

Leesvervangende samenvatting

1. Onderzoek

Dit onderzoek betreft de evaluatie van de afroomregeling die per 1 januari 2014 is vastgelegd in art. 2:135 lid 7 BW. Deze bepaling is van toepassing op bestuurders van naamloze vennootschappen en beoogt te voorkomen dat bestuurders die zelf aandelen, certificaten of opties in de door hen bestuurde vennootschap houden, uit financieel (eigen)belang instemmen met een overname van de vennootschap of een andere majeure transactie (“major corporate events”) en zo koerswinst op de door hen gehouden aandelen, certificaten of opties realiseren. Ingevolge de bepaling moet gerealiseerde koerswinst door de bestuurder(s) worden afgedragen aan de vennootschap, door deze in mindering te brengen op de bezoldiging van de bestuurder; de afroomregeling betreft slechts de effecten in de vennootschap die bij wijze van beloning door de bestuurder zijn verkregen. De regeling geldt tot 1 juli 2017. De minister heeft toegezegd de effectiviteit van de regeling na twee jaar te evalueren. Dit onderzoek vormt de uitvoering van de toegezegde evaluatie.

2. Methode

Ter beantwoording van de onderzoeksvraag naar de effectiviteit van de afroomregeling zijn verschillende onderzoeksmethoden gebruikt. Deze omvatten een studie van de wetsgeschiedenis ten behoeve van de interpretatie van de wettelijke bepaling, een studie van de relevante juridische literatuur, alsook een empirische inventarisatie van ervaringen uit de praktijk. Teneinde inzicht te krijgen in de ervaringen uit de praktijk zijn interviews afgenomen bij vennootschappen waar de regeling van toepassing was, alsook bij twee belangenorganisaties van beleggers.

Hiertoe is een lijst opgesteld van alle op Euronext Amsterdam genoteerde Nederlandse vennootschappen. Vervolgens is het register Koersgevoelige informatie van de AFM geraadpleegd, op basis waarvan kon worden bepaald bij welke vennootschappen sprake is geweest van een major corporate event. Bij de uit deze stapsgewijze selectiemethode voortgekomen zestien vennootschappen is bepaald of zich binnen de door de afroomregeling gestelde peildata een koersstijging heeft voorgedaan. Ten aanzien van de resterende elf vennootschappen is onderzocht of deze vennootschappen een regeling voor de beloning in aandelen, certificaten en/of opties hadden voor hun bestuurders. Uit deze laatste stap zijn tien vennootschappen voortgekomen; het ging daarbij achtmaal om openbare biedingen, één juridische fusie, en één identiteitswijziging van de vennootschap als bedoeld in art. 2:107a BW. Van deze vennootschappen hebben zes vennootschappen meegewerkt aan het onderzoek. Bij vijf vennootschappen heeft een interview plaats kunnen vinden met een betrokkene bij de besluitvorming rond het major corporate event.

3. Bevindingen

De in de juridische literatuur gerezen kritiek op de afroomregeling kan in twee punten worden samengevat.

1. De regeling is gemakkelijk te omzeilen, onder andere door voor de bestuurder andere beloningsinstrumenten te hanteren dan die welke binnen het bereik van de regeling vallen.
2. De regeling sluit niet aan bij andere regelingen in het ondernemingsrecht die de problematiek van verstrengeling van belangen beogen aan te pakken.

In de interviews is door alle respondenten aangegeven dat de regeling geen invloed heeft gehad op de opstelling van de bestuurders bij de besluitvorming rond major corporate events. De hiervoor aangedragen redenen zijn (i) dat in de praktijk de raad van commissarissen de facto in meer of mindere mate de regie van het bestuur overneemt, (ii) dat de professionele houding van bestuurders evenals hun bewustzijn van het primaat van het vennootschappelijk belang maakt, dat zij niet hun eigen belang vooropstellen, en (iii) dat bestuurders eerder belang hechten aan hun persoonlijke reputatie en carrièreperspectieven.

Als neveneffect van de regeling is gesignaleerd dat zij een negatieve impact heeft op de werkrelatie tussen bestuur en raad van commissarissen (in een periode waarin een goede samenwerking juist van groot belang is), onder meer nu de raad van commissarissen toeziet op de naleving van de regeling. Daarbij is opgemerkt dat de complexiteit van de afroomregeling, onder andere met betrekking tot haar reikwijdte en de exacte toepassing ervan op verschillende vormen van bestuurdersbeloning, veel tijd en kosten meebrengen. Voorts kan de afroomregeling in geval van een overname een prikkel vormen voor bestuurders om het bestuurslidmaatschap te beëindigen vóór de eerste peildatum van de afroomregeling, met name als voor hen in de nieuwe situatie geen plaats meer is. In de interviews is eveneens aangegeven dat de afroomregeling de met het door de algemene vergadering vastgestelde bezoldigingsbeleid beoogde alignment-gedachte kan doorkruisen. Hiermee wordt bedoeld op de bezoldiging waarmee is beoogd de belangen van bestuurders en aandeelhouders te doen overeenstemmen. Een hiermee samenhangend neveneffect is dat in de praktijk wordt gepoogd doorkruising van de alignment-gedachte te compenseren, bijvoorbeeld door de bestuurder voor wie na de organisatie wel plaats is in de organisatie een fors hogere remuneratie in het vooruitzicht te stellen.

Aandachtspunten bij handhaving van de huidige regeling zijn ten eerste dat het juridisch-technisch zeer moeilijk zal zijn om tot een preciezer afgebakende regeling te komen die van toepassing is op alle vormen van beloningsinstrumenten die aan de waardeontwikkeling van het aandeel zijn gekoppeld. Ten tweede verdient de keuze voor de in de regeling gehanteerde peildata aandacht. Zo is de eerste in het wetsartikel genoemde peildatum bij een juridische fusie de dag van aankondiging van de fusie, terwijl een koersstijging reeds daarvoor kan zijn veroorzaakt door een aankondiging van de fusie per persbericht. Zulks geldt evenzeer in het algemeen voor informatie die voortijdig naar buiten komt (bijvoorbeeld door een lek). Een sluitende regeling lijkt op dit punt nauwelijks te verwezenlijken. Een aan deze problematiek gerelateerd punt is dat de peilmomenten in geval van een major corporate event als bedoeld in art. 2:107a BW zijn gekoppeld aan de datum van bijeenroeping van de vergadering, en niet aan de (vroeger in de tijd gelegen) onverwijfde

bekendmaking van koersgevoelige informatie op grond van de Wet op het financieel toezicht. Indien echter de eerste peildatum op het tijdstip van deze bekendmaking wordt gesteld, kan het tijdsbestek tussen het eerste en het tweede peilmoment erg lang zijn. Naarmate dit tijdsbestek langer is, kan het koersverloop worden beïnvloed door andere gebeurtenissen dan die welke verband houden met het major corporate event. In algemene zin kan worden gesteld dat de in de wet gekozen peildata enigszins arbitrair voorkomen. Ten derde is in het geval van een verplicht openbaar bod de prijsbepaling wettelijk geregeld en zou de afroomregeling naar de mening van de onderzoekers niet van toepassing moeten zijn. Ten vierde ziet de afroomregeling op de drie expliciet in art. 2:107a lid 1 BW genoemde besluiten, maar niet op de meer algemene beschrijving genoemd in de aanhef dit wetsartikel. Dit sluit naar de mening van de onderzoekers niet aan op de strekking van art. 2:107a BW. Ten vijfde rijzen vragen betreffende het toepassingsbereik van de regeling, wanneer deze wordt gezien in het licht van de in het voorstel voor de herziene Corporate Governance Code mogelijkheid dat ook commissarissen worden beloond in aandelen. Daarbij laat de vraag zich stellen of de afroomregeling ook op hen van toepassing zou moeten zijn, en, zo ja, wie op naleving van de afroomplicht zou moeten toezien. Ten zesde blijft naar huidig recht de verantwoording over de toepassing van de regeling uit, ofwel laat deze lang op zich wachten. Dit houdt verband met de omstandigheid dat de verantwoordingsverplichting (art. 2:383c lid 6 BW) pas in het jaar van de afoming (te weten bij verkoop door, of aftreden van de bestuurder) intreedt, evenals met het feit dat de de vennootschap ten gevolge van de voltrekking van de major corporate event vaak niet meer een eigen jaarrekening (volledig) behoeft te publiceren, of zelf niet meer als vennootschap bestaat.

In het kader van de beantwoording van de vraag of de regeling moet worden gehandhaafd, kan erop worden gewezen dat het ontbreken van een afroomregeling niet tot gevolg lijkt te hebben dat bescherming van de vennootschap tegen prikkels die de besluitvorming oneigenlijk kunnen beïnvloeden, wegvalt. In dat verband moet worden gewezen op de governance-structuur van de vennootschap en de rol van de raad van commissarissen daarin. In de praktijk wordt gesignaleerd dat deze rol zich professionaliseert, en dat regelgeving zoals de Corporate Governance Code beweegt naar een nauwere samenwerking tussen bestuur en raad van commissarissen in overnamesituaties. Voorts wijzen de onderzoekers erop dat de belangenverstremming waarop de afroomregeling ziet, tevens bestreken wordt door de bestaande algemene regels over tegenstrijdig belang, welke bovendien gelden voor praktijksituaties die niet onder de huidige afroomregeling vallen. Indien wordt gekozen voor handhaving van de regeling, kan voorts worden gedacht aan een meer discretionaire bevoegdheid van de raad van commissarissen van de vennootschap waarop de regeling van toepassing is. Alsdan zou aldus meer ruimte worden gecreëerd voor het meewegen van alle omstandigheden van het geval, waardoor recht kan worden gedaan aan de specifieke situatie (zoals de beïnvloeding van de koers door externe factoren). Een discretionaire bevoegdheid zou ook beter aansluiten bij de bestaande wettelijke regelingen die de raad van commissarissen de *bevoegdheid* geven om de hoogte van een bonus aan te passen dan wel de bonus terug te vorderen.

4. Conclusie

Uit het onderzoek kan niet worden geconcludeerd dat de regeling effectief is. Het onderzoek toont wel aan dat de consistentie van de regeling twijfelachtig is en dat zij een aantal bezwaarlijke neveneffecten heeft.