

Prestatiebeloning van topbestuurders

Eclatante zelfverrijking?

Henk van de Wetering, Ivo De Loo en Han Spekreijse

SAMENVATTING De laatste tijd is veel rumoer ontstaan over de – volgens sommigen – exorbitante beloningen die dikwijls aan topbestuurders van Nederlandse ondernemingen worden verstrekt. In dit artikel wordt betoogd dat dergelijke kritiek kan worden genuanceerd indien de beloningssystemen op een economisch gerechtvaardigde manier worden ingericht. Van economische rechtvaardiging blijkt sprake te zijn als de bouwstenen van deze systemen, de prestatiestandaarden, de prestatiemaatstaven en de beloningsvormen, zodanig worden gekozen dat zij aantoonbaar bijdragen aan de waardemaximalisatie van de onderneming. Casestudyonderzoek bij een viertal beursgenoteerde ondernemingen wijst echter uit dat prestatiebeloningsstructuren in Nederland slechts zeer beperkt economisch gerechtvaardigd zijn ingericht.

1 Introductie

Het kan verkeren. Na een periode van voorspoed is het economische tij in Nederland merkbaar gekeerd. De signalen die ons bereiken zijn alarmerend. Zo staan de media bol van berichten dat de concurrentiepositie van het Nederlandse bedrijfsleven is verslechterd. Vanuit werkgeversorganisaties en in politieke kringen klinkt de roep om de loonkosten te matigen. En alsof dat nog niet voldoende is, duikelen de aandelenkoersen nu alweer zo'n twee jaar gestaag,

Drs. I. De Loo en Drs. H. Spekreijse zijn als docent management accounting respectievelijk docent financiering en belegging verbonden aan de faculteit Managementwetenschappen van de Open Universiteit Nederland. Drs. H. van de Wetering is business analist bij de ABN AMRO Bank NV te Amsterdam. In het kader van zijn afstudeerscriptie aan de Open Universiteit Nederland heeft hij het onderhavige, voor derden toegankelijk onderzoek verricht.

met onder meer als gevolg dat de dekkingsgraad van pensioenfondsen sterk is gedaald. Hogere pensioenlasten en bijstortingen van ondernemingen in hun bedrijfspensioenfondsen zijn onontkoombaar.

In dit economisch tij presenteren de grote beursgenoteerde ondernemingen in Nederland hun jaarcijfers. Met angst en beven worden teleurstellende financiële resultaten ontvangen. Berichten over dalende omzet, dalende nettowinst en aanstaande reorganisaties met bijbehorend verlies aan arbeidsplaatsen leiden tot verder dalende beurskoersen. In dit financieel klimaat doen headlines in de dagbladen als 'Vette bonus voor DSM-top' enigszins onwettelijk aan'. Maar DSM is niet de enige onderneming die in haar jaarverslag melding maakt van forse bonussen voor haar bestuursleden. Vele organisaties, waaronder Ahold, Akzo, KPN en Unilever, komen met vergelijkbare informatie. De berichtgeving over de beloning van topbestuurders in Nederland is één van de gevolgen van de aanbevelingen die de Commissie Corporate Governance (1996) heeft gedaan en die eind vorig jaar zijn geëvalueerd (Nederlandse Corporate Governance Stichting, 2002).

De vraag die zich echter opdringt is of prestatiebeloningsstructuren voor topbestuurders economisch te rechtvaardigen zijn. Wij denken deze vraag bevestigend te kunnen beantwoorden als er vooraleerst sprake is van een doelmatig ingerichte prestatiebeloningsstructuur (Muysken en Schreuder, 1985). Dit artikel poogt aannemelijk te maken dat van deze doelmatigheid sprake is wanneer een gekozen prestatiebeloningsstructuur de belangen van de topbestuurders koppelt aan de waarde van de onderneming en derhalve aan de belangen van de aandeelhouders. De nadruk ligt op de *structuur* van de prestatiebeloning in plaats van op de *hoogte* ervan als wordt gestreefd naar een economische rechtvaardiging. Van een economisch gerechtvaardigde inbedding van prestatiebeloning in de beloningsstructuur is ons inziens sprake als de beloning leidt tot het zodanig koppelen van de

belangen van topbestuurders aan die van de aandeelhouders dat de waarde van de onderneming wordt gemaximaliseerd. Uit de literatuur komt immers naar voren dat het streven naar maximalisatie van de waarde van de onderneming de belangen van alle stakeholders behartigt (Dobson, 2001)².

