

# **Middels hervorming beloningsbeleid alle neuzen dezelfde kant op?**

---

*'Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2011' gezien vanuit het licht van de  
agency theorie en enkele gedragseconomische bevindingen*

**Lars in 't Veld**  
**333534**

November 2012

Drs. D. van Dolder  
Dr. A. Baillon

---

*“Corporate managers are the agents of shareholders, a relationship fraught with conflicting interests”<sup>1</sup>*

---

Jensen, 1986

---

<sup>1</sup> Een citaat uit het artikel *“Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”* van Michael C. Jensen (1986), waarmee in één zin de gespannen relatie tussen het bestuur en aandeelhouders van een onderneming wordt weergegeven. De conflicterende belangen van deze partijen vormen het fundament van de *agency* theorie.

---

## VOORWOORD

Rotterdam, november 2012

Voor u ligt mijn bachelor scriptie ‘Middels hervorming beloningsbeleid alle neuzen dezelfde kant op? – ‘Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2011’ gezien vanuit het licht van de *agency* theorie en enkele gedragseconomische bevindingen’. In deze bachelor scriptie zal de Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2011 van De Nederlandsche Bank N.V. centraal staan en besproken worden aan de hand van de *agency* theorie en enkele gedragseconomische bevindingen. Deze scriptie is geschreven in het kader van het afronden van de Bachelor ‘B Economie en Bedrijfseconomie’ aan de Erasmus Universiteit te Rotterdam.

De interesse die is gewerkt door het volgen van het ‘mr.drs.-programma’ aan de Erasmus Universiteit te Rotterdam in het algemeen en de minor ‘Onderneming en financiële crisis’ in het collegejaar 2011/2012 in het bijzonder heeft de aanleiding gevormd om mijn bachelor scriptie te schrijven met betrekking tot één van de vele *corporate governance* vraagstukken. Ik heb getracht de economische wetenschap te combineren met de juridische wetenschap, waardoor deze scriptie naar mijn mening een waardevolle toevoeging vormt voor het door mij gevolgde combinatieprogramma van economie en rechten.

Dit onderzoek is verricht in de periode juli 2012 tot en met november 2012, in plaats van de meer gebruikelijke periode gedurende het laatste blok van collegejaar 2011/2012, om meer tijdsruimte te hebben een uitvoerig en gedegen literatuuronderzoek te volbrengen. In het bijzonder gaat mijn dank uit naar mijn eerste begeleider, de heer Van Dolder, en eveneens naar mijn tweede begeleider, de heer Baillon. Ondanks mijn afwijkende keuze om de scriptie gedurende de zomer en najaar van 2012 te schrijven, hebben zij mij hiervoor alle ruimte gegeven en regelmatig voorzien van nuttige terugkoppeling.

Lars in 't Veld

---

# INHOUDSOPGAVE

INHOUDSOPGAVE	4
1. INLEIDING	5
2. REGELING BEHEERST BELONINGSBELEID WFT 2011	8
I DE PROBLEMATIEK	8
II DE TOTSTANDKOMING VAN DE RBB	9
III DE INHOUD VAN DE RBB	10
3. DE AGENCY THEORIE	12
I DE TOTSTANDKOMING VAN DE AGENCY THEORIE	12
II DE AGENCY THEORIE	13
III DE OPLOSSINGEN	15
I TOEZICHTMAATREGELEN	15
II PRESTATIEGERELATEERDE BELONINGEN	17
4. DE RBB EN DE AGENCY THEORIE VERGELEKEN	19
I TOEZICHTMAATREGELEN	19
II PRESTATIEGERELATEERDE BELONINGEN	20
I DE VASTSTELLING EN DE CRITERIA VAN DE BELONINGEN	20
II DE UITBETALING VAN DE BELONINGEN	21
III DE OVERIGE BEPALINGEN	21
5. INZICHTEN UIT DE GEDRAGSECONOMIE	24
I OPTIMISM BIAS	24
II HYPERBOLIC DISCOUNTING	25
III LOSS AVERSION	27
IV SELF-SERVING BIAS	28
V (TE) HOGE PRESTATIEGERELATEERDE BELONINGEN EN HUN AVERECHTSE EFFECT	29
6. CONCLUSIE	31
7. LITERATUURLIJST	34

---

# 1. INLEIDING

*Corporate governance* vraagstukken, waaronder de wijze van belonen binnen de financiële sector, vormen anno 2012 zeer belangrijke maatschappelijke thema's. Vooral na het uitbreken van de recente financiële crisis, ontstond er een controverse met betrekking tot het gevoerde beloningsbeleid ten aanzien van bestuurders van financiële ondernemingen<sup>1</sup> en de excessieve risico's die deze bestuurders namen. Het vertrouwen in deze 'zichzelf verrijkende' bestuurders heeft sindsdien een grote deuk opgelopen. De publieke opinie beschuldigt hen er namelijk onder meer van louter in eigen belang te handelen door onverantwoorde risico's te nemen om zodoende aanspraak te kunnen maken op hoge beloningen (Boot & Soeting, 2004).

Hierop reageerden de Autoriteit Financiële Markten (hierna: "AFM") en De Nederlandsche Bank (hierna: "DNB") door het nemen van maatregelen op nationaal niveau middels het opstellen van de 'Principes voor beheerst beloningsbeleid' (hierna: "Principes") en *Good Practices*, welke zijn uitgewerkt in het onderzoeksrapport "Naar een Beheerst Beloningsbeleid" – Rapportage van het Onderzoek naar de Beloningssituatie bij Nederlandse Financiële Ondernemingen' (hierna: "*Good Practices*"). Naast het opstellen van deze Principes in mei 2009 en de *Good Practices* in september van dat jaar, heeft DNB eveneens actief meegewerkt aan de totstandkoming van Europese regelgeving op dit gebied door deel te nemen aan de Financial Stability Board, de European Banking Authority en het Bazels Comité. Door deze regelgeving samen te voegen in de Capital Requirements Directive (hierna: "CRD III") is er sindsdien op dit gebied een (min of meer) uniform beleid binnen de grenzen van de Europese Unie (Brugman & Krijnen, 2012). Hierna is in Nederland deze regelgeving nationaal geïmplementeerd in de vorm van de op 1 januari 2011 in werking getreden 'Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2011' (hierna: "RBB"). De regeling is opgesteld op grond van het 'Besluit beheerst beloningsbeleid', waarin de grondslagen voor de implementatie zijn opgenomen in het 'Besluit prudentiële regels Wft' en het 'Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft' (Brugman & Krijnen, 2012).

Hoewel het zowel in de RBB als in de achtergrond van de RBB nergens met deze woorden omschreven is, heeft de RBB als geïmpliceerd doel om de *agency* problematiek binnen financiële ondernemingen op te lossen. De *agency* theorie veronderstelt dat de eigenaar van een onderneming (hierna ook wel: "de principaal") en de bestuurder van de onderneming (hierna ook wel: "de agent") verschillende belangen nastreven. De eigenaren van de onderneming, i.c. de aandeelhouders, zien hun onderneming graag op de lange termijn waarde blijven creëren<sup>2</sup>, waar de agent, i.c. het bestuurslid, zijn eigen nut wil maximaliseren door hoge beloningen te ontvangen. Naast dit belangenconflict, komt de risicohouding van de principaal en de agent niet overeen en

---

<sup>1</sup> In deze scriptie wordt in navolging van de Wet op het financieel toezicht (hierna "Wft") onder de financiële onderneming verstaan: een bank, een beheerder, een beleggingsinstelling, een betaaldienstverlener, een bewaarder, een clearingsinstelling, een entiteit voor risico-acceptatie, een financiële dienstverlener, een financiële instelling, een pensioenbewaarder, een verzekeraar of een wisselinstelling.

<sup>2</sup> Wat in het navolgende niet aan de orde komt, maar daardoor niet minder relevant is, is de vraag of aandeelhouders van (financiële) ondernemingen daadwerkelijk lange termijn belangen nastreven of dat zij eveneens doelstellingen voor de korte termijn nastreven, omdat zij hun aandelen op de korte termijn verkocht willen zien worden (Boot, 2007). In het navolgende sluiten we echter aan bij de *agency* theorie en wordt er aangenomen dat de gemiddelde aandeelhouder een lange termijn belang nastreeft.

---

heeft de principaal te maken met een informatie asymmetrie. Volgens de *agency* theorie leiden dergelijke condities tot een belangenconflict tussen de principaal en de agent. Om dit belangenconflict te voorkomen, dient de principaal over te gaan tot het nemen van maatregelen (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989).

Door de jaren heen is er een scala aan oplossingen naar voren geschoven die dergelijke belangenconflicten binnen ondernemingen zouden moeten voorkomen. Jensen en Meckling (197, p. 308) hebben deze onverderdeeld in twee categorieën: “[t]he principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent”. In het navolgende zal aangesloten worden bij het citaat van Jensen en Meckling en zal derhalve het instellen van prestatiegerelateerde beloningen enerzijds en het nemen van toezichtmaatregelen anderzijds aan de orde komen.

Met name het instellen van prestatiegerelateerde beloningen is binnen financiële ondernemingen een veelgebruikt middel (De Groot, 2010). Echter, indien deze beloningen niet op een zorgvuldige wijze zijn ingesteld, kan dit ertoe leiden dat de agent wordt aangespoord tot het nemen van excessieve en onverantwoorde risico’s. Om te voorkomen dat de wijze van belonen kan leiden tot schadelijke gevolgen voor de risicobeheersing van de financiële onderneming, hebben de AFM en de DNB de handen ineengeslagen en aan de hand van de *Principes*, de *Good Practices* en Europese regelgeving, de RBB opgesteld. De insteek van de RBB is om financiële ondernemingen te sturen om zorg te dragen voor een goede balans in mate van gebruik van prestatiegerelateerde beloningen en de beheersing van de risico’s ervan.<sup>1</sup> Op deze wijze tracht de RBB financiële ondernemingen ertoe te bewegen de beloningen op zo’n manier in te stellen dat de belangen van de agent en de principaal meer op elkaar worden afgestemd. Met andere woorden: alle neuzen moeten middels de RBB dezelfde kant op.

In deze scriptie zal de RBB en de twee categorieën oplossingen voor de *agency* problematiek worden gespiegeld aan elkaar. Derhalve zal in het navolgende de volgende vraag centraal komen te staan:

*Is de RBB in haar huidige vorm<sup>2</sup> in lijn met de in de theorie naar voren geschoven oplossingen van de agency problematiek?*

Om deze vraag terdege te kunnen beantwoorden, wordt allereerst stilgestaan bij de RBB zelf. Hierbij komt de problematiek die leidde tot het opstellen van de RBB aan de orde, de totstandkoming van de RBB wordt besproken en de RBB zal inhoudelijk – en dus juridisch – worden geanalyseerd. Vervolgens wordt de *agency* theorie behandeld, waarbij er wordt stilgestaan bij de totstandkoming en de inhoud van de theorie. Tevens worden in dit onderdeel beide categorieën oplossingen voor de *agency* problematiek besproken. Dit tweetal wordt vervolgens vergeleken met de maatregelen van de RBB. Ten slotte worden in het laatste onderdeel de maatregelen van de RBB onderworpen aan een gedragseconomische benadering. In dat onderdeel wordt stilgestaan bij enkele relevante gedragseconomische bevindingen, waarbij de vraag wordt gesteld of de RBB in lijn is met deze empirische bevindingen en – indien dit niet het geval is – op welke wijze de RBB voor deze

---

<sup>1</sup> Zie *Principes voor beheerst beloningsbeleid*, mei 2009, p. 4.

<sup>2</sup> De versie van de RBB waarop deze scriptie betrekking heeft, luidt: “Regeling van De Nederlandsche Bank N.V. van 16 december 2010, houdende regels met betrekking tot het beheerst beloningsbeleid van financiële ondernemingen (Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2011)”, te vinden in Staatscourant 2010, 20 931.

---

bevindingen gecorrigeerd kan worden. In dit kader zullen onder meer de *optimism bias*, de *hyperbolic discounting*, de *loss aversion* en de *self-serving bias* besproken worden.

Aan de hand van dit viertal hierboven uitgewerkte onderdelen wordt de RBB gespiegeld aan het tweetal oplossingscategorieën uit de literatuur. Hierbij dient expliciet te worden vermeld dat het beoordelen van de effectiviteit van de RBB in de praktijk geenszins een doel is; zowel de naleving van de RBB binnen financiële ondernemingen, de controle daarop door de AFM en DNB als de gevolgen voor de *agency* problematiek binnen deze ondernemingen in de praktijk zullen in deze scriptie dan ook niet aan bod komen. In het navolgende zal echter de RBB worden vergeleken met de twee oplossingscategorieën, het instellen van prestatiegerelateerde beloningen enerzijds en het nemen van toezichtmaatregelen anderzijds. Tevens zal er worden getracht om – indien nodig geacht – aanbevelingen te doen om de RBB effectiever te maken.

---

## 2. REGELING BEHEERST BELONINGSBELEID WFT 2011

Op basis van artikel 23f lid 5 van het Besluit prudentiële regels Wft is de bevoegdheid tot het opstellen van regels met betrekking tot de vaststelling, vormgeving en de openbaarmaking van het beloningsbeleid van financiële ondernemingen wettelijk geattribueerd aan DNB. Krachtens deze bepaling heeft DNB de bevoegdheid gekregen en gebruikt om middels het opstellen van de RBB het beloningsbeleid van Nederlandse financiële ondernemingen te hervormen. In dit onderdeel zal de aanleiding tot het opstellen van de RBB aan de orde komen, de totstandkoming van de RBB worden besproken en ten slotte zal er inhoudelijk worden stil gestaan bij de wijze waarop de RBB de problematiek tracht op te lossen.

### I DE PROBLEMATIEK

De oorzaak voor de toegenomen aandacht van DNB voor het beloningsbeleid in de financiële sector is voornamelijk gelegen in het belang van de stabiliteit van die sector voor de maatschappij als geheel. Bij de beloningen binnen deze sector wordt – naast de vaste beloningscomponent – veelal gebruik gemaakt van variabele beloning, waarvan de hoogte afhankelijk is van het al dan niet doen realiseren van diverse prestatiecriteria (De Groot, 2010). Wanneer deze prestatiecriteria niet zorgvuldig genoeg of met teveel nadruk op de ondernemingsresultaten op de korte termijn zijn ingesteld, kan dit voor het bestuurslid van de financiële onderneming aanleiding vormen tot het nemen van onverantwoorde risico's. Dit kan schadelijke gevolgen hebben voor zowel de onderneming zelf als de financiële sector en dus de maatschappij als geheel (De Groot, 2010). Volgens diverse rapporten, waaronder het FSF<sup>1</sup> en het IIF<sup>2</sup>, hebben deze niet zorgvuldig opgestelde beloningsstructuren dan ook de aanleiding gevormd voor de recente financiële crisis. Getuige het 'herenakkoord' dat op 30 maart 2009 werd gesloten tussen de financiële sector en de toenmalig minister van Financiën Bos, waren de financiële ondernemingen het erover eens dat dit beloningsbeleid dan ook hervormd diende te worden. Deze ontwikkeling werd door de AFM en de DNB gesteund, waarna de financiële toezichthouders de handen ineen sloegen en de Principes en *Good Practices* opstelden. Later zijn deze niet-bindende 'richtsnoeren' specifiekier uitgewerkt in een algemene maatregel van bestuur: de RBB.

Hoewel de publieke opinie tijdens de afgelopen crisis met een beschuldigende vinger wees naar de bestuurders van financiële ondernemingen, gaven Boot en Soeting (2004) terecht aan dat bij dit type crisis de gehele keten van maatschappelijke, publieke en ondernemings specifieke *checks and balances* tekortgeschoten is. Dit tekortschieten kan uitmonden in een vertrouwenscrisis. Deze vertrouwenscrisis ontstaat veelal door gebrekkig ingrijpen van de overheid, financiële toezichthouders, maar ook aandeelhouders, analisten, accountants, juristen en media. Bij falen van bovengenoemde partijen zal het bestuur van dergelijke ondernemingen zich vervolgens ongeremd kunnen richten op het eigen belang (Boot & Soeting, 2004). Tot op de dag van vandaag wordt middels het opstellen van wet- en regelgeving getracht deze hierdoor ontstane vertrouwenscrisis te doorbreken.

---

<sup>1</sup> Zie *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, april 2008.

<sup>2</sup> Zie *Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations, Financial Services Industry Response to the Market Turmoil of 2007-2008*, juli 2008.



---

Dergelijke wet- en regelgeving, waar de RBB een voorbeeld van is, hebben als geïmpliceerd doel de *agency* problematiek binnen financiële ondernemingen aan banden te leggen. Jensen (1986, p. 323) beschreef het fundament van deze problematiek reeds in een van zijn publicaties: *“Corporate managers are the agents of shareholders, a relationship fraught with conflicting interests.”* De belangen van de individuele leden van het bestuur enerzijds en de aandeelhouders anderzijds moeten volgens Jensen meer in lijn worden gebracht. Idealiter zou dit betekenen dat het bestuurslid het eigen belang zou kunnen nastreven zonder daarmee het belang van de onderneming op de lange termijn – en dus het belang van de eigena(a)r(en) – te schaden.

Wanneer we deze belangentegenstelling tussen het individuele bestuurslid en de aandeelhouders van de onderneming behandelen, bevinden we ons op het gebied van de *agency* theorie. Er is derhalve sprake van een duidelijke link tussen de *agency* problematiek en de problematiek die de RBB tracht aan te pakken. De aandeelhouder enerzijds en het individuele bestuurslid anderzijds kunnen respectievelijk gezien worden als de principaal en de agent. De belangen van deze actoren liggen niet geheel in lijn. Het is vervolgens aan de aandeelhouder om de leden van het bestuur zo te prikkelen dat het belang van het individuele bestuurslid meer wordt gelijkgesteld aan het belang van de aandeelhouder. Deze belangenverstrengeling kan worden opgelost door het instellen van toezichtmaatregelen of prestatiegerelateerde beloningen contractueel op te nemen. Laatstgenoemd alternatief is binnen financiële ondernemingen een veelgebruikt middel. Positieve prestaties voor de financiële onderneming leiden dan tot hoge prestatiegerelateerde beloningen voor het bestuurslid (De Groot, 2010). Echter, als deze prestatiegerelateerde beloningen niet voldoende zorgvuldig zijn opgesteld, kunnen deze zelfde beloningen aanleiding vormen tot het nemen van onverantwoorde risico's. Middels de RBB wordt dan ook getracht om het beloningsbeleid van financiële ondernemingen te hervormen en hierdoor de prikkels die leiden tot het nemen van dergelijke onverantwoorde risico's weg te nemen.

## **II DE TOTSTANDKOMING VAN DE RBB**

De geschiedenis van de RBB gaat terug tot 2010, toen het rapport ‘Verloren Krediet’<sup>1</sup> van Commissie - De Wit op 10 mei van dat jaar werd uitgebracht. Naar aanleiding van een door de Tweede Kamer in 2009 gegeven opdracht werd er een parlementair onderzoek naar de ontwikkelingen en incidenten in het financiële stelsel geopend. Het uit dit onderzoek voortvloeiende advies van de onderzoekscommissie kwam er op neer dat de Principes, zoals in mei 2009 door de AFM en DNB ingesteld, moesten worden uitgebreid en niet alleen moesten gelden voor bestuurders en leden van het *senior management*:

*“Naar het oordeel van de commissie dient de reikwijdte van een aantal beloningsprincipes (...) te worden uitgebreid naar de gehele organisatie. (...) De commissie beveelt aan dat de principes hiervoor niet alleen voor bestuurders en senior management worden geformuleerd, maar voor alle functionarissen binnen het bedrijf, in het bijzonder bijvoorbeeld ook degenen die op de handelsvloer werkzaam zijn.”<sup>2</sup>*

Tevens luidde het advies dat de regulering niet louter beperkt moest blijven tot de prestatiegerelateerde beloningen alleen:

---

<sup>1</sup> Kamerstukken II 2009/10, 31 980, Parlementair onderzoek financieel stelsel, nrs. 3-4, Rapport (10 mei 2010).

<sup>2</sup> Kamerstukken II 2009/10, 31 980, Parlementair onderzoek financieel stelsel, nrs. 3-4, Rapport (10 mei 2010), p. 14.

---

*“De commissie beveelt ook aan om door middel van aanvullende regels op de Code Banken paal en perk te stellen aan retentie-, exit- en welkomstpakketten, voor zover die tot perverse prikkels leiden.”<sup>1</sup>*

Als reactie op de aanbevelingen van de onderzoekscommissie maakten de AFM en DNB op 15 september 2009 bekend dat zij het toezicht op het beloningsbeleid van financiële ondernemingen zullen aanscherpen.<sup>2</sup> Begin 2010 is dit toezicht op Europees niveau aangescherpt door het opstellen van de CRD III. Deze CRD III is in Nederland geïmplementeerd door de RBB, welke per 1 januari 2011 in werking is getreden (Brugman & Krijnen, 2012). Deze algemene maatregel van bestuur heeft betrekking op alle werknemers binnen Nederlandse financiële ondernemingen. DNB richt zich hierbij op haar kerntaak: het bewaren van de stabiliteit van de financiële sector door te voorkomen dat de risico's die kunnen voortvloeien uit het beloningsbeleid kunnen leiden tot een verslechterde soliditeit van de onderneming.

### **III DE INHOUD VAN DE RBB**

De RBB is enerzijds opgesteld ter verwezenlijking van een beheerste bedrijfsvoering en anderzijds om de soliditeit van de financiële ondernemingen te verzekeren. In de RBB staan dan ook een drietal basisvoorwaarden centraal. Deze basisvoorwaarden houden in dat (i) het beloningsbeleid afgestemd moet worden op het risicoprofiel, de risicohouding en de bedrijfsstrategie van de desbetreffende financiële onderneming; (ii) de focus van de prestatiebeoordeling op de lange termijn belangen van de financiële er gecorrigeerd dient te worden voor zowel huidige als toekomstige risico's. Zowel artikel 1 als de artikelen 23 tot en met 27 van de RBB zijn voor deze inhoudelijke bespreking irrelevant en zullen derhalve achterwege worden gelaten; artikel 1 definieert namelijk een aantal in de RBB gebruikte begrippen, terwijl de artikelen 23 tot en met 27 een meer formele taak kennen (reikwijdte van de RBB, datum inwerkingtreding van de RBB, officiële naamgeving van de RBB, et cetera).

Artikelen 3 tot en met 5 van de RBB zijn algemene artikelen die betrekking hebben op de hervorming van het beloningsbeleid. Conform deze artikelen dient bij de vaststelling en toepassing van het beloningsbeleid rekening gehouden te worden met de bedrijfsstrategie, doelstellingen, waarden en lange termijn belangen van de financiële onderneming. Tevens mag dit beleid niet aanmoedigen tot het nemen van onaanvaardbare risico's, maar dient het in overeenstemming te zijn met de risicobeheersing van de desbetreffende financiële onderneming. Deze artikelen geven dan ook de kern van de RBB weer en deze beginselen worden in de overige artikelen nader toegelicht. Deze overige artikelen kunnen worden gesplitst in drie categorieën: (i) de artikelen die betrekking hebben op het houden van intern toezicht op het gevoerde beloningsbeleid van de financiële onderneming; (ii) de artikelen die *ex ante* dienen te worden nageleefd (met betrekking tot de vaststelling en criteria van de beloningen); en (iii) de artikelen die *ex post* (met betrekking tot de uitbetaling van de beloningen) nagekomen dienen te worden.

De artikelen 6 tot en met 9 van de RBB hebben betrekking op de taken van de interne toezichthouder. Met de interne toezichthouder wordt bedoeld de raad van commissarissen dan wel een ander orgaan dat belast is

---

<sup>1</sup> Kamerstukken II 2009/10, 31 980, Parlementair onderzoek financieel stelsel, nrs. 3-4, Rapport (10 mei 2010), p. 15.

<sup>2</sup> Kamerstukken II 2009/10, 31 980, nr. 16, Reactie van de Nederlandsche Bank (DNB) op het rapport 'Verloren Krediet'.

---

met het toezicht op het beleid van de financiële onderneming, zoals bepaald in artikel 1 aanhef en onder d RBB. Deze interne toezichthouder keurt de algemene beginselen van het beloningsbeleid, toetst deze beginselen periodiek, is altijd en volledig verantwoordelijk voor de tenuitvoerlegging van het beloningsbeleid en zorgt voor een centrale en onafhankelijke interne beoordeling die minimaal eens per jaar dient plaats te vinden (artikel 6 RBB). Artikel 7 RBB verplicht medewerkers in controle functies onafhankelijk te zijn van de bedrijfseenheden waar ze toezicht op uitoefenen en conform datzelfde artikel mogen deze medewerkers alleen worden beloond op basis van de verwezenlijking van de doelstellingen waarop hun functie is gericht. Artikel 8 RBB vervangt artikel 7 RBB indien er een aparte remuneratiecommissie is ingesteld.<sup>1</sup> De interne toezichthouder dient rekening te houden met de belangen van alle belanghebbenden van de desbetreffende financiële onderneming. Artikel 9 RBB geeft als aanvulling op artikel 7 RBB aan dat de interne toezichthouder rechtstreeks toezicht houdt op de beloning van hogere leidinggevenden met een controle functie. De artikelen 6 tot en met 9 RBB hebben dus betrekking op de taken en de verantwoordelijkheden van de interne toezichthouder binnen de financiële ondernemingen.

De essentie van de artikelen die *ex ante* en dus van tevoren dienen te worden nageleefd (de artikelen 10 tot en met 17 van de RBB) is dat er bij de vaststelling van de prestatiegerelateerde beloningen rekening gehouden moet worden met zowel financiële als niet-financiële criteria, waarbij deze prestatiecriteria uitgewerkt zijn op verschillende niveaus (van zowel de prestaties van de desbetreffende medewerker individueel als de invloed van de desbetreffende medewerker op de prestaties van de financiële onderneming als geheel) en waarbij de prestatiecriteria voor actuele en toekomstige risico's is gecorrigeerd. Tevens dienen deze prestatiecriteria gekoppeld te zijn aan de strategie en lange termijn doelstellingen van de financiële onderneming. Dit kan worden bewerkstelligd door de spreiding van de prestatiebeoordeling en de uitbetaling van de beloning. In deze artikelen is eveneens geregeld dat de verhouding variabele ten opzichte van vaste beloning passend vastgesteld dient te worden.

Het restant van de te behandelen artikelen heeft betrekking op de uitbetaling van de prestatiegerelateerde beloningen. Artikel 18 RBB gebiedt de instelling minstens 50 procent van de prestatiegerelateerde beloning uit te betalen in eigendomsbelangen, terwijl artikel 19 van de RBB bepaalt dat ten minste 40 procent van de prestatiegerelateerde beloningscomponent voorwaardelijk over een periode van te minste drie tot vijf jaar wordt uitbetaald. Deze verhouding kan worden bijgesteld indien de bedrijfscyclus, de risico's en de (aard van de) activiteiten van de desbetreffende medewerker dat vereisen. De totale prestatiegerelateerde beloning wordt ten slotte pas uitbetaald indien dit te rechtvaardigen is (artikel 20 lid 1 RBB). De financiële onderneming houdt – onverminderd de algemene beginselen van de verbintenissen- en arbeidswetgeving – het recht de prestatiegerelateerde beloning achteraf te verlagen en terug te vorderen (artikel 20 lid 2 RBB). Bijstelling naar boven is daarentegen niet geoorloofd. De twee overgebleven artikelen, te weten de artikelen 21 en 22 van de RBB, hebben respectievelijk betrekking op het zorgvuldig (en in lijn met de bedrijfsstrategie, doelstellingen, waarden en lange termijn belangen) afstemmen van het pensioenbeleid en het voorkomen dat medewerkers van de financiële onderneming de voorgaande artikelen ondermijnen.

---

<sup>1</sup> Er dient een aparte remuneratiecommissie ingesteld te worden indien de financiële onderneming significant is wat haar omvang, interne organisatie en de aard, reikwijdte en complexiteit van haar activiteiten betreft (artikel 8 lid 1 RBB).

---

### 3. DE AGENCY THEORIE

Nu de RBB is besproken, kan er gekeken worden of de RBB in lijn is met de oplossingen voor de *agency* problematiek. Allereerst zal de totstandkoming van de theorie kort worden uitgelicht, waarna er een inhoudelijke bespreking van de *agency* theorie en de *agency* problematiek aan bod komt. Tot slot zal er worden stilgestaan bij de twee categorieën oplossingen die deze *agency* problematiek binnen financiële ondernemingen een halt zou moeten kunnen toeroepen. Deze oplossingen hebben betrekking op het nemen van toezichtmaatregelen enerzijds en het instellen van prestatiegerelateerde beloningen anderzijds.

#### I DE TOTSTANDKOMING VAN DE AGENCY THEORIE

Hoewel Jensen en Meckling (1976) veelal gezien worden als de grondleggers van de *agency* theorie, is er van vóór de jaren tachtig van de vorige eeuw een grote hoeveelheid literatuur beschikbaar met betrekking tot de scheiding tussen kapitaal en beheer. Boot & Soeting (2004) merken bijvoorbeeld op dat Adam Smith in de achttiende eeuw zijn zorgen uitsprak over de scheiding van ondernemingsleiding en eigendom in zijn beroemde 'Wealth of Nations', gezien '*directors of such companies* [ondernemingen waarbij het bestuur en eigendom zijn gescheiden, LV] *cannot be expected to watch over their companies with the same vigilance as partners in a private [firm] would do*'. Hiermee beschreef hij treffend de essentie van de *agency* theorie: indien het eigendom en het management in een onderneming is gescheiden, zal de onderneming op een andere manier worden bestuurd dan bij een onderneming waarbij dit niet het geval is. Berle en Means (1932) gaven hier gevolg aan en zij beschreven vooral de problematische gevolgen van de scheiding van kapitaal en beheer. Volgens dit tweetal ligt de oorzaak voornamelijk in de door hun gemaakte veronderstelling dat de aandeelhouder niet (altijd) de middelen heeft om de dagelijkse gang van zaken in de gaten te kunnen houden. Hierdoor heeft het bestuur van de onderneming de mogelijkheid om bij het dagelijks besturen van de onderneming het eigen belang te laten prevaleren. Om dit te voorkomen, pleitten Berle en Means voor meer stemrechten voor aandeelhouders en meer transparantie binnen de onderneming.

Ook Ross (1973) heeft zijn blik op de scheiding van kapitaal en eigendom laten schijnen. Hijzelf duidde de theorie die hij beschreef overigens al aan als de 'theory of agency', hij introduceerde daarbij de 'principaal' en de 'agent' en besprak daarbij ook hun afzonderlijke belangen. Deze economische benadering van de *agency* problematiek van Ross had destijds al betrekking op het zoeken naar een beloningssysteem dat kon leiden tot gedrag van de agent dat in lijn is met het belang van de principaal.

Drie jaar later namen Jensen en Meckling (1976) het stokje over en definieerden zij de principaal agent relatie die ten grondslag ligt aan de *agency* theorie als volgt: een relatie waarbij een of meer personen (de principaal) een ander persoon (de agent) betreft om te handelen onder zijn, haar of hun naam, waarbij de exclusieve beslissingsbevoegdheid (voor bepaalde beslissingen) aan hem is gedelegeerd. Bij deze principaal agent relatie is er sprake van een belangentegenstelling, informatie asymmetrie en hebben de actoren een verschillende risicohouding. Ondanks dat de theoretische achtergrond van de *agency* theorie dus eigenlijk al voor 1976 bekend

---

was, worden Jensen en Meckling toch gezien als de echte grondleggers van deze theorie. Na hun publicatie werd de *agency* theorie populair als wetenschappelijk subject en volgden de studies met betrekking tot dit onderwerp elkaar in rap tempo op. Zelf gaf het tweetal aan dat hun benadering aanzienlijk verschilt van eerdere artikelen met betrekking tot de *agency* theorie: “[t]hat literature focuses almost exclusively on (...) how to structure the contractual relation (including compensation incentives) between the principal and agent to provide appropriate incentives for the agent to make choices which will maximize the principal’s welfare (...)” (Jensen & Meckling, 1976, pp. 309-310). In plaats van deze normatieve benadering kozen zij voor een meer positieve en beschrijvende benadering van de *agency* theorie: “we investigate the incentives faced by each of the parties and the elements entering into the determination of the equilibrium contractual form characterizing the relationship between the manager (i.e., agent) of the firm and the outside equity and debt holders (i.e., principals) (Jensen & Meckling, 1976, p. 310). In het navolgende zullen we allereerst de meer positieve benadering van Jensen & Meckling gebruiken om de *agency* theorie te duiden en de *agency* problematiek te beschrijven. Bij de behandeling van de twee categorieën oplossingen zullen we ons toelleggen op de normatieve aanpak.

## II DE AGENCY THEORIE

De *agency* theorie heeft betrekking op een relatie tussen twee partijen: de principaal en de agent. De principaal heeft het eigendom en huurt daarbij de agent in om dit eigendom te beheren. Bij de *agency* theorie is er dus sprake van een contract, waarbij de principaal eigenaar is en (een deel van) zijn beslissingsbevoegdheid ten aanzien van het eigendom aan de agent mandateert; de principaal geeft derhalve toestemming aan de agent namens hem te handelen (Jensen & Meckling, 1976). De *agency* theorie heeft zodoende betrekking op de scheiding van de kapitaalverschaffer en het bestuur of – anders geformuleerd – de scheiding van het beheer en eigendom.

Deze *agency theorie* is gestoeld op een drietal veronderstellingen: (i) de principaal en de agent hebben tegengestelde belangen; (ii) de principaal en de agent hebben een verschillende risicohouding; en (iii) er is sprake van een informatie asymmetrie (Jensen & Meckling, 1976; Kok, Praag, Cools & Van Herpen, 2002). De *agency* theorie werkt daarbij vanuit een tweetal neoklassieke assumpties: de individuele nutsmaximalisatie en de rationele besluitvorming (Boot & Soeting, 2004). Bij de te nemen beslissingen wordt er namelijk verondersteld dat de partijen vooraf een kosten baten afweging maken en bij alle beslissingen het eigen belang nastreven. Volgens de *agency* theorie zijn de belangen van de principaal en de agent niet in lijn met elkaar en derhalve zal de agent dus andere belangen nastreven dan de principaal. Dit belangenconflict komt voort uit het feit dat in een dergelijke relatie de agent zich in dienst van de principaal moet inspannen en dit hem een negatief nut oplevert, terwijl diezelfde inspanning een positief nut oplevert voor de principaal (Kok et al, 2002).

Deze belangentegenstelling wordt temeer gevoegd doordat de risicohouding van de agent verschilt met de risicohouding van de principaal. In dit kader merken Kok et al (2002) op dat de principaal in de persoon van aandeelhouder als risiconeutraal kan worden aangemerkt, omdat de principaal zijn risico kan spreiden over verschillende ondernemingen. De agent daarentegen is (veelal) afhankelijk van één onderneming en is derhalve risico-avers. De beslissingen en daarbij de risico’s die de agent neemt, zouden zodoende kunnen verschillen van

---

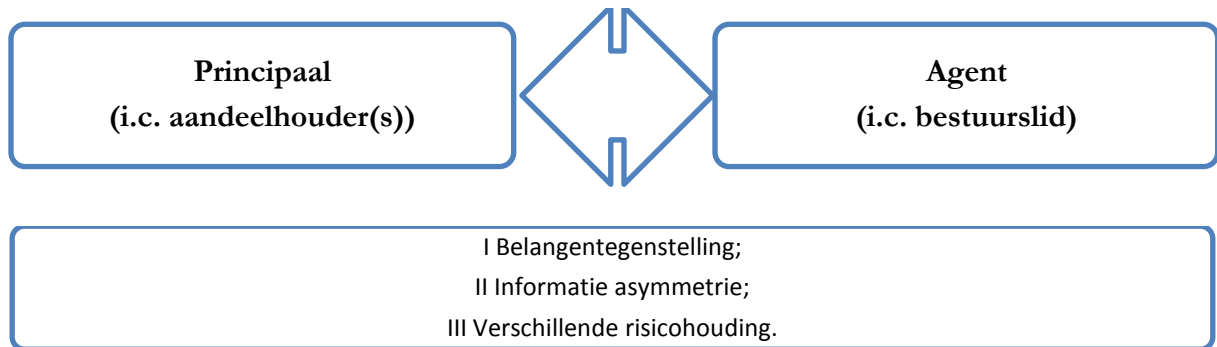
de beslissingen en risico's die de principaal zelf zou prefereren. Dit verschil in risicohouding versterkt de tegenstelling in belangen.

Naast deze belangentegenstelling en een verschil in risicohouding is er eveneens sprake van een informatie asymmetrie. De principaal heeft namelijk niet beschikking over dezelfde informatie als de agent. Dit verschil heeft betrekking op de hoeveelheid van de verstrekte informatie en het moment van de informatieverstrekking. De agent heeft een informatievoorsprong ten opzichte van de principaal. De veronderstelling met betrekking tot de aanwezigheid van de informatie asymmetrie kan in dit geval tweeledig worden opgevat: de principaal weet dat de agent toegang heeft tot perfecte informatie, terwijl het handelen van de agent niet onmiddellijk en/of volledig door de principaal kan worden gecontroleerd. Deze informatie asymmetrie kan leiden tot ondoelmatigheid of *x-inefficiency*. Dit betreft het verschil tussen het optimale gedrag van ondernemingen en het gedrag van de ondernemingen in de praktijk. Ook *moral hazard* zou een gevolg kunnen zijn van de informatie asymmetrie binnen ondernemingen. Hiervan is namelijk sprake wanneer de informatievoorsprong van de agent dermate groot is dat de principaal niet langer de agent op een effectieve manier kan controleren. Deze voorsprong kan dan niet meer worden gecorrigeerd door de principaal middels het nemen van toezichtmaatregelen.

De scheiding van het eigendom en beheer in combinatie met de aanwezige belangentegenstelling, de verschillende risicohouding en de aanwezigheid van asymmetrische informatie kan leiden tot de zogenoemde *agency* problematiek. Eisenhardt (1989) verdeelt deze problematiek echter onder in twee onderdelen: enerzijds bestaat er de problematiek wanneer de belangen van de principaal en de agent niet overeen komen en het voor de principaal complex of kostbaar is om de agent te controleren en anderzijds kunnen de principaal en de agent een verschillende risicohouding aannemen en hierdoor verschillende keuzes prefereren.

Het optimalisatievraagstuk, ofwel het dilemma van de principaal die uit deze situatie voortvloeit, brengt een aantal complexen met zich mee. Enerzijds probeert hij de agent te prikkelen om zijn belang te dienen, maar anderzijds probeert hij eveneens de *agency* kosten onder controle te houden. Deze zogenoemde *agency* kosten bestaan volgens Jensen en Meckling (1976) uit de som van het volgende drietal kostenposten: de *monitoring costs* van de principaal, de *bonding costs* van de agent en het resterende *residual loss*. De zogenaamde *monitoring costs* komen voort uit de preventie- en controlemaatregelen die de principaal dient te maken om de agent in de gaten te kunnen houden en om zodoende de strijd aan te gaan met de *moral hazard* binnen de onderneming. Deze *monitoring costs* kunnen betrekking hebben op toezichtmaatregelen, maar ook op het belonen van gewenst gedrag middels prestatiegerelateerde beloningen. De *bonding costs* hebben betrekking op de kosten die worden gemaakt door de agent om de principaal te overtuigen dat hij zijn beslissingen maakt in het belang van de principaal. Ten slotte is de *residual loss* het resultaat van de uiteindelijk suboptimale samenwerking tussen de principaal en de agent en weerspiegelt derhalve de inefficiëntie (de ondoelmatigheid of *x-inefficiency*) binnen ondernemingen. Het betreft namelijk het verschil tussen de resultaten die tot stand gekomen zijn doordat de agent de relevante beslissingen voor zijn rekening neemt en de resultaten die tot stand gekomen zouden zijn als de principaal de relevante beslissingen zou hebben genomen.

Wanneer we deze *agency* theorie toepassen op naamloze vennootschappen, kan de aandeelhouder als principaal en het individuele bestuurslid<sup>1</sup> van de onderneming als agent worden aangeduid (Boot & Soeting, 2004). Het bestuurslid van de naamloze vennootschap wordt namelijk in dienst genomen om het eigendom van de aandeelhouders te beheren. Dit houdt in dat het bestuurslid wordt aangesteld om te handelen in het belang van de aandeelhouder. Op deze wijze is er een duidelijke principaal agent relatie herkenbaar, waarbij de aandeelhouder de principaal is en het individuele bestuurslid van de onderneming de agent representeert.



### III DE OPLOSSINGEN

Wanneer we ons toespitsen op het hierboven uitgewerkte optimalisatievraagstuk, kunnen we de conclusie trekken dat er voor de principaal twee categorieën oplossingen voorhanden zijn. Enerzijds heeft hij de mogelijkheid toezichtmaatregelen te nemen om controle uit te oefenen op de door de agent te nemen beslissingen en anderzijds heeft hij de mogelijkheid de agent te prikkelen door het instellen van prestatiegerelateerde beloningen. Zoals reeds eerder is opgemerkt, hebben Jensen en Meckling (1976, p. 308) de mogelijkheden van de principaal als volgt omschreven: *“The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent.”* Enerzijds heeft het nemen van toezichtmaatregelen betrekking op het verkleinen van de informatieasymmetrie, terwijl het instellen van prestatiegerelateerde beloningen betrekking heeft op het verkleinen van de belangentegenstelling. In dit kader zou een combinatie van beide alternatieven ook effectief de strijd met de *agency* problematiek binnen financiële onderneming kunnen aangaan. Hieronder zullen we deze twee categorieën oplossingen kort uitlichten en daarbij de koppeling maken naar de agent principaal relatie binnen naamloze vennootschappen.

#### I TOEZICHTMAATREGELLEN

Een eerste mogelijkheid om het probleem van de informatieasymmetrie te verminderen, is het nemen van toezichtmaatregelen door de principaal. Met behulp van deze maatregelen kan de principaal de beslissingen van de agent controleren en de normaliter voor de principaal niet toegankelijke informatie verzamelen. Dergelijke maatregelen lijken op het eerste oog zeer doeltreffend. Het experiment van Nagin, Rebitzer, Sanders en Taylor (2003, p. 850) toonde bijvoorbeeld al aan dat werknemers van ondernemingen normaliter *‘rational cheaters’* zijn, *“who anticipate the consequences of their actions and shirk when the marginal benefits exceed*

<sup>1</sup> Bij het gebruik van deze terminologie is enige voorzichtigheid geboden. In het navolgende wordt de aandeelhouder van de financiële onderneming aangeduid als principaal en het individuele bestuurslid van de financiële onderneming wordt gezien als agent. Wanneer het bestuur als geheel als agent gekozen zou worden, zou dat leiden tot een andere benadering.

---

*costs.*" Het bleek uit dit onderzoek echter dat het manipuleren van de prestaties afnam naarmate de controle op de werknemer toenam. Uit dit onderzoek blijkt dus dat in situaties waarbij handelingen die niet in het belang van de principaal zijn maar wel voordeel voor de agent opleveren, de agent deze handelingen zal uitvoeren. In situaties waarbij deze handelingen onder toezicht gehouden worden en eventueel worden bestraft, blijkt het dat de agent eerlijker handelt. Eisenhardt (1989, p. 60) verwees in dit kader eveneens naar het uitoefenen van controle als oplossing voor de *agency* problematiek: "[w]hen the principal has information to verify agent behavior, the agent is more likely to behave in the interests of the principal." Het nemen van toezichtmaatregelen is dus een effectief middel om de agent te laten handelen in het belang van de principaal.

Er is een groot scala aan toezichtmaatregelen. Welke variant het meest effectief is, is afhankelijk van de werkzaamheden van de agent en de mate van complexiteit van de te controleren werkzaamheden. Mogelijkheid is om als principaal (i.c. de aandeelhouder) – hetzij individueel, hetzij in groepsverband – actief druk uit te oefenen op de agent (i.c. het bestuurslid). Dergelijke 'activistische aandeelhouders', zoals deze groep actieve principalen wordt genoemd, brengen zowel positieve als negatieve effecten met zich mee. Enerzijds zetten activistische aandeelhouders (het bestuurslid van) de onderneming op scherp en is het bevorderlijk voor het contact tussen de aandeelhouders en het bestuur van de onderneming, maar anderzijds worden dergelijke aandeelhouders ervan beschuldigd zich te richten op de korte termijn en leidt dergelijke druk mogelijk tot schrikreacties van bestuursleden om de aandeelhouders te vermijden (Boot, 2007).

Daarnaast heeft de principaal de mogelijkheid om derden (raden of commissies) in te stellen om controle uit te oefenen op het doen en laten van de agent. Bij laatstgenoemde vorm van toezicht wezen Fama en Jensen (1983, p. 14) op het belang van het instellen van een raad van commissarissen binnen een onderneming: "[s]uch boards always have to power to hire, fire, and compensate the top-level decision managers and to ratify and monitor important decisions." De raad van commissarissen kan in deze situatie gezien worden als het vertegenwoordigend lichaam van de principaal binnen de naamloze vennootschap. Zij houdt dus toezicht op de door het bestuur van de onderneming genomen beslissingen en behartigt via deze wijze de belangen van de principaal. Bij het instellen van een dergelijke raad van commissarissen blijft het echter in theorie mogelijk dat de *agency* theorie in een vicieuze cirkel geraakt. Hoewel deze (onafhankelijke) personen door het houden van toezicht de strijd dienen aan te gaan met de *agency* problematiek tussen de principaal en de agent, bestaat er namelijk de kans dat er een nieuwe ongewenste principaal agent relatie tussen de leden van de raad van commissaris en de aandeelhouders ontstaat.

Indien er gebruik gemaakt wordt van prestatiegerelateerde beloningen en deze beloningen gerelateerd zijn aan prestaties waaraan bijgedragen wordt door meerdere personen, kan er tevens sprake zijn van onderling toezicht. Namelijk, indien de beloningen worden gedeeld met collegae, zullen bestuurders de handelingen van anderen in de gaten houden en – indien nodig – corrigeren. Op deze wijze wordt middels groepsbeloningen aangemoedigd om onderling te controleren en te corrigeren, omdat de handelingen van het individuele bestuurslid invloed kunnen hebben op de beloningen van anderen (Knez & Simester, 2001).

Hoewel het nemen van toezichtmaatregelen de manier lijkt om de *agency* problematiek binnen ondernemingen op te lossen, kleven er aan deze vorm van controle toch een aantal beperkingen. Allereerst is er vrijwel altijd sprake van een imperfectie in de aanlevering van informatie bij grote financiële



ondernemingen. Het is namelijk simpelweg een onmogelijk streven om alle – voor het maken van beslissingen – relevante informatie te verzamelen. Daarnaast kan het instellen van dergelijke toezichtmaatregelen zeer kostbaar zijn. Door deze redenen is er een gebrek aan actief toezicht door de aandeelhouder op het handelen van het bestuur (Goergen & Renneboog, 2011).

Wanneer we het nemen van toezichtmaatregelen – hetzij door actieve principalen, hetzij door toezicht door derden, hetzij door toezicht door agenten onderling – toespitsen op de situatie binnen financiële ondernemingen, waarbij er een principaal agent relatie aanwezig is tussen de aandeelhouder(s) enerzijds en het individuele bestuurslid anderzijds, kunnen we opmerken dat verschillende toezichtmaatregelen reeds zijn ingesteld. Een voorbeeld van een dergelijke toezichtmaatregel is de controle van de besproken activistische aandeelhouders op het bestuur van de financiële onderneming, waardoor de bestuurslid wordt gedwongen te handelen in het belang van de principaal. Daarnaast beschikken financiële ondernemingen veelal over een al dan niet verplicht ingestelde raad van commissarissen, welke toezicht uitoefent op de handelingen van het individuele bestuurslid.<sup>1</sup> Indien eventueel ingestelde prestatiegerelateerde beloningen afhankelijk worden gesteld aan prestaties waaraan meerdere personen hebben meegedragen, is het ten slotte te verwachten dat individuele bestuurders andere collega-bestuurders eveneens controleren.



## II PRESTATIEGERELATEERDE BELONINGEN

De aanwezigheid van de belangentegenstelling vormt het fundament van de *agency* problematiek. Deze problematiek kan dus worden voorkomen wanneer de belangen van de agent en de principaal in overeenstemming met elkaar worden gebracht. Middels prestatiegerelateerde beloningen, i.e. variabele beloningen die worden vastgesteld aan de hand van diverse prestatie gerelateerde criteria, kan worden gerealiseerd dat de belangen van de agent dichterbij de belangen van de principaal komen te liggen. Het motiveren van werknemers op deze manier wordt aangeduid als ‘extrinsieke motivatie’. Deze extrinsieke motivatie staat tegenover ‘intrinsieke motivatie’, de motivatie van de agent om zich gewoon in te spannen omdat zijn werk hem een bepaalde ‘trots’, plezier of aanzien geeft (Kok et al, 2002).

De prestatiegerelateerde beloningen moeten de agent laten handelen in het belang van de principaal zonder dat hij daarbij zijn eigen belang laat prevaleren. Om dit te realiseren dient het verwachte nut dat de te ontvangen beloningen hem oplevert door te handelen in het belang van de principaal groter te zijn dan het verwachte nut dat het hem oplevert door te handelen in eigen belang. Door slechts beloningen uit te betalen als de agent in het belang van de principaal handelt, lijkt het zeer eenvoudig de agent te prikkelen om te handelen in het belang van de agent. De gedachtegang hierachter is namelijk dat dergelijke beloningen de agent motiveert om zich intensiever in te zetten, wat vervolgens zou moeten leiden tot hogere individuele prestaties (Ariely et al, 2009).

<sup>1</sup> Structuurvennootschappen zijn verplicht een raad van commissarissen in te stellen op grond van artikel 2:158 lid 1 BW. Overige ‘normale’ naamloze vennootschappen kennen deze verplichting niet.

De vraag hierbij is echter hoe gecontroleerd kan worden dat de agent handelt in het belang van de principaal. Er dient dus afgevraagd te worden wanneer de agent naar de gestelde criteria zijn beloning heeft verdiend en in welke gevallen hij geen aanspraak op de beloning moeten kunnen maken. Daarbij is van belang om het belang van de principaal duidelijk in kaart te brengen. De principaal heeft (een gedeelte van) het kapitaal ingebracht en heeft er dus belang bij dat de aandeelhouderswaarde wordt gemaximaliseerd. Om de aandeelhouderswaarde te maximaliseren dient de onderneming op de lange termijn groeiend en winstgevend te zijn. Daar de toekomstige situatie van een onderneming afhankelijk is van diverse niet of nauwelijks beïnvloedbare externe factoren en niet louter afhankelijk is van de door de agent gemaakte handelingen in het heden, is het echter op de korte termijn moeilijk te beoordelen of de door de agent gemaakte handelingen in het belang zijn van de principaal.

Om de agent toch zoveel mogelijk in het belang van de principaal te laten handelen, is het noodzaak om de beloning van de agent zoveel mogelijk afhankelijk te maken van de bedrijfsresultaten (op de lange termijn) die beïnvloedbaar zijn voor de agent. De beloningen moeten dus gerelateerd worden aan de prestaties van de agent. Hierdoor zal de agent geprikkeld worden om te handelen in het belang van de principaal, en omdat dit leidt tot een hoge(re) beloning dus uiteindelijk ook in zijn eigen belang.

Deze prestatiegerelateerde beloningen kunnen contractueel worden vastgelegd in de vorm van monetaire beloningen, maar het is eveneens mogelijk de beloningen uit te betalen in de vorm van eigendomsbelangen. Cools en Praag (2000) wezen op het voordeel van beloningen in de vorm van aandelen(opties), daar naarmate het procentuele aandelenbezit van de agent kleiner wordt, het aantrekkelijker wordt om zijn eigen belang te laten prevaleren ten koste van de principaal. Volgens Cool en Praag wordt naarmate het procentuele aandelenbezit van de agent groter is, aantrekkelijker voor de agent om het belang van de principaal te laten prevaleren. Immers, door de toename van het aandelenbezit van de agent wordt de agent ook (gedeeltelijk) principaal. De principaal doet er dus goed aan het aandelenbezit van de agent te doen laten toenemen middels beloningen, zodat de agent meer gaat handelen in het belang van de principaal.<sup>1</sup>

Het instellen van prestatiegerelateerde beloningen lijkt dus de belangentegenstelling tussen de principaal en de agent te verkleinen. Het onderzoek van Kok et al (2002) toont daarbij aan dat zowel de intrinsieke als de extrinsieke motivatie van de agent significant gerelateerd is aan de individuele prestaties. Hierbij dient overigens opgemerkt te worden dat het middel slechts doeltreffend is als (i) het beloningssysteem redelijk is wat betreft de relatie tussen de hoogte van de beloning en de geleverde inspanning enerzijds, maar ook of de prestatie maatstaven en doelstelling zorgvuldig zijn uitgekozen en de procedures redelijk zijn ten opzichte van andere werknemers; (ii) het beloningssysteem transparant is; en (iii) de agent het idee heeft dat de prestatie maatstaven redelijkerwijs door hun handelingen kunnen worden beïnvloed (Cools & Praag, 2000).



<sup>1</sup> Daarbij dient opgemerkt te worden dat het procentueel groter maken van het aandelenbezit van de agent ten koste gaat van het procentuele belang in de financiële onderneming van de principaal.

---

## 4. DE RBB EN DE AGENCY THEORIE VERGELEKEN

Nu in het voorafgaande de RBB inhoudelijk is geanalyseerd en de *agency* theorie uitvoerig aan de orde is gekomen, kan de RBB vergeleken worden met de theorie achter de *agency* theorie. Daar de RBB als geïmpliceerd doel heeft de *agency* problematiek binnen financiële ondernemingen aan banden te leggen, zal de RBB in dit onderdeel worden vergeleken met de in de *agency* theorie naar voren geschoven oplossingen.

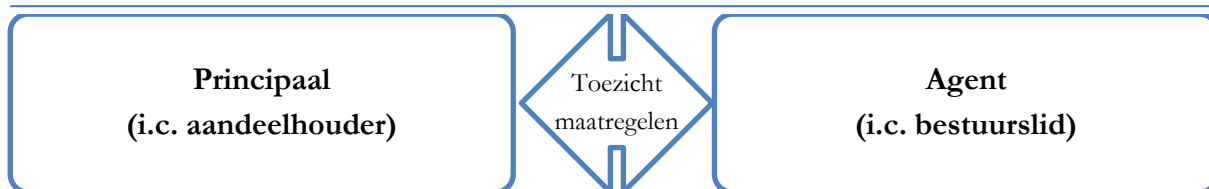
Voordat we tot deze vergelijking kunnen overgaan, dient opgemerkt te worden dat de RBB het beloningsbeleid van financiële ondernemingen tracht te hervormen. Prestatiegerelateerde beloningen staan op deze manier dus binnen de RBB centraal. Toezichtmaatregelen die genomen worden door de principaal om de handelingen van de agent te controleren, zijn in de RBB dus niet gereguleerd. De artikelen die betrekking hebben op de interne toezichthouder, te weten artikel 6 tot en met 9 RBB, hebben betrekking op een ander niveau van toezicht dan het toezicht waarop in de *agency* theorie gedoeld wordt. Deze artikelen richten zich namelijk op het toezicht op het instellen van dit beloningsbeleid om te voorkomen dat beloningen de agent prikkelen om onaanvaardbare risico's te nemen. Volledigheidshalve zal de RBB toch worden gespiegeld aan beide oplossingen.

### I TOEZICHTMAATREGELEN

Hoewel het merendeel van de RBB de vormgeving van het beloningsbeleid regelt, heeft een viertal bepalingen betrekking op het toezicht dat gehouden dient te worden op de vaststelling van dit beloningsbeleid. De artikelen 6 tot en met 9 van de RBB hebben betrekking op de taken van de interne toezichthouder of de remuneratiecommissie. De interne toezichthouder of de remuneratiecommissie dient dit beloningsbeleid vast te stellen. Hierbij dient te worden voorkomen dat het beloningsbeleid kan leiden tot schadelijke gevolgen voor de financiële onderneming. Deze interne toezichthouder of remuneratiecommissie dient het beloningsbeleid dus zo in te stellen dat het bestuurslid handelt in het belang van de aandeelhouder. Hierbij is van belang dat de interne toezichthouder of remuneratiecommissie onafhankelijk is en het beloningsbeleid op een zo verantwoord en objectief mogelijke wijze kan samenstellen.

Nadeel van dergelijke constructies, waarbij een interne toezichthouder (of een soortgelijke raad of commissie) wordt ingesteld, is de mogelijkheid van het ontstaan van een vicieuze cirkel. Zoals reeds eerder is aangegeven, kan bij een dergelijke toezichtvorm een nieuwe principaal agent relatie ontstaan (tussen in dit geval de aandeelhouder en de interne toezichthouder). Toch wordt een dergelijke interne toezichthouder bij financiële ondernemingen veelal wel ingesteld. Enerzijds omdat een dergelijke interne toezichthouder veelal verplicht is, in het geval van zogenaamde structuurvennootschappen op grond van artikel 2:158 lid 1 BW, en anderzijds omdat deze vorm van toezicht een extra stok achter de deur is om de belangen van de principaal te beschermen.

Er kan derhalve geconcludeerd worden dat de toezichtvorm van de RBB niet als doel heeft om de strijd aan te gaan met de *agency* problematiek binnen financiële ondernemingen. Middels deze bepalingen wordt er slechts getracht toezicht uit te oefenen op de vaststelling van het beloningsbeleid. De RBB is dus niet in lijn met deze oplossingscategorie.



## II PRESTATIEGERELATEERDE BELONINGEN

Daar prestatiegerelateerde beloningen een veelgebruikt middel is om de strijd aan te gaan met de *agency* problematiek binnen financiële ondernemingen, staat vooral de hervorming van het beleid van financiële ondernemingen ten aanzien van de prestatiegerelateerde beloningen centraal in de RBB. Artikel 5 van de RBB stelt bijvoorbeeld dat het beloningsbeleid moet stroken met de bedrijfsstrategie, doelstellingen, waarden en lange termijn belangen van belanghebbenden waaronder aandeelhouders, en behelst eveneens maatregelen die belangenconflicten vermijden. Dit artikel vereist dat de beloningen dienen te passen bij de onderneming, niet mogen leiden tot het nemen van onverantwoorde risico's en het beloningsbeleid dient het ontstaan van de *agency* problematiek<sup>1</sup> binnen ondernemingen te voorkomen. Om deze *agency* problematiek binnen financiële ondernemingen aan banden te leggen, bevat de RBB afdeling 2.3. Deze afdeling heeft betrekking op de samenstelling van de beloningen. De twaalf artikelen die deze afdeling bevat, kunnen gemakshalve gesplitst worden in een drietal onderdelen: (i) de bepalingen met betrekking tot de vaststelling en de criteria van beloningen; (ii) de bepalingen met betrekking tot de uitbetaling van de beloningen; en (iii) de bepalingen met betrekking tot de vaststelling en uitbetaling van de overige vergoedingen.

### I DE VASTSTELLING EN DE CRITERIA VAN DE BELONINGEN

Met name de artikelen 10 tot en met 17 van de RBB regelen het eerste onderdeel: de vaststelling en de criteria van de beloningen. De prestatiegerelateerde beloningen dienen conform deze artikelen gebaseerd te zijn op zowel financiële als niet-financiële criteria (artikel 10 RBB). Het is vaak eenvoudiger om financiële prestaties (beurskoers, winsten, et cetera) te vertalen in meetbare criteria. Dit kan leiden tot onevenredig veel aandacht voor deze criteria. De RBB probeert daarom een goede mix van prestatiecriteria te hanteren en tracht zodoende de prestatiegerelateerde beloningen te koppelen aan niet-financiële criteria als integriteit, kwaliteit, teamgedrag en risicomanagement.<sup>2</sup> Daarnaast dient de vaststelling van de prestatiegerelateerde beloning afhankelijk gemaakt te worden van de prestaties van de desbetreffende medewerker, het bedrijfsonderdeel en de onderneming als geheel (artikel 10 RBB). Deze prestatiebeoordeling dient over meerdere jaren te worden verspreid, zodat het lange termijn belang van de principaal bij de beoordeling in acht genomen kan worden en de toekomstige risico's meegewogen kunnen worden (artikel 11 RBB). Tevens dient er, voordat er tot uitbetaling kan worden overgegaan, te worden getoetst of uitbetaling van deze prestatiegerelateerde beloning niet ten koste gaat van het belang van de principaal (artikel 12 RBB). Ten slotte verplicht de RBB de ondernemingen een passende verhouding van vaste en variabele beloning aan te houden (artikel 15 RBB), zodat de prestatiegerelateerde beloning niet disproportioneel hoog is ten opzichte van het vaste beloningscomponent.

<sup>1</sup> In artikel 5 heeft de RBB het over het voorkomen van "belangenconflicten".

<sup>2</sup> Zie *Principes voor beheerst beloningsbeleid*, pp. 23-24.

---

Omdat binnen (financiële) ondernemingen veelal middels prestatiegerelateerde beloningen wordt gewerkt om het bestuur te motiveren in het belang van de onderneming te handelen, is de RBB veelal gericht op dergelijke beloningen. Dit is eveneens in dit onderdeel duidelijk zichtbaar. De RBB heeft een vorm van prestatiegerelateerde beloningen ingebouwd, waardoor agenten onderling toezicht kunnen houden op elkaars handelen. Immers, de te ontvangen prestatiegerelateerde beloningen is afhankelijk gesteld van de prestaties van collegae en de resultaten van de financiële onderneming als geheel. Daarnaast probeert men de lange termijn belangen van de principaal mee te nemen in de overweging, daar voor de prestatiebeoordeling meerdere jaren worden uitgetrokken. De RBB voorkomt derhalve dat er door de agent onaanvaardbare risico's genomen worden die louter gericht zijn op positieve resultaten op de korte termijn maar die consequenties kunnen hebben voor de lange termijn. De agent wordt tevens minder geprikkeld om onaanvaardbare risico's te nemen door de hoogte van de prestatiegerelateerde beloningen op een passende wijze vast te stellen. De prestatiegerelateerde beloning is namelijk niet langer een disproportioneel groot deel van de totale beloning. Ten slotte dient de principaal te toetsen of het uitbetalen van de prestatiegerelateerde beloning niet ten koste gaat van de financiële positie van de onderneming. Is dit wel het geval, moet men hiervan afzien.

## **II DE UITBETALING VAN DE BELONINGEN**

De *ex post* artikelen verplichten de financiële onderneming de beloning voor een significant deel (i.e. minstens 50 procent) uit te betalen in aandelen of vergelijkbare eigendomsbelangen (artikel 18 RBB). Tevens dient daarbij 40 tot 60 procent van het variabele deel over een periode van minstens drie tot vijf jaar te worden uitbetaald (artikel 19 RBB). Eveneens is de uitbetaling afhankelijk van de financiële toestand van de financiële onderneming (artikel 20 lid 1 RBB). Middels deze bepalingen wordt de uitbetaling van de beloningen verdeeld over meerdere jaren en hierdoor kan de beloning eventueel – na een herbeoordeling van de prestatiecriteria – (naar beneden) worden bijgesteld (artikel 20 lid 2 RBB).

Door de beloning enerzijds voorwaardelijk en anderzijds in aandelen of vergelijkbare eigendomsbelangen uit te keren, tracht de RBB de agent eveneens beslissingen te laten nemen in het belang van de principaal. Voorwaardelijke beloning die aan de hand van een herbeoordeling van prestatiecriteria al dan niet alsnog wordt uitbetaald, prikkelt de agent te handelen in het lange termijn belang van de principaal. Immers, indien deze prestatiecriteria niet worden gehaald, heeft dit consequenties voor 40 procent – en bij 'bijzonder hoge' beloningen 60 procent – van de prestatiegerelateerde beloning. Daarnaast sluit de maatregel van de RBB om een significant deel van de prestatiegerelateerde beloning uit te betalen in eigendomsbelangen, aan bij de bevindingen van Cools en Praag (2000) met betrekking tot het belonen in de vorm van aandelen(opties). Volgens hen wordt het dan voor de agent aantrekkelijker om te handelen in het belang van de principaal.

## **III DE OVERIGE BEPALINGEN**

De overige nog niet behandelde artikelen van de RBB hebben betrekking op de eventuele ontslagvergoedingen en pensioenuitkeringen van de agent. Hierbij dient vooropgesteld te worden dat falen geenszins beloond mag worden en ook deze vergoedingen moeten in overeenstemming met de bedrijfsstrategie, de doelstellingen, waarden en lange termijn belangen zijn. Hiermee geeft de RBB aan dat niet alleen de beloningen, maar ook de overige vergoedingen van de agent (zoals de ontslagvergoedingen en pensioenuitkeringen) op een voor de principaal zo verantwoord mogelijke wijze overeen gekomen moeten worden. Door falen van de agent op geen

---

enkele wijze te belonen en eens te meer aan te halen dat de lange termijn belangen van de principaal prioriteit verdienen, wordt er nogmaals benadrukt dat het nemen van onverantwoorde risico's door de agent niet beloond wordt.



Overzichtstabel 'De RBB en de Agency Theorie vergeleken'		RBB	Agency Theorie
		<b>RBB</b>	<b>Agency Theorie</b>
		<b>Hoofdstuk 1: Algemene Bepalingen</b>	
<b>Artikel 1</b>	Definities	-	
<b>Artikel 2</b>	Gegevens beloningen > € 1.000.000	-	
		<b>Hoofdstuk 2:</b>	
		<b>Beginnelsen voor een beheerst beloningsbeleid</b>	
<b>Artikel 3</b>	Beloningsbeleid in lijn met strategie onderneming	Belang van principaal prioriteit	
<b>Artikel 4</b>	Beloningsbeleid in lijn met risicobeheersing	Onverantwoorde risico's mijden	
<b>Artikel 5</b>	Beloningsbeleid in lijn met bedrijfsstrategie en lange termijn belang	Belang van principaal prioriteit	
<b>Artikel 6</b>	Taken interne toezichthouder	Toezicht op beloningen	
<b>Artikel 7</b>	Onafhankelijkheid medewerkers controle functies	Toezicht op beloningen	
<b>Artikel 8</b>	Taken remuneratiecommissie; onafhankelijkheid, deskundigheid	Toezicht op beloningen	
<b>Artikel 9</b>	Toezicht medewerkers controle functies door remuneratiecommissie	Toezicht op beloningen	
<b>Artikel 10</b>	Beloningen gebaseerd op prestaties werknemer, bedrijfs onderdeel en onderneming (fin. en niet-fin.)	Belang van principaal prioriteit	
<b>Artikel 11</b>	Beloningen verspreid over meerdere jaren	Lange termijn belang van principaal prioriteit	
<b>Artikel 12</b>	Totale variabele beloning niet schadelijk voor fin. positie onderneming	Belang van principaal prioriteit	
<b>Artikel 13</b>	Normaliter geen gesegandeerde variabele beloning	-	
		<b>RBB</b>	<b>Agency Theorie</b>
<b>Artikel 14</b>	Extra beperkingen voor ondernemingen met overheidsteun	-	
<b>Artikel 15</b>	Passende verhouding variabele- vaste beloning	Belang van principaal prioriteit	
<b>Artikel 16</b>	Ontslagvergoeding in lijn met gerealiseerde prestaties	Belang van principaal prioriteit	
<b>Artikel 17</b>	Bij beoordeling prestaties correctie voor risico's en kosten kapitaal	Onverantwoorde risico's mijden	
<b>Artikel 18</b>	Minstens 50 procent van variabele beloning in eigendomsbelangen	Lange termijn belang van principaal prioriteit	
<b>Artikel 19</b>	Minstens 40/60 procent van variabele beloning verspreid uitbetaald	Lange termijn belang van principaal prioriteit	
<b>Artikel 20</b>	Slechts uitbetaling variabele beloning indien dit aanvaardbaar is	Belang van principaal prioriteit	
<b>Artikel 21</b>	Pensioenbeleid in lijn met strategie onderneming	Belang van principaal prioriteit	
<b>Artikel 22</b>	Geen mogelijkheden tot onderneming risicobeheersing	Onverantwoorde risico's mijden	
<b>Artikel 23</b>	Geen mogelijkheden tot onderneming RBB	Belang van principaal prioriteit	
<b>Artikel 24</b>	Toepassing RBB	-	
<b>Artikel 25</b>	Jaarlijkse publicatie beloningen	-	
		<b>Hoofdstuk 3:</b>	
		<b>Overgangs- en slotbepalingen</b>	
<b>Artikel 26</b>	Inwerkingtreding	-	
<b>Artikel 27</b>	Officiële naam RBB	-	

---

## 5. INZICHTEN UIT DE GEDRAGSECONOMIE

De grootste beperking van economische theorieën die het menselijk handelen binnen het economisch proces trachten te voorspellen, is de veronderstelling dat mensen zich als een *homo economicus*, en dus rationeel en individueel nutmaximaliserend, gedragen (Mullainathan & Thaler, 2000). Doordat dit in de praktijk niet altijd het geval is, zijn veel economische theorieën die het economisch proces trachten te beschrijven gebaseerd op incorrecte fundamentele veronderstellingen. Wanneer we het gedrag van actoren binnen het economisch proces onder de loep nemen, bevinden we ons op het gebied van de gedragseconomie. Of zoals Posner (1998, p. 1552) beschreef: “(...) *behavioral economics* (...) is *economics minus the assumption that people are rational maximizers of their satisfactions*.” Wanneer we het menselijk gedrag binnen het economisch proces proberen te onderzoeken, dienen we dus rekening te houden met diverse gedragseconomische theorieën.

De twee categorieën oplossingen, het nemen van toezichtmaatregelen en het instellen van prestatiegerelateerde beloningen, zijn door Jensen en Meckling (1974) naar voren geschoven als het tweetal mogelijkheden om je als onderneming tegen de *agency* problematiek te wapenen. In dit onderdeel zullen deze oplossingen worden behandeld aan de hand van enkele relevante gedragseconomische inzichten, te weten *optimism bias*, *hyperbolic discounting*, *loss aversion*, *self-serving bias* en studies die het effect van (te) hoge prestatiegerelateerde beloningen in twijfel trekt. Hierbij dient direct te worden opgemerkt dat dit niet de enige gedragseconomische bevindingen zijn die betrekking hebben op de situatie binnen financiële ondernemingen. Het is geen uitputtende opsomming en het is derhalve mogelijk dat andere relevante gedragseconomische bevindingen in dit kader onbesproken blijven.

In het navolgende zal er allereerst kort geschetst worden wat de desbetreffende gedragseconomische bevinding inhoudt, waarna deze bevinding wordt geprojecteerd op de RBB en de situatie binnen de financiële onderneming met haar bestuur en aandeelhouders. Tot slot zullen er – waar van toepassing – enkele aanbevelingen worden gedaan om de RBB effectiever de strijd met de *agency* problematiek te laten aangaan.

### I OPTIMISM BIAS

In dit onderdeel zal allereerst worden stilgestaan bij de zogenoemde *optimism bias*. Volgens deze empirische bevinding wordt de eigen kans op een negatieve uitkomst minder groot geschat dan de kans van anderen die zich in een gelijke situatie bevinden. Anders gezegd, de *optimism bias* leidt ertoe dat men de eigen kans op een positieve uitkomst overschat. Puri & Robinson (2007, p. 76) beschreven het complex achter de *optimism bias* als volgt: “[people] *overestimates* (...) *the probability that a favorable outcome will occur, or underestimates that a negative outcome will occur*.” Daar de agent – blijkbaar – niet de capaciteiten heeft om een gedegen afwegen te maken van zijn kansen en risico’s, overschat de agent de kans dat dit leidt tot een positief resultaat en onderschat hij de kans dat dit resulteert in een negatieve uitkomst. Volgens Puri en Robinson (2007) kan een gevolg van deze *optimism bias* zijn dat de agent suboptimale beslissingen maakt door onverantwoord hoge risico’s te nemen, doordat de agent de kans op de gewenste uitkomst te positief inschat. Het gevolg hiervan zou derhalve kunnen zijn dat deze beslissingen leiden tot een lager nut voor de principaal.



---

Om te voorkomen dat de agent onverantwoord hoge risico's neemt, bevat de RBB een aantal maatregelen. Artikel 4 RBB verwoordt deze maatregelen in het algemeen en bepaalt dat het beloningsbeleid van financiële ondernemingen moet bijdragen aan een degelijke en doeltreffende risicobeheersing en het beloningsbeleid mag het nemen van onaanvaardbare risico's geenszins aanmoedigen. Daarnaast kennen artikel 8 RBB (met betrekking tot de controle op de interne risicobeheersing), artikel 11 RBB (met betrekking tot de gespreide prestatiebeoordeling) en artikel 17 RBB (met betrekking tot de correctie voor actuele en toekomstige risico's) eveneens maatregelen die moeten voorkomen dat de belangen van de principaal ten koste gaan van de risico's die de agent neemt. Middels deze maatregelen tracht de RBB het beloningsbeleid van de financiële onderneming dus op zo'n wijze te hervormen dat de agent niet meer geprikkeld wordt om onverantwoorde risico's te nemen. Hierbij dient echter opgemerkt te worden dat de handelingen van de agent niet geheel worden gecorrigeerd voor de *optimism bias*. De agent kan dus nog steeds risico's nemen die dan misschien niet onverantwoord worden geacht, maar waarbij de agent de kans op een positieve uitkomst overschat en de kans op een negatieve uitkomst onderschat. Dergelijke handelingen kunnen alsnog in meer of mindere mate schadelijk zijn voor de financiële onderneming en dus ten koste gaan van het belang van de principaal.

Het inbouwen van verdergaande maatregelen om te voorkomen dat de gevolgen van de *optimism bias* schadelijk zijn voor de financiële onderneming is complex. Momenteel bevat de RBB namelijk al maatregelen die zouden moeten voorkomen dat de agent onaanvaardbare risico's neemt, maar ook niet-onaanvaardbare risico's kunnen in meer of mindere mate schadelijk zijn voor de onderneming. De financiële onderneming zelf kan wel een interne structuurwijziging ondergaan om zich tegen dit probleem te wapenen. De financiële onderneming zou zich kunnen inrichten als een meer bureaucratisch geheel. Voordat risico's genomen worden, kunnen deze worden voorgelegd aan een onafhankelijke derde of leidinggevende. Deze onafhankelijke derde of leidinggevende heeft vervolgens de taak om na te gaan of de kans op een positieve uitkomst wordt overschat of de kans op een negatieve uitkomst wordt onderschat. De *optimism bias* zorgt er namelijk voor dat de agent zijn eigen kansen niet zorgvuldig genoeg op waarde kan schatten. Hier zou de onafhankelijke derde of leidinggevende geen problemen mee moeten hebben, omdat hij of zij de kansen van een ander dient te beoordelen. Na keuring tot het voorgenomen besluit door een onafhankelijke derde of leidinggevende kan het besluit al dan niet doorgang vinden. Echter, er kleven aan deze oplossing toch een aantal nadelen, daar (i) dergelijke bureaucratische oplossingen veelal tijdrovend en kostbaar zijn; (ii) sommige keuzes direct handelen vereisen en dus niet ter goedkeuring kunnen worden voorgelegd aan een onafhankelijke derde of leidinggevende; en (iii) de onafhankelijke derde of leidinggevende deze risico's wellicht (nog) minder goed kan inschatten dan de agent zelf, omdat hij of zij bijvoorbeeld verder van de materie afstaat.

## **II HYPERBOLIC DISCOUNTING**

*Exponential discounting* leidt ertoe dat onmiddellijke ontvangsten in het heden hoger worden gewaardeerd dan uitgestelde ontvangsten in de toekomst. Dit betekent dat men bij het kiezen tussen twee beloningen van gelijke hoogte, zal kiezen voor de onmiddellijke beloning in plaats van de in de toekomst uitbetaalde beloning. Deze preferentie ligt in beginsel in lijn met rationeel gedrag, daar een positieve verdiscontering van toekomstige positieve geldbedragen leidt tot een lagere contante waarde. *Hyperbolic discounting* heeft echter betrekking op de disproportioneel hoge waardering voor onmiddellijk te verkrijgen ontvangsten ten opzichte

---

van ontvangsten in de toekomst (Myerson & Green, 1995). Deze voorkeur voor onmiddellijke beloningen is disproportioneel en derhalve niet langer rationeel. Dit brengt met zich mee dat men kiest voor een relatief lagere, onmiddellijke beloning in plaats van een hogere uitbetaling in de toekomst, terwijl deze voorkeur niet rationeel door de hoogte van de verdisconteringvoet kan worden verklaard. Naarmate het langer duurt voordat de beloning wordt uitbetaald, des te sterker is de voorkeur van de agent om de relatief lagere beloning onmiddellijk te ontvangen (Kagel, Battalio & Green, 1995). Vanuit de bevindingen van de *hyperbolic discounting* geredeneerd, kan er geconcludeerd worden dat de agent handelingen die zullen leiden tot een onmiddellijke beloning disproportioneel sterk zal prefereren boven handelingen die zullen leiden tot in de toekomst uit te betalen beloningen. De voorkeur van de agent voor directe beloningen is volgens deze theorie niet langer rationeel verantwoordbaar. Hierdoor zal de agent binnen de *agency* situatie zijn directe prestatiegerelateerde beloningen willen maximaliseren. Door zich op deze wijze voornamelijk te richten op de korte termijn, schuilt het gevaar erin dat de lange termijn belangen van de belanghebbenden uit het oog worden verloren.

De RBB heeft zich al tegen dit complex gewapend door een aanzienlijk deel (ten minste 40 tot 60 procent, conform artikel 19 RBB) van het prestatiegerelateerde beloningscomponent over een periode van enkele jaren voorwaardelijk toe te kennen. Daarnaast bepaalt artikel 18 RBB dat minstens 50 procent van de beloning uitbetaald dient te worden in aandelen of vergelijkbare eigendomsbelangen. Hierdoor wordt de financiële onderneming verplicht een aanzienlijk gedeelte uit te betalen in een andere vorm dan geldelijke middelen, waardoor de agent als (gedeeltelijk) eigenaar wordt verbonden aan de financiële onderneming. Hiermee wordt voorkomen dat door de preferentie van de agent de koppeling met de lange termijn resultaten van de financiële onderneming verloren gaat.

Wanneer we de RBB voor deze *hyperbolic discounting* gecorrigeerd willen zien worden, dient er te worden voorkomen dat de agent zich excessief richt op korte termijn beloningen en op deze wijze het lange termijn belang van de principaal uit het oog verliest. De RBB kent reeds enkele ingebouwde waarborgen die de toekomst waarde geven. Het is echter de vraag of dit afdoende is om te voorkomen dat de *hyperbolic discounting* van de agent ten koste gaan van de lange termijn belangen van de principaal. Om fatale gevolgen tegen te gaan, kan de disproportionele voorkeur voor directe beloningen ten opzichte van beloningen in de toekomst door de RBB gecompenseerd worden, hetgeen gerealiseerd kan worden door eenzelfde disproportioneel deel van de totale beloning uit te laten betalen in de toekomst. De uitbetaling van dit disproportioneel grote deel van de beloning dient men dus te verspreiden over meerdere jaren of deze uitbetaling dient de financiële onderneming pas na meerdere jaren plaats te laten vinden.

#### **Aanbeveling 1:**

De RBB dient financiële ondernemingen te verplichten een disproportioneel deel van de prestatiegerelateerde beloningen in de verdere toekomst uit te laten betalen.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> De vraag welk percentage van de prestatiegerelateerde beloningen kan worden aangemerkt als disproportioneel, is er een van empirische aard en per situatie verschillend. Dit zal dan in deze scriptie ook niet nader worden toegelicht.

---

### III LOSS AVERSION

*Loss aversion* heeft betrekking op de onevenredige sterke afkeer van verliezen ten opzicht van winsten. Ofwel “(...) *changes that make things worse (losses) loom larger than improvements or gains*” (Kahneman, Knetsch, & Thaler; 1991, p. 199). Verliezen leveren de agent dus meer negatief nut op dan winsten van dezelfde hoogte hem positief nut opleveren. Toegespitst op beloningen: een beloning leidt dus tot minder positief nut dan een boete van een in absoluut opzicht dezelfde hoogte negatief nut oplevert. In welke mate het verlagen van de beloning de agent negatief nut oplevert, is afhankelijk van een bepaald referentiepunt. Des te groter het verschil tussen het bedrag wat de agent verwacht te ontvangen als beloning (referentiepunt van de agent) en het bedrag dat de agent daadwerkelijk als beloning ontvangt, des te groter is het negatief nut wat het de agent oplevert. Het verlagen van de beloning zou de agent dus in het geval hij geen beloning verwacht te ontvangen (referentiepunt van de agent) eveneens positief nut kunnen opleveren, omdat dit meer is dan verwacht.

Deze *loss aversion* leidt tot interessante uitkomsten als we deze toespitsen op de maatregelen van de RBB. In dit kader kan er namelijk worden opgemerkt dat de agent negatieve beloningen of boetes zwaarder vindt wegen dan positieve beloningen. Het inhouden of terugvorderen van beloningen door de principaal levert de agent dus meer negatief nut op dan het krijgen van de beloning positief nut oplevert. De RBB heeft via artikel 20 lid 2 een dergelijke mogelijkheid ingebouwd. Op grond van dit artikel kan besloten worden de beloningen te doen verlagen (middels zogenaamde malus- of terugvorderingregelingen) indien de financiële onderneming “geringere of negatieve financiële prestaties” levert. Dit wordt bepaald aan de hand van een herbeoordeling van de financiële en niet-financiële prestatiecriteria. Hiermee geeft de RBB een ‘waarschuwing’ af door de agent te laten realiseren dat hij in het lange termijn belang van de principaal dient te handelen, omdat hij anders het risico loopt achteraf te worden gekort op zijn beloning.

Bij het opstellen van de RBB is er dus al – al dan niet bewust – rekening gehouden met *loss aversion*. De RBB bevat de mogelijkheid om de beloning (achteraf) te verlagen of terug te vorderen. De RBB biedt de financiële onderneming echter nog niet de mogelijkheid om een negatieve beloning of boete op te leggen. Zoals eerder is uitgewerkt, speelt het referentiepunt van de agent met betrekking tot het verwachte te ontvangen beloning een belangrijke rol. Wanneer de agent verwacht een bepaald bedrag aan beloning te ontvangen en het bedrag wordt door de financiële onderneming verlaagd (op basis van artikel 20 lid 2 RBB), wordt dit door de agent ervaren als een verlies. Indien de agent echter geen verwachting heeft over het te ontvangen bedrag aan beloning en het bedrag wordt door de financiële onderneming verlaagd, voelt dit verlagen voor de agent niet als een verlies en levert dit hem geen onevenredig veel negatief nut op. Sterker nog, in dat laatste geval zou de agent het ontvangen van het verlaagde beloningsbedrag aanvoelen als winst en zou het hem slechts positief nut opleveren. Het terugvorderen van de beloningen, wat mogelijk is voor zover de uitbetaling van de beloningen heeft plaatsgevonden op grond van onjuiste informatie of andere omstandigheden waarvan de beloning afhankelijk is gesteld (Helstone, 2012), leidt ertoe dat de reeds ontvangen beloningen (gedeeltelijk) dienen te worden terugbetaald. Dit wordt door de agent ervaren als een verlies. Hoewel de RBB financiële ondernemingen de ruimte biedt om de beloningen te verlagen of terug te vorderen, zou het instellen van negatieve beloningen of boetes in sommige gevallen nog effectiever kunnen zijn. Beloningen zouden in dat geval niet worden verlaagd of teruggevorderd, maar het niet zorgvuldig uitvoeren van de bestuurstaak zal leiden tot een negatieve kasstroom en hem op deze wijze sterk negatief nut

---

opleveren. Ondanks dat de RBB dus de mogelijkheid biedt om bij geringere of negatieve financiële prestaties de beloningen te verlagen en terug te vorderen, zou de optie om negatieve beloningen of boetes om deze reden in het bijzonder effectief zijn.

**Aanbeveling 2:**

De RBB dient financiële ondernemingen de mogelijkheid te bieden – in het geval van geringere of negatieve financiële prestaties – negatieve prestatiegerelateerde beloningen c.q. boetes op te leggen.

## **IV SELF-SERVING BIAS**

Tevens zal in dit licht stilgestaan worden bij een andere interessante bevinding: de *self-serving bias*. Bij deze *self-serving bias* komt het erop neer dat het behalen van successen wordt gezien als het resultaat van eigen handelen, terwijl het falen wordt toegeschreven aan situatieve, externe factoren (Babcock & Loewenstein, 1997). De *self-serving bias* zorgt er dus voor dat de keuzes van de agent door hem worden gezien als optimaal. Als de agent echter toch fouten maakt, is dat in zijn ogen het gevolg van voor hem niet-beïnvloedbare factoren.

Wanneer we deze *self-serving bias* betrekken bij de principaal agent relatie binnen financiële ondernemingen, bestaat er een mogelijkheid dat de vaststelling van de hoogte van de prestatiegerelateerde beloningen kan leiden tot onvrede bij de agent indien de beloning lager uitvalt dan de verwachtingen van de agent en dit het gevolg is van geringere of negatieve financiële prestaties. In dergelijke gevallen is het mogelijk dat de agent van mening is dat dit te wijten is aan situatieve, externe factoren. Daarnaast zou het ook kunnen dat hij collega-bestuurders of overige betrokkenen beschuldigt van het veroorzaken van deze geringere of negatieve prestaties. Het is hierdoor mogelijk dat de agent zich door de lager uitgevallen beloning, onterecht bestraft voelt.

Evenals het geval was bij de hierboven uitgewerkte *optimism bias*, heeft de RBB ook weinig rekening gehouden met de *self-serving bias*. Artikel 10 RBB heeft zelfs verplicht dat de prestatiegerelateerde beloning naast de prestaties van de desbetreffende medewerker afhankelijk is van de prestaties van het betrokken bedrijfsonderdeel en de resultaten van der onderneming als geheel. Wanneer de agent een beloning ontvangt die lager uitvalt dan hij verwacht had, kan hij externe factoren, zoals collega-bestuurders of overige betrokkenen, aanwijzen als schuldige hiervan. Daarnaast bepaalt de RBB tevens dat een deel van de prestatiegerelateerde beloning voorwaardelijk wordt toegekend en dat de beslissing om dat deel uit te keren wordt beoordeeld aan de hand van een herbeoordeling (artikelen 19 en 20 RBB). Conform deze artikelen is het mogelijk dat er achteraf besloten wordt dat de beloning achteraf naar beneden wordt bijgesteld. Gezien vanuit het licht van de *self-serving bias* is het mogelijk dat de agent de voor hem negatief uitgevallen herbeoordeling wijt aan situatieve, externe factoren of handelen van collegae.

Het is moeilijk om deze potentiële onvrede van de agent te voorkomen. De RBB heeft juist geprobeerd om de agent in het belang van de principaal te laten handelen door de beloningen niet alleen afhankelijk te maken van de prestaties van de agent zelf, maar ook de prestaties van zowel het betrokken bedrijfsonderdeel als de onderneming als geheel zijn hierbij van invloed. De RBB tracht hiermee te voorkomen dat de agent risico's neemt die leiden tot een hoge beloning, maar die voor de onderneming negatieve uitwerkingen (kunnen) hebben. In dit kader kunnen we dus concluderen dat de RBB geen bescherming tegen de *self-serving bias* kent.

---

De RBB heeft zelfs, door de prestatiegerelateerde beloning eveneens afhankelijk te maken van de prestaties van het betrokken bedrijfsonderdeel en de onderneming als geheel, de mogelijkheid voor de agent vergroot om geringere of negatieve financiële prestaties te wijten aan externe factoren.

## **V (Te) HOGE PRESTATIEGERELATEERDE BELONINGEN EN HUN AVERECHTSE EFFECT**

Dit onderdeel heeft betrekking op de studies van Ariely, Gneezy, Loewenstein en Mazar (2009) en Pink (2009). Hoewel er in het voorgaande vanuit wordt gegaan dat er een positief causaal verband bestaat tussen prestatiegerelateerde beloningen en de te leveren prestaties, blijkt dat er aan de relatie tussen effectiviteit en hoogte van dergelijke beloningen grenzen zijn verbonden. Volgens de studie van Ariely et al (2009) kunnen overdreven hoge prestatiegerelateerde beloningen zelfs leiden tot een averechts effect. Dit is in lijn met de zogeheten Yerkes-Dodson wet (Yerkes & Dodson, 1908). Die wet verklaart eveneens dat als de beloning het optimale beloningsniveau in een bepaalde situatie overschrijdt, deze beloning zal leiden tot een verminderde prestatie.

Normaliter gaat men uit van een tweetal assumpties: (i) het motiveren door beloningen zal leiden tot de verhoging van de motivatie en de inspanning en (ii) deze verhoging van de motivatie en de inspanning zal leiden tot verbeterde prestaties. Op basis van deze assumpties kan men dus inderdaad afleiden dat het instellen van prestatiegerelateerde beloningen zal leiden tot verbeterde prestaties van de agent. Hoewel de eerste aanname redelijk plausibel oogt, concludeerden Ariely et al (2009) dat de tweede veronderstelling niet in alle gevallen standhoudt. De hoogte van het optimale beloningsniveau is namelijk afhankelijk van het takenpakket, de persoonlijkheid en de ervaring van de werknemer (Ariely et al, 2009). De vraag rijst vervolgens wat het optimale beloningsniveau voor de agent in de situatie met de naamloze vennootschap en haar aandeelhouders is. In dit kader is de conclusie die Daniel H. Pink (2009) met name interessant: prestatiegerelateerde beloningen leiden tot negatieve resultaten als de taak omschrijving vooral creatief denken vereist.

Wanneer we de maatregelen van de RBB zien in het licht van de studies van Ariely et al (2009) en Pink (2009), kunnen we vraagtekens zetten bij de effectiviteit van (te hoge) prestatiegerelateerde beloningen in de praktijk. Conform deze bevindingen zouden te hoge prestatiegerelateerde beloningen leiden tot een daling van de prestaties van de agent. In het licht van deze bevindingen zou in een ideale situatie de totale beloning van de agent niet (te veel) afhankelijk dienen te worden gesteld van de door hem geleverde prestaties. In dit kader is het dus niet verstandig om het prestatiegerelateerde deel van de beloningen vele malen groter te maken dan het vaste beloningscomponent, daar dit ten koste zal gaan van de door de agent te leveren prestaties.

Middels de hervorming van het beloningsbeleid probeert de RBB in haar huidige vorm al te voorkomen dat de prestatiegerelateerde beloningen te hoog uitvallen. Artikel 16 van de RBB heeft de financiële onderneming de taak gegeven om “passende verhoudingen tussen de vaste en de variabele component van de totale beloning” vast te stellen. Het resultaat van het gebruik van dergelijke open normen (i.c. “passende verhoudingen”) is dat de financiële onderneming autonoom is en dus zelf kan bepalen of een bepaalde verhouding al dan niet passend is. De keuze voor deze open normen komt doordat de bepalingen voornamelijk geschreven zijn vanuit het perspectief van (middel)grote ondernemingen. In de Principes is hierbij aangegeven dat de AFM en DNB verwachten dat financiële ondernemingen de maatregelen naar de geest invulling geven,

---

en niet uitsluitend naar de letter.<sup>1</sup> Dit kan er echter wel toe leiden dat de financiële onderneming een ten opzichte van het vaste beloningscomponent onverantwoord hoge prestatiegerelateerde beloning als passend ervaart. Om dit te voorkomen, is het voor de DNB raadzaam om deze passende verhoudingen meer te specificeren. Bij het vaststellen deze passende verhoudingen dient de DNB rekening te houden met de bevindingen van Pink (2009) en Auriely et al (2009). Hierdoor zou het prestatiegerelateerde deel van de beloning het vaste deel niet teveel meer mogen ontstijgen, daar dit uiteindelijk volgens gedragseconomische theorieën tot betere prestaties van de agent zal leiden. Het is vervolgens de vraag in welke mate de verhouding tussen de vaste en de prestatiegerelateerde component meer passend gemaakt kan worden. Dit is een vraag van meer empirische aard en dit is – mede omdat dit afhankelijk is van de omstandigheden van het geval –in de studies van Auriely et al (2009) en Pink (2009) dus niet meer specifiek geduid.

**Aanbeveling 3:**

De RBB dient de “passende verhoudingen tussen de vaste en de variabele [i.e., prestatiegerelateerde] component van de totale beloning” (artikel 16 RBB) duidelijker te specificeren, zodat het prestatiegerelateerde deel van de beloning niet (vele malen) hoger dan het vaste deel wordt vastgesteld.

---

<sup>1</sup> *Principes voor beheerst beloningsbeleid*, mei 2009, p. 4.

---

## 6. CONCLUSIE

Het vergelijken van de RBB met de oplossingen die binnen de literatuur van de *agency* theorie naar voren zijn geschoven, is als onderwerp in deze scriptie centraal gesteld. Daarnaast zijn enkele gedragseconomische bevindingen bestudeerd en vanuit deze inzichten zijn enkele aanbevelingen geformuleerd. Door deze aanbevelingen zou de RBB effectiever de strijd kunnen aangaan met de *agency* problematiek binnen financiële ondernemingen. Hierbij dient opgemerkt te worden dat het geenszins de bedoeling was om de effectiviteit van de RBB in de praktijk te onderzoeken, maar er is wel getracht enkele aanbevelingen te doen om de RBB in theorie nog effectiever te maken.

De RBB heeft namelijk als doel om het beloningsbeleid te hervormen en zodoende de strijd met de *agency* problematiek binnen financiële onderneming te kunnen aangaan. In dit kader is de problematiek binnen financiële ondernemingen behandeld aan de hand van de *agency* theorie. De aandeelhouder(s) van de financiële onderneming is in dit onderhavige geval de principaal, terwijl het individuele bestuurslid van de financiële onderneming de agent representeert. De *agency* theorie heeft betrekking op een contractuele relatie tussen deze twee actoren, waarbij de agent (i.c. het individuele bestuurslid) door de principaal (i.c. de aandeelhouder(s)) is ingehuurd om het door de principaal ingebrachte kapitaal te beheren. Daarbij wordt verondersteld dat er bij dergelijke principaal agent relaties sprake is van een belangentegenstelling, een verschil in risicohouding en asymmetrische informatie. Dit is dan ook de basis van de *agency* problematiek, de problematiek die ontstaat wanneer de belangen van de principaal en de agent conflicteren en het controleren van het handelen van de agent moeilijk dan wel kostbaar is. Hierdoor is het voor de agent mogelijk om het eigen belang te laten prevaleren zonder dat de principaal hier eenvoudig of kosteloos achter komt. De twee oplossingscategorieën die voor deze problematiek besproken zijn, zijn het nemen van toezichtmaatregelen en het instellen van prestatiegerelateerde beloningen.

DNB tracht door het opstellen van de RBB te voorkomen dat de individuele bestuursleden van de financiële onderneming beslissingen en risico's kunnen nemen die consequenties (kunnen) hebben voor de resultaten van de financiële onderneming en dus ook schadelijk (kunnen) zijn voor het belang van de principaal. De RBB probeert dit doel te realiseren door het beloningsbeleid te laten stroken met onder andere de bedrijfsstrategie en de lange termijn belangen en het beloningsbeleid mag het bestuurslid niet prikkelen tot het nemen van voor de financiële onderneming onaanvaardbare risico's. Het beloningsbeleid dient in lijn te zijn met de strategie, de risicobeheersing, de bedrijfsstrategie en de lange termijn belangen van de desbetreffende financiële onderneming. Ter realisering van dit doel, kent de RBB zowel *ex ante* (die regels stellen ten aanzien van de vaststelling en de criteria van de prestatiegerelateerde beloningen; artikelen 10 tot en met 17 RBB) als *ex post* bepalingen (die regels stellen ten aanzien van de uitbetaling van de prestatiegerelateerde beloningen; artikelen 18 tot en met 20 RBB).

De *ex ante* bepalingen van de RBB leiden ertoe dat er tussen collega-bestuurders onderling toezicht is, omdat de totale financiële en niet-financiële criteria van de prestatiegerelateerde beloningen tevens afhankelijk is gesteld van de te leveren prestaties van anderen. Daarbij is de prestatiebeoordeling van deze financiële en niet-financiële criteria over een langere periode verspreid om zodoende te verzekeren dat de

---

agent zal handelen in het lange termijn belang van de principaal. De maatregelen die verplichten dat de financiële onderneming de verhouding tussen de prestatiegerelateerde en de vaste beloningscomponent passend moeten worden vastgesteld, zorgen er tot slot voor dat de prestatiegerelateerde beloningen niet dusdanig hoog zijn dat deze leiden tot perverse prikkels.

De *ex post* maatregelen van de RBB met betrekking tot de uitbetaling van de beloningen gebieden dat de financiële onderneming minstens 50 procent van het prestatiegerelateerde deel dient uit te betalen in eigendomsbelangen van de financiële onderneming en minstens 40 tot 60 procent dient door de financiële onderneming voorwaardelijk toegekend te worden over een periode van ten minste drie tot vijf jaar. Na deze periode is het voor de financiële onderneming tevens mogelijk om de beslissing te nemen de prestatiegerelateerde beloning te verlagen dan wel terug te vorderen. Door beloningen voor een significant deel uit te betalen in eigendomsbelangen, zoals aandelen(opties), zal de agent meer geprikkeld worden om te handelen in het lange termijn belang van de principaal. De voorwaardelijke toekenning van een deel van de prestatiegerelateerde beloning leidt ertoe dat de agent gemotiveerd wordt om de lange termijn gevolgen van zijn beslissingen te laten meewegen. Immers, wanneer het handelen van de agent negatieve gevolgen heeft voor de lange termijn, heeft dit consequenties voor een deel van zijn prestatiegerelateerde beloning.

Om terug te komen op de onderzoeksvraag van deze scriptie, kan er opgemerkt worden dat de RBB in haar huidige vorm voornamelijk gericht is op de hervorming van het beloningsbeleid van financiële ondernemingen ten aanzien van de prestatiegerelateerde beloningen. Immers, de toezichtmaatregelen die door Jensen en Meckling (1976) als oplossing voor de *agency* problematiek naar voren zijn geschoven, zijn niet op dezelfde wijze in de RBB terug te vinden. Ten aanzien van prestatiegerelateerde beloningen bevat de RBB de volgende waarborgen: deze beloningen zijn namelijk afhankelijk gesteld aan prestaties van anderen, zowel financiële als niet-financiële criteria, de prestaties van de financiële onderneming op de lange termijn en de verhouding van de prestatiegerelateerde beloning ten opzichte van de vaste beloningscomponent dient passend te worden vastgesteld. Daarnaast wordt het belang van de agent in lijn gebracht met het belang van de principaal door te verplichten een significant deel van de prestatiegerelateerde beloning in eigendomsbelangen uit te betalen en wordt 40 tot 60 procent slechts uitbetaald indien prestatiecriteria op de lange termijn gehaald worden.

Verder is er stilgestaan bij enkele – in dit kader relevante – gedragseconomische bevindingen. De behandeling van de *optimism bias* heeft in de principaal agent situatie binnen financiële ondernemingen niet geleid tot concrete aanbevelingen voor de RBB. In dit kader kan wel opgemerkt worden dat de financiële onderneming een interne structuurwijziging kan ondergaan. Het omvormen naar een meer bureaucratisch geheel (door het instellen van een onafhankelijke derde of leidinggevende die de risico's vooraf beoordeelt) kan immers voorkomen dat de *optimism bias* leidt tot suboptimale beslissingen. Daarnaast heeft het bespreken van de *self-serving bias* eveneens niet geleid tot concrete maatregelen om de RBB effectiever te maken. Het overige drietal behandelde bevindingen en studies heeft wel geleid tot enkele aanbevelingen ten aanzien van de huidige RBB. Daar de theorie achter *hyperbolic discounting* beweert dat de agent een niet rationeel verklaarbare voorkeur heeft voor onmiddellijke beloningen ten opzichte van beloningen in de toekomst, dient de DNB de RBB hiervoor te corrigeren door te verplichten dat financiële ondernemingen een disproportioneel deel van de prestatiegerelateerde beloning pas in de toekomst mag uitbetalen. Hierdoor wordt de link tussen



---

de te leveren prestaties en het lange termijn belang van de principaal eveneens gewaarborgd. Vanuit *loss aversion* geredeneerd, wegen verliezen onevenredig veel zwaarder dan winsten. Hierdoor levert een winst van een bepaalde hoogte de agent minder positief nut op dan een in absolute hoogte gelijk verlies hem negatief nut oplevert. Om deze reden zou de RBB dus effectiever gemaakt kunnen worden wanneer de financiële onderneming de mogelijkheid heeft om – naast het verlagen of terugvorderen ervan – negatieve prestatiegerelateerde beloningen of boetes uit te delen. Dit kan op deze manier dienst doen als extra stok achter de deur, zodat de agent er extra belang bij heeft om te handelen in het belang van de principaal. Ten slotte is naar voren gekomen dat (te hoge) prestatie gerelateerde beloningen averechts werken en dus leidt tot een prestatiedaling van de handelingen van de agent. In het kader hiervan is het van belang dat DNB de verhoudingen tussen de prestatiegerelateerde component en het vaste component duidelijker specificeert. In de huidige RBB staan veel open normen, zoals “de passende verhoudingen” waarover in artikel 16 RBB wordt gerept. Daarbij dient er rekening mee gehouden te worden dat het prestatiegerelateerde deel de vaste beloningscomponent niet (te veel) overstijgt.

De RBB bekeken vanuit een meer gedragseconomisch perspectief heeft zodoende geleid tot een drietal concrete aanbevelingen. Dit drietal aanbevelingen luidt als volgt:

1. De RBB dient financiële ondernemingen te verplichten een disproportioneel deel van de prestatiegerelateerde beloningen in de verdere toekomst uit te laten betalen;
2. De RBB dient financiële ondernemingen de mogelijkheid te bieden – in het geval van geringere of negatieve financiële prestaties – negatieve prestatiegerelateerde beloningen c.q. boetes op te leggen;
3. De RBB dient de “passende verhoudingen tussen de vaste en de variabele [i.e., prestatiegerelateerde] component van de totale beloning” (artikel 16 RBB) duidelijker te specificeren, zodat het prestatiegerelateerde deel van de beloning niet (vele malen) hoger dan het vaste deel wordt vastgesteld.

Er dient in dit kader echter opgemerkt te worden dat deze aanbevelingen zijn gebaseerd op de – niet uitputtende – opsomming van relevante gedragseconomische inzichten. Derhalve is de RBB niet volledig gedragseconomisch getoetst. Eventueel verder onderzoek op dit gebied zou betrekking kunnen hebben op het spiegelen van de RBB aan overige relevante gedragseconomische bevindingen. Daarnaast zouden de hierboven uitgewerkte aanbevelingen, waaronder de terminologie ‘disproportioneel deel van de prestatiegerelateerde beloningen’ (aanbeveling 1) en ‘passende verhoudingen tussen de vaste en variabele [i.e., prestatiegerelateerde] component van de totale beloning’ (aanbeveling 3), verder geduid kunnen worden door empirisch onderzoek te verrichten. Zoals gezegd is het voorgaande vooral gericht op een theoretische benadering van dit onderzoeksgebied, maar een specifiekere beantwoording van de onderzoeksvraag vereist praktijkonderzoek. Een interessante vraag die dan gesteld kan worden is de vraag in welke mate de maatregelen van de RBB zorgvuldig door financiële ondernemingen worden opgevolgd en wat dit voor consequenties heeft voor de principaal agent situatie binnen deze financiële ondernemingen. Dergelijke vragen die naar aanleiding van het voorgaande rijzen, kunnen wellicht aanleiding vormen voor eventueel vervolgonderzoek.

---

## 7. LITERATUURLIJST

- Ariely, D., Gneezy, U., Loewenstein, G. & Mazar, N.** (2009). Large Stakes and Big Mistakes. *Review of Economic Studies* 76, pp. 451-469.
- Babcock, L. & Loewenstein, G.** (1997). Explaining Bargaining Impasse: The Role of Self-Serving Biases. *Journal of Economic Perspectives* 11, pp. 109-126.
- Berle, A.A. & Means, G.C.** (1932). *The Modern Corporation & Private Property*. New York: Mac Millan.
- Boot, A.W.A.** (2007). Activistische aandeelhouders een zegen? *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* juni 2007, pp. 236-238.
- Boot, A.W.A. & Soeting, R.** (2004). De Onderneming in een Spagaat. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* april 2004, pp. 178-184.
- Brugman, G.J. & Krijnen, B.** (2012). Regels over beheerst beloningsbeleid en de rol van de toezichhouders. *Tijdschrift voor Compliance*, nr. 2, mei 2012, pp. 83-87.
- Cools, K. & Praag, M. van.** (2000). Topsalarissen en Aandelenopties. *Economisch Statistische Berichten*, 85<sup>e</sup> jaargang, Nr. 4240, pp. 69-74.
- Eisenhardt, K.M.** (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, Vol. 14, nr. 1, pp. 57-74.
- Fama, E.F. & Jensen, M.C.** (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, juni 1983.
- Goergen, M. & Renneboog, L.** (2011). Managerial Compensation. *Journal of Corporate Finance* Vol. 17, Issue 4, pp. 1068-1077.
- Groot, C. de.** (2010). Een Beloningscode voor de Financiële Sector. *Onderneming en Financiering*, Vol. 18, nr. 3, pp. 5-31.
- Helstone, A.M.** (2012). Financieel toezicht op beloningen. *Tijdschrift voor Arbeid & Onderneming*, nr. 2 juli 2012, pp. 63-69.
- Jensen, M.C.** (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *AEA Papers and Proceedings*, Vol. 76, nr. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.** (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- Kagel, J.H., Battalio, R.C. & Green, L.** (1995). *Economic Choice Theory: An Experimental Analysis of Animal Behavior*. Cambridge, Engeland: Cambridge University Press.
- Kahneman, D., Knetsch, J.L., & Thaler, R.H.** (1991). Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias. *The Journal of Economic Perspectives* Vol. 5, nr. 1, pp. 193-206.
- Knez, M. & Simester, D.** (2001). Firm-Wide Incentives and Mutual Monitoring at Continental Airlines. *Journal of Labor Economics* Vol. 19, nr. 4, pp. 743-772.
- Kok, R.S., Praag, C.M., Cools, K. & Herpen, M. van.** (2002). Motiverend Belonen Beloont. *Economisch Statistische Berichten* 87<sup>e</sup> jaargang, nr. 4386, p. 867.

- 
- Mullainathan, S. & Thaler, R.H.** (2000). Behavioral Economics. *National Bureau of Economic Research, Working Paper 7948*. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w7948>.
- Myerson, J. & Green, L.** (1995). Discounting of Delayed Rewards: Models of Individual Choice. *Journal of the Experimental Analysis of Behavior* Vol. 64, nr. 3, pp. 263-276.
- Nagin, D.S., Rebitzer, J.B., Sanders, S., & Taylor, L.J.** (2002). Monitoring, Motivation, and Management: The Determinants of Opportunistic Behavior in a Field Experiment. *The American Economic Review*, Vol. 92, nr. 4, pp. 850-873.
- Pink, D.H.** (2009). *Drive: The Surprising Truth about What Motivates Us*. New York, USA: Penguin Group.
- Posner, R.A.** (1998). Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law. *Stanford Law Review*, Vol. 50, nr. 5, pp. 1551-1575.
- Puri, M. & Robinson, D.T.** (2007). Optimism and Economic Choice. *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, pp. 71-99.
- Ross, S.A.** (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, Vol. 63, nr. 2, pp. 134-139.
- Veldhoven, N. & Landkroon, M.F.** (2009). Principes voor Beheerst Beloningsbeleid: Mooi in theorie én in de praktijk? *Vennootschap & Onderneming* nr. 6, pp. 126-131.
- Yerkes, R.M. & Dodson, J.D.** (1908). The Relationship of Strength of Stimulus to Rapidity of Habit-Formation. *Journal of Comparative Neurology of Psychology* 18 (5), pp. 459-482.