouders de mogelijkheid te geven hun actieve rol nader in te vullen en er vooral op te letten of de 'randvoorwaarden' (de spelregels) adequaat zijn. Tegelijk kan de rvc zich dan ontwikkelen naar een one-tier-board met de daarmee gepaard gaande veranderingen, zoals een zwaardere rol voor de 'chairman' en groter wordende risico's voor aansprakelijkheid.

5. Aantasting van onafhankelijkheid?

Welke invloed heeft dit op de onafhankelijkheid van commissarissen? ⁶⁸ Die vraag leidt tot enkele kanttekeningen. Ten eerste neemt het belang van een sterk afstandelijke positie en een onafhankelijke opstelling af. Dat gebeurt al in de praktijk, maar het moet nadrukkelijker onder- en erkend worden. Ten tweede zijn er zekere aanwijzingen dat het hebben van onafhankelijke non-executieve bestuurders of commissarissen bepaald geen

65 Zie ook M.J.G.C. Raaijmakers, 'Forumbank (1955) Revisited; Verschuivende machtsverhoudingen binen een beurs-NV', *AA* 2006, p. 522 e.v.

66 Vgl. R.H. Maatman en G.T.M.J. Raaijmakers, 'Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 256 e.v.; zie anders W.J. Slagter, 'Een bedreiging voor de continuïteit van de vennootschap', *NJB* 2006, p. 999 e.v.

67 Zie daarover uitgebreider G.T.M.J. Raaijmakers, 'Communicatie tussen beursondernemingen en aandeelhouders in en buiten de AVA', *TvOB* 2004, p. 3 e.v. Zie echter S.E. Eisma, *Investor relations* (oratie Leiden), Den Haag 1998; H.M. Vletter van Dort, *Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking* (diss. Utrecht), Deventer 2001.

68 Ferrarini en Moloney spreken over een inherente trade-off tussen onafhankelijkheid en incentives: G. Ferrarini en N. Moloney, *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford 2004, p. 302-303.

garantie is voor betere resultaten van de onderneming.⁶⁹ Maar veel belangrijker is in dit verband dat 'echte' onafhankelijkheid goeddeels illusoir en moeilijk grijpbaar zal blijven. Zeker is het nuttig vast te stellen dat er geen familierelaties bestaan tussen bestuurders en commissarissen of dat sprake is van andere objectief vaststelbare afhankelijkheidsrelaties die het oordeel van commissarissen zouden kunnen beïnvloeden. Maar dat is slechts een 'papieren onafhankelijkheid' (ex ante) die nadien allerminst waarborgt dat de betrokken commissaris zich daadwerkelijk onafhankelijk opstelt jegens het bestuur. Kroeze beschreef dit eerder treffend: 'Het voordeel van een formele definitie is dat zij op eenvoudige wijze objectief toetsbaar is. Het nadeel is dat zij lang niet altijd recht doet aan de werkelijkheid.'⁷⁰ Vaak ondergraven psychologische processen een dergelijke onafhankelijke opstelling. Men denke aan het verschijnsel dat betrokkenen gedurende een proces geleidelijk zodanig geïmmiteerd raken dat een 'waardevrij' eindoordeel belemmerd wordt, of aan de uit 'group think' voortkomende drang zich te conformeren aan de wens en het oordeel van de meerderheid.⁷¹

Deze problemen zijn niet op te lossen met enkele 'eenvoudige' formele (en ex ante) onafhankelijkheidscriteria. Kroeze benadrukt in dit verband dat commissarissen die formeel niet-onafhankelijk zijn heel onafhankelijk kunnen opereren en commissarissen die formeel onafhankelijk zijn in sommige gevallen juist niet goed in staat zullen zijn om onafhankelijk te opereren. Er is behoefte aan een nader debat over de vraag wat we nu precies verwachten van commissarissen in verschillende situaties. Daarbij is vooral hun verhouding tot de uitvoerend bestuurders van groot

69 Zie daarover Ferrarini/Moloney 2004, p. 302; M.J. Kroeze, 'Onafhankelijkheid van commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 275-276.

70 Kroeze 2005, p. 274.

71 Zie daarover Bebchuk/Fried 2004, p. 27 e.v.; Kroeze 2005, p. 272 e.v. en G.T.M.J. Raaijmakers, *De effectiviteit van regels in het ondernemings- en effectenrecht* (oratie Maastricht), Den Haag 2006, p. 31 e.v. Zie ook Section A.3.1 van de Combined Code. Vgl. verder J. Smit, *Het drama Ahold*, Amsterdam 2004, p. 227 e.v. waar beschreven wordt hoe er op zeker moment binnen de raad van bestuur van Ahold feitelijk geen critici meer waren t.o.v. de CEO. Zie over dit principe van 'group think' o.m. P.G.W. Jansen, *Organisatie en mensen*, Haarlem 2003, p. 151 e.v.; O. Marmet en A. Meyer (red.), *Kleine sociale psychologie*, Zwolle 2004, p. 14 e.v.; J.R. Schermerhorn Jr., J.G. Hunt en R.N. Osborn, *Organizational Behavior*, Danvers 2005, p. 192 e.v. en E. Aronson, T.D. Wilson en R.M. Akert, *Social Psychology*, New Jersey 2005, p. 284 e.v. Vgl. ook B. Musschenga, *Integriteit: Over de eenheid en heilheid van de persoon*, Utrecht 2004, p. 152 e.v. en Jack Welch, *Winning*, New York 2005, p. 25 e.v.

belang. In dit licht is de wijze waarop de beloning van commissarissen wordt vastgesteld veel bepalender voor de vraag of zij zich onafhankelijk van bestuurders kunnen opstellen, dan de vorm ervan. Zoals ook Bebchuck en Fried al voor de Amerikaanse situatie lieten zien, dient met name de invloed van bestuurders op de totstandkoming van de bezoldiging van hun eigen toezichthouders onderwerp van onderzoek en zorg te zijn, of deze nu uit vaste of variabele elementen bestaat.⁷²

6. Wat betekent dit voor beloning?

Het voorgaande leidt niet vanzelfsprekend tot de conclusie dat commissarissen variabel moeten worden beloond. Daaraan blijven bezwaren kleven. Er zijn wetenschappelijke, vooral gedragsrechtelijke twijfels of hedendaagse beloningsstelsels wel een positieve prikkel bieden tot betere prestaties.⁷³ Het blijkt lastig een beloningsstelsel te ontwerpen dat wel aan die voorwaarde voldoet zonder dat tegelijk ongewenst korte termijn- en manipulatief gedrag in de hand wordt gewerkt.⁷⁴ Het is belangrijk vast te stellen dat dit alles niet alleen voor de bestuurders- maar ook voor de commissarissenbeloning geldt. Voor beiden moet worden vastgesteld hoe adequate koppeling van resultaat aan beloning een daadwerkelijke 'alignment' kan bewerkstelligen. Variabele beloning blijft, zoals hiervoor al is opgemerkt, intussen voor velen gelden als een belangrijk beloningsinstrument. In de markt voor toptalent is het een gegeven dat naar verwachting niet op korte termijn zal verdwijnen. Van belang is verder dat vormen van variabele beloning van non-executieve bestuurders en commissarissen elders in de westerse wereld steeds meer gezien worden als een belangrijke beloningscomponent, ook al is er ook daar discussie. Ook in

72 Bebchuck/Fried 2004, p. 205 e.v.

73 Zie R.H. Thaler (red.), *Advances in Behavioral Finance*, Vol. II, New York 2005, p. 62. Zie ook p. 667 e.v. Vgl. ook M.J. Conyon en K.J. Murphy, in: J.A. MacCahery (red.), *Corporate Governance Regimes; Convergence and Diversity*, Oxford 2002, p. 625 e.v., waar zij laten zien dat de onderzoeksgegevens over de laatste decennia twijfels doen rijzen naar het verband tussen variabele beloning en prestaties van de onderneming. Zie ook R. Crespi e.a. in dezelfde bundel, p. 647 e.v. Zie verder Bebchuk/Fried 2004, p. 6 e.v.; K. Cools, *Controle is goed, vertrouwen nog beter*, Assen 2005, p. 81 e.v. en Raaijmakers 2006, p. 30 e.v.

74 Zie daarover bv. Jensen/Murphy 2004, p. 18: CEO's proberen korte termijn koersen te verhogen ten koste van lange termijn waardegroei. Vgl. ook K. Cools 2005, p. 81 e.v., zij het dat hij de situatie 'niet hopeloos' acht.

Nederland stijgt de beloning van rvc-leden, zij het dat die ontwikkeling zich vooralsnog voornamelijk tot vaste beloningen beperkt.⁷⁵

Voor een goed beloningsstelsel voor bestuurders zijn drie doelstellingen van belang: recruit, retain and motivate.⁷⁶ Voor commissarissen en non-executives is dit in beginsel niet anders, al speelt voor hen in de regel de niet-geldelijke reputatiebeloning een belangrijke rol.⁷⁷ Net als bij bestuurders is er bovendien een duidelijke toename van het aantal buitenlanders als commissarissen van Nederlandse ondernemingen.⁷⁸ Een goed beloningsstelsel behoeft mede in dit verband dan duidelijke randvoorwaarden. Duidelijkheid, eenvoud, herkenbaarheid in internationaal verband en een zo rechtstreeks mogelijke, niet vertroebelde koppeling aan resultaat, zijn hierbij cruciaal.⁷⁹ Wenst men variabele beloning voor commissarissen, dan moet gekozen worden tussen geschikte en minder geschikte vormen. Denkbaar is bijvoorbeeld de beschreven Engelse variant waarin opties als onwenselijk worden beschouwd, maar beloning in aandelen in beginsel niet, omdat opties teveel gepaard gaan met een gerichtheid op de korte termijn.⁸⁰ De ontwikkelingen in het buitenland en de ontwikkeling van het Nederlandse systeem naar een one-tier-board, noopt er mijns inziens hoe dan ook toe de terughoudendheid tegenover aandelenbezit door commissarissen te heroverwegen. Niet wenselijk lijken mij beloningen die specifiek gerelateerd worden aan het slagen van een fusie- of overnameproces. Dat spreekt zelfs al bij bestuurders niet zonder meer voor zich nu men zich kan afvragen of dat te verenigen valt met hun fiduciaire verantwoordelijkheid om te handelen in het belang van de onderneming en haar aandeelhouders.⁸¹ Nadrukkelijke transparantiever-

75 Vgl. F.B.J. Grapperhaus en G.W.Ch. Visser, *Sdu Commentaar Ondernemingsrecht*, Art. 2:145, Aantek. C.3 en B.P.A. Santen en J.E. Beek, 'Vast beloningspercentage voor commissarissen', *Fd* 1 november 2006, p. 9.

76 Zie 'Executive Remuneration - A Caucus Race?', A Report to the International Corporate Governance Network, <www.icgn.org> juli 2002, pt. 13 en 16 e.v.

77 Vgl. Bebchuck/Fried 2004, p. 25.

78 R. Abma, 'Het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2006: feiten en trends', *TvOB* 2006, p. 169-170.

79 Vgl. Rapport van de Monitoring Commissie van december 2005; Eumedion Aanbeveling betreffende bestuurdersbezoldiging van 25 oktober 2006. Vgl. verder J.M. van Slooten, 'Loonmatiging aan de top: mogelijkheden en beperkingen', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation*, Deventer 2005, p. 261 e.v., waar hij o.m. ingaat op de implicaties van de OK-uitspraken over beloning inzake RNA, Getronics en Ahold.

80 Zie in die zin ook voor het Engelse systeem C.A. Mallin, *Corporate governance*, Oxford 2004, p. 114. Vgl. verder Ferrari/Moloney 2004, p. 296-297.

81 Vgl. punt 11 en 34 het ICGN-rapport over Executive Remuneration (2002).

plichtingen hierover ontbreken overigens vreemd genoeg zowel in het jaarrekeningenrecht als - voor zover het openbare biedingen betreft - de biedingsregels.⁸²

In paragraaf 2 wees ik al op het verschil in informatie aan de afdeling van haar besluitvorming omtrent bestuurders- en commissarissenbeloning. Uit het voorgaande volgt dat het in de rede ligt dat de vennootschap ook voor commissarissen een duidelijk beloningsbeleid vaststelt en dat ter goedkeuring aan de afdeling voorlegt. Dit beleid zou op vergelijkbare wijze als voor bestuurders moeten worden gespecificeerd (volgens de onderwerpen van artikel 2:383c-e BW). Dat hierbij net als bij bestuurdersbeloning de mogelijkheid zou bestaan om een ander orgaan dan de afdeling aan te wijzen om de individuele bezoldiging vast te stellen, lijkt mij niet wenselijk. Een ander orgaan dan de afdeling zou bij commissarissenbeloning al snel een tegenstrijdig belang kunnen hebben.⁸³

Internationale ontwikkelingen plaatsen ondernemingen voor keuzes. De druk vanuit financiële markten zich te conformeren aan herkenbare best practice-standaarden is groot. Dit geldt zowel voor de ontwikkeling naar een one-tier-board als voor de daarmee samenhangende wijze van beloning. De zoektocht naar ondernemingsrechtelijke vernieuwingen die een flexibel investeringsklimaat bevorderen, zou gebaat zijn met meer onderzoek naar de vraag of, in de beschreven internationale ontwikkelingen, resultaatgerelateerde beloningen de vereiste mate van onafhankelijkheid van toezichthouders ondergraven. Het bredere kader van sterker wordende aandeelhouders en de AFM die een belangrijke monitorende functie vervullen, zou daar nadrukkelijk bij betrokken dienen te worden. Naar mijn mening dienen wij ons in de verdere bezinning op de rol van commissarissen vooral te concentreren op hun functioneren en verhouding tot het bestuur en minder op een met hun veranderende rol moeilijk te verenigen en ook moeilijk te bereiken ideaalbeeld van een onafhankelijk instituut. Dat is ook steeds minder nodig omdat aandeelhouders en ook de AFM al bezig zijn die 'toezichtsleemte' op te vullen.

82 Zij het dat er onder omstandigheden wel zekere openbaarmakingsverplichtingen bestaan t.a.v. overeenkomsten tot het verkrijgen van aandelen in de doelvennootschap of de bieder. Het valt verder hooguit slechts in algemene zin onder 2:383c BW. Voorts verplicht noch artikel 9i Bte, noch het voorontwerp voor het Besluit Openbare Biedingen hiertoe. Wel verplicht artikel 9i, sub p, Bte om in het biedingsbericht weer te geven 'het totale bedrag der eventuele vergoedingen aan de bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap die bij gestanddoening van het bod zullen aftreden.' Zie ook art. 2.4 van Bijlage B bij het voorontwerp voor het Besluit Openbare Biedingen.

83 Vgl. Bebchuk/Fried 2004, p. 25-44 en 206 e.v.

7. Samenvatting

De rol van de commissaris in het Nederlandse governance-systeem is onduidelijk. Hij wordt geacht toezicht te houden op het bestuur, maar de afstand die nodig is voor een onafhankelijke positie om dat waar te maken wordt juist alleen maar kleiner. De verantwoordingsplicht van commissarissen wordt groter, de bevoegdheden uitgebreider en hun positie de facto sterker. Het gevolg is dat er niet zozeer sprake is van intensiever toezicht, maar eerder van een machtsverschuiving van bestuur naar rvc, waardoor commissarissen feitelijk meer bestuursverantwoordelijkheid krijgen. Dat is niet bezwaarlijk. Integendeel, het past in de internationaliserende trend waarbij in veel buitenlandse stelsels al lang de one-tier-board de norm is. Het betekent echter wel dat de verwachtingen die we van de rvc mogen hebben in een ander daglicht komen te staan. Tegelijk wordt de echt toezichthoudende, monitorende rol meer en meer overgenomen door de aandeelhouders en de AFM.

Deze hele ontwikkeling is van belang bij het beoordelen van de actuele vraag of commissarissen in aanmerking zouden moeten kunnen komen voor resultaatafhankelijke beloning. De geschetste ontwikkeling staat er aan in de weg dat die discussie wordt afgedaan met de stelling dat dit de onafhankelijkheid van commissarissen zou aantasten. Een bredere afweging met effectiviteit en investerings- en ondernemersklimaat als richtsnoer, kan nuttige verdere inzichten brengen. Daarmee is niet gezegd dat resultaatafhankelijke beloning voor toezichthouders inderdaad moet worden ingevoerd. Wél betekent het dat dit onderwerp in het bredere kader kan worden geplaatst van de voor- en nadelen van resultaatafhankelijke beloning als zodanig, zoals dat debat ook ten aanzien van bestuurdersbeloning wordt gevoerd. Het betekent tevens dat de ontwikkelingen op dit terrein in buitenlandse ons omringende stelsels kunnen worden meegenomen. Dat wij ons vervreemden van die ontwikkelingen is immers hoe dan ook onwenselijk.