Een dergelijke stellingname roept echter onmiddellijk allerlei aanvullende vragen op, zoals: hoe kan de waarde van een onderneming worden bepaald? Welke 'waarde' is bepalend, de boekwaarde van de activa of de marktwaarde van de onderneming? Geeft de marktwaarde van de onderneming voor haar aandeelhouders de werkelijke waarde van een onderneming weer?

Tevens kunnen wij ons afvragen waarom prestatiebeloning überhaupt nodig is. Welke vorm kan zo'n economisch gerechtvaardigde prestatiebeloningsstructuur in theorie aannemen, en naar welke elementen moet de aandacht dan in het bijzonder uitgaan? Vervolgens is het interessant de theoretische inzichten te spiegelen aan de prestatiebeloningsstructuren zoals we die in de praktijk aantreffen, teneinde te onderzoeken in hoeverre de ophef die we de laatste tijd in de media tegenkomen, terecht is³.

In paragraaf 2 pogen wij dergelijke vragen te beantwoorden door een tweetal theoretische invalshoeken onder de loep te nemen die handvatten bieden voor de logica inzake prestatiebeloning: de agencytheorie en de discussie over corporate governance. Hieruit volgt een aantal criteria die in paragraaf 3 zijn te gebruiken wanneer wij de prestatiebeloningsstructuren bij een viertal grote Nederlandse ondernemingen analyseren. Geen van deze ondernemingen blijkt economisch gerechtvaardigde prestatiebeloningsstructuren te hanteren. Hoewel het lastig is op basis van vier casestudies een algemene conclusie te trekken, wordt desondanks op zijn minst de suggestie gewekt dat er werk aan de winkel is voor ondernemingen in Nederland om hun prestatiebeloningsstructuur economisch gerechtvaardigd in te richten – werk waartoe we in onze laatste paragraaf, paragraaf 4, enkele aanzetten formuleren.

2 Agencytheorie en corporate governance

Bij naamloze vennootschappen en besloten vennootschappen zijn de verschaffers van het aandelenvermogen gescheiden van hen die de onderneming leiden. Deze scheiding van het eigendom en de besturing van ondernemingen wordt 'separation of ownership and control' genoemd. Dit principe is vormgegeven door

Berle en Means (1932) en heeft sindsdien een belangrijke rol gespeeld in de zogenaamde agencytheorie, waarvan een belangrijke verschijningsvorm de principaal-agenttheorie is (Jensen en Meckling, 1976).

De invloed van vermogensverschaffers op het reilen en zeilen van een onderneming is direct gebaat bij een goede afstemming tussen de belangen van de leiding van een onderneming en de belangen van haar vermogensverschaffers. De ondernemingsleiding voert immers het beheer over het door de vermogensverschaffers verstrekte vermogen, waarbij de eerste partij wordt geacht de doelstellingen van de tweede partij na te streven.

Aandeelhouders (de zogenaamde principalen) hebben echter geen volledig zicht op de beslissings- en uitvoeringsprocessen van bestuurders (de zogeheten agenten). Met andere woorden: er is sprake van informatieasymmetrie tussen aandeelhouders en bestuurders. Bestuurders zijn tot op zekere hoogte 'vrij' in het nemen van beslissingen omdat aandeelhouders de genomen beslissingen moeilijk kunnen beoordelen in termen van risico en rendement⁴. Een volledige bewaking van het beslissingsproces van bestuurders is doorgaans niet te realiseren vanwege de grenzen aan de rationaliteit van de betrokken partijen en de kosten die moeten worden gemaakt om (extra) informatie te verkrijgen (Fitzroy, Acs en Gwrlowski, 1998)⁵. De beslissingsbevoegdheden die niet kunnen worden bewaakt (de zogenaamde 'residual authority') komen toe aan bestuurders. 'Residual authority' geeft een bestuurder in principe de vrijheid zijn eigen belangen te behartigen, en daarmee in te gaan tegen de belangen van de aandeelhouders (Shleifer en Vishny, 1997).

Volgens de agencytheorie is prestatiebeloning één van de instrumenten om de genoemde verschillen in de belangen van de bestuurders versus de aandeelhouders van een onderneming te verkleinen (Mehran, 1992). Of prestatiebeloning ook dé oplossing is voor het verminderen van de belangentegenstelling tussen de eigenaren van een onderneming en haar bestuurders is onzeker. Wel is duidelijk dat principaal-agent overwegingen relevant zijn bij prestatiebeloningen voor bestuurders (Garen, 1994; Indjejikian, 1999). De mening dat, mede op basis van de agencytheorie, het stroomlijnen van de belangen van de vermogensverschaffers en het management door middel van prestatiebeloning een basis kan bieden voor het bereiken van de gezamenlijke ondernemingsdoelstellingen wordt ons inziens gedeeld door de Commissie Corporate Governance⁶.

De discussie over corporate governance (Demsetz, 1983) biedt een alternatieve invalshoek met betrekking tot de afstemming van de belangen van de leiding van een onderneming en de belangen van haar vermogensverschaffers. In de Nederlandse context heeft de Commissie Corporate Governance zich in 1996 en 2002 met nadruk gericht op die aspecten van corporate governance die de verbanden tussen toezicht, leiding en vermogensverschaffers binnen een vennootschap bepalen. Daarbij wordt de wenselijkheid geuit de bezoldiging van bestuurders te verankeren in een beloningsstructuur welke is afgestemd op het belang van de aandeelhouders. Deze wenselijkheid is bij wet gehonoreerd (Commissie Corporate Governance, 1996).

Daarnaast is met ingang van 1 september 2002 een wetwijziging in verband met de openbaarmaking van de bezoldiging en het aandelenbezit van bestuurders in werking getreden⁷. Deze wet schrijft voor dat het jaarverslag van een naamloze vennootschap per bestuurder moet vermelden hoe hoog zijn of haar beloning is en uit welke onderdelen (zoals salaris, bonus en opties) die beloning bestaat. Voorts zegt de wet dat, indien van toepassing, de door de vennootschap gehanteerde criteria, die gelden voor de toekenning of uitoefening van de opties, bekend moeten worden gemaakt. Tevens noopt zij vennootschappen om mededeling te doen van het beleid aangaande de bezoldiging van de bestuurders en de wijze waarop dit beleid in het verslagjaar in de praktijk is gebracht.

Zo lijkt het alsof de transparantie betreffende de beloningsaspecten van topbestuurders van vennootschappen recentelijk is verbeterd, hetgeen door praktijkonderzoek lijkt te worden onderschreven (De Jong en Roosenboom, 2002). Tegelijkertijd meent Snijders (2002) echter dat: 'Belangwekkender dan de exacte hoogte van de individuele salarissen tot op de laatste euro vinden wij de systematiek die er achter schuilt en de opbouw van de verschillende beloningselementen waarvoor is gekozen.' Juist dit is informatie waarvan de verspreiding niet per wet verankerd is, en die bijvoorbeeld volgens Dobson (2001) zeer relevant is bij een studie naar de economische rechtvaardiging van prestatiebeloningsstructuren.

Als we afgaan op de (met name in de Verenigde Staten algemeen aanvaarde) theorie van de ondernemingsfinanciering, blijkt eveneens dat het maximaliseren van de marktwaarde van het aandelenvermogen een belangrijke leidraad voor ondernemerschap dient te zijn (Bushman en Smith, 2001)⁸. Immers, in de

theorie wordt verondersteld dat het nastreven van dit doel de welvaart van de aandeelhouders en, onder bepaalde voorwaarden, van de gehele maatschappij zo groot mogelijk doet zijn (Moerland, 2002). In de praktijk blijken ondernemingen in Nederland vooral de rentabiliteit van het geïnvesteerde vermogen dan wel de nettowinsten te maximaliseren. Maximalisatie van de marktwaarde van het aandelenvermogen volgt, zij het bij een groeiend deel van de ondernemingen, op de derde plaats van de na te streven (financiële) doelstellingen (Herst, Poirters en Spekrijse, 1998). Blijkbaar wordt 'shareholder value' een belangrijke maatstaf gevonden bij de bepaling van de 'waarde' van een onderneming. Deze mening wordt ondersteund door onder andere Bood en Nicolai (1991), die aandeelhouderswaarde zien als een toetsingsinstrument voor de juistheid van door bestuurders gemaakte strategische keuzes. Indien deze keuzes 'juist' zijn, worden hiermee de belangen van de aandeelhouders, én van alle andere stakeholders, door het bestuur van een onderneming gediend.

Wij zijn daarom van mening dat aandeelhouderswaarde één van de hoekstenen is waartegen prestatiebeloningsstructuren moeten worden getoetst. Er zijn echter meer van dergelijke hoekstenen aan te wijzen, waarop we in de volgende (deel)paragraaf zullen ingaan.

3 Prestatiebeloningsstructuren van vier Nederlandse ondernemingen geanalyseerd

3.1 Theorie van prestatimaatstaven, -standaarden en beoordelingsvormen

Rappaport (1998) stelt dat de structuur van elke vorm van prestatiebeloning dient te zijn opgebouwd uit de volgende elementen:

- een prestatimaatstaf;
- een prestatiestandaard;
- een beloningsvorm.

Prestatiemaatstaven zijn meeteenheden waarmee de prestaties van topbestuurders worden gemeten. Voorbeelden zijn Total Shareholder Return (TSR), winst per aandeel en Return On Equity (ROE) (Zimmerman, 2000). TSR wordt berekend als het dividend van een aandeel over een bepaalde periode plus de waardetoeename van het aandeel over dezelfde periode, gedeeld door de waarde van het aandeel aan het begin van de periode. Gegeven het grote gewicht van de beurswaarde van het aandeel in de TSR, concentreert de maatstaf zich op de belangen van de aandeelhouders. Stijgt de waarde van het aandeel, of de

grootte van het uit te keren dividend, dan stijgt de beloning van de aandeelhouders. De maatstaf is eenduidig meetbaar, zodat controle erop kan plaatsvinden na publicatie van de bijbehorende gegevens in het jaarverslag.

Prestatiestandaarden stellen de standaardhoogte vast van de door een topbestuurder te realiseren prestatie. Boven deze standaardhoogte zal de beloning toenemen. Daaronder zal de beloning dalen. In de praktijk wordt meestal gewerkt met een marge (bandbreedte). Als de prestaties beneden de bandbreedte uitkomen, kan de beloning sterk dalen of zelfs worden stopgezet; komt de beloning boven de bandbreedte uit, dan zal de beloning stijgen.

Men kan bij prestatiestandaarden bijvoorbeeld denken aan een 'peer group index', waarbij de prestaties van de eigen onderneming worden vergeleken met de prestaties van concurrenten. De reden waarom beloning op basis van een vergelijking van relatieve prestaties de voorkeur verdient boven beloning op grond van absolute prestaties van de eigen onderneming, is dat topbestuurders al doende bovengemiddeld worden beloond als zij beter presteren dan collega's van concurrerende ondernemingen. Aan de andere kant krijgen ze lagere beloningen als ze slechter presteren (Glassman, 1999). Aldus wordt de invloed van externe (en toevallige of niet door de bestuurders beïnvloedbare) factoren op de prestatiebeloning verkleind.

Ten slotte behelzen de beloningsvormen de wijze waarop de beloning aan topbestuurders wordt uitbetaald. Voorbeelden zijn aandelen, conventionele opties en indexopties. Conventionele opties hebben een gefixeerde uitoefenprijs over de gehele looptijd van de optie. De uitoefenprijs van indexopties daarentegen varieert met de hoogte van een geselecteerde index. Indexopties worden samengesteld op basis van een 'peer group' die bestaat uit de aandelen van de concurrenten van de onderneming, of op basis van een index van de beurs waar de onderneming genoteerd staat (bijvoorbeeld de AEX in Nederland). De indexoptie biedt daarmee de mogelijkheid van relatieve beloningen op marktconforme basis.

3.2 Prestatiebeloning en economische rechtvaardiging

In Van de Wetering (2002) wordt beargumenteerd dat, uitgaande van de bovenstaande opbouw van prestatiebeloningen, per element aan de volgende voorwaarden moet worden voldaan, wil een belo-

ningsstructuur economisch gerechtvaardigd zijn:

- doel van de prestatiebeloningsstructuur dient te zijn de waarde van de onderneming te maximaliseren;
- prestatiestandaarden dienen marktgerelateerd te zijn en relatief ten opzichte van de prestatie maatstaven van concurrenten;
- beloningsvormen dienen een prospectief karakter in zich te dragen en de waarden ervan dienen tijdens de looptijd van de prestatiebeloningsstructuur gekoppeld te zijn aan de waardeontwikkeling van de gehanteerde prestatie standaard.

Dat de toegevoegde waarde van de prestatiebeloningsstructuur dient te liggen in het streven van een onderneming haar waarde voor de aandeelhouders te maximaliseren, wordt ook door de Commissie Corporate Governance onderkend, zoals we in paragraaf 2 zagen.

Maatstaven en standaarden dienen marktgerelateerd te zijn teneinde de prestatie te meten en standaardiseren tegen de prestaties van concurrenten of de markt als geheel⁹. Daarnaast moet de maatstaf objectief gemeten kunnen worden door aandeelhouders en andere stakeholders. Dit impliceert dat de bouwstenen van de maatstaf openbaar dienen te zijn. Een aandeelhouder heeft bijvoorbeeld pas interesse in een aandeel bij de verwachting dat het aandeel minimaal dezelfde en liefst hogere rendementen realiseert dan andere aandelen (met eenzelfde risiconiveau). Rappaport (1998) stelt dat in het kader van prestatiebeloning buitengewone rendementen het referentiepunt dienen te zijn voor het te behalen doel. Bepalen of buitengewone aandelenrendementen worden gerealiseerd, vereist dat de prestatie standaard vergeleken kan worden tussen ondernemingen. We komen dan op het aspect van relativiteit.

Een relatieve standaard bewerkstelligt dat topbestuurders worden beloond als zij beter presteren dan concurrenten en weinig tot niet worden beloond als zij slechter presteren dan concurrenten. Zoals reeds gesteld vermindert deze voorwaarde tevens de invloed van externe (markt)factoren. Volgens zowel Rappaport (1999) als McTaggart, Kontes en Mankins (1994) is het inzetten van relatieve prestatiestandaarden bij TSR een belangrijke extra zekerheid om de belangen van de topbestuurders te koppelen aan de belangen van de aandeelhouders.

Aan de beloningsvorm wordt de eis gesteld dat deze een prospectief karakter heeft, wat inhoudt dat de beloningen afhankelijk zijn van prestaties in de toe-

komst. Het inbrengen van een tijdselement in de beloningsvorm zorgt ervoor dat topbestuurders beloond worden bij realisatie van in de toekomst gelegen doelen. Dit is relevant omdat daarmee de nadruk kan worden gelegd op de langetermijndoelstellingen van topbestuurders vanuit de gedachte dat ook de aandeelhouders langetermijnbelangen hebben.

De waarde van de beloningsvorm (bijvoorbeeld de optie) dient daarbij gekoppeld te zijn aan de waardeontwikkeling van de standaard (bijvoorbeeld de AEX-index). Daarmee wordt voorkomen dat topbestuurders, ondanks tegenvallende resultaten, worden beloond omdat de hoogte van de beloning in het verleden is vastgesteld op een vast bedrag.

Vervolgens geeft Van de Wetering (2002) een praktische invulling aan de beloningsstructurelementen, zodat er sprake is van een economisch gerechtvaardigde beloningsstructuur waarmee met grote zekerheid, althans in theorie, de belangen van topbestuurders worden gekoppeld aan de belangen van aandeelhouders. Daarbij is gekozen voor:

- TSR als prestatie maatstaf;
- marktindex of peer group index als prestatie standaard;
- indexopties als beloningsvorm.

Rappaport (1999) stelt dat indexopties waarvan de uitoefenprijs wordt gekoppeld aan een index gebaseerd op concurrerende ondernemingen, als beloningsvorm te verkiezen zijn boven conventionele opties. Door de uitoefenprijs van de optie te koppelen aan een geselecteerde index wordt een topbestuurder pas beloond als de procentuele toename van TSR van het aandeel van zijn/haar onderneming groter is dan de procentuele toename van TSR van alle aandelen in de geselecteerde index. Jaarlijks wordt de uitoefenprijs van in bezit van topbestuurders zijnde en te verstrekken indexopties aangepast met de TSR van de geselecteerde index, zodat veranderingen in de index niet automatisch een beloning betekenen voor het management. Een dergelijke link is afwezig bij conventionele aandelen- en indexopties, waardoor iedere waarde stijging ten goede zou komen aan topbestuurders, zelfs wanneer deze relatief gezien tegenvalt ten opzichte van die van de concurrentie.

3.3 Prestatiebeloning in de praktijk

Het is interessant om te kijken in hoeverre we de op basis van theoretische, economische gronden afgeleide optimale inrichting van een prestatiebelonings-

structuur tegenkomen in de praktijk. Daartoe is door ons onderzoek verricht bij vier van de qua omzet en aantal werknemers grotere beursgenoteerde ondernemingen in Nederland. Nagegaan is in hoeverre de prestatiebeloningsstructuur voor de topbestuurders van de vier ondernemingen voldoet aan de voorwaarden die vanuit de literatuur worden gesteld aan een economisch gerechtvaardigde prestatiebeloningsstructuur. Aan de hand van een score op een aantal kenmerken zoals de meetbaarheid en de mate van marktgerelateerd zijn van de beloningsstructurelementen¹⁰ is bepaald of de gehanteerde prestatiebeloningsstructuur geheel, gedeeltelijk of niet economisch gerechtvaardigd is. De ondernemingen zijn geselecteerd op basis van de volgende, elders beargumenteerde (Van de Wetering, 2002), criteria:

- zij dienden een naamloze vennootschap te zijn;
- maximalisatie van de aandeelhouderswaarde moest als dé belangrijkste of als één van de belangrijkste ondernemingsdoelen zijn gesteld.

De ondernemingen zijn geselecteerd uit verschillende bedrijfssectoren, te weten uit de chemie en farmacie, het bankwezen, de detachering en de elektronica-branche. Er is gebruikgemaakt van een gelede steekproef (Bethlehem, 1985), waarna die ondernemingen zijn gekozen die wilden meewerken aan het onderzoek.

Vervolgens zijn gestructureerde interviews afgenomen met voorzitters van de Raad van Commissarissen, en personen die werkzaam zijn in Human Resource Management. De geïnterviewden waren in het najaar van 2002 betrokken bij de opzet van of de advisering over prestatiebeloningsstructuren voor de topbestuurders van hun ondernemingen. De vragenlijst die is gebruikt, is te vinden in de appendix (zie p. 508). Definities van de gehanteerde begrippen staan in Van de Wetering (2002).

Drie van de vier onderzochte ondernemingen zien waardemaximalisatie van de onderneming als dé doelstelling van de prestatiebeloningsstructuur van topbestuurders. Uit de interviews kwam tevens naar voren dat de arbeidsmarkt van topbestuurders een ondergrens stelt aan de hoogte en randvoorwaarden aangeeft voor de structuur van de beloningen. Ondernemingen zeggen dat daardoor het vinden van een balans tussen de hoogte en de structuur van de beloning, zodanig dat de beste topbestuurders agetrokken kunnen worden zonder dat dit ten koste gaat van de waardemaximalisatie van de onderneming, bemoeilijkt wordt. In dat kader is de recente reactie van Ahold op de zelfs in regeringskringen als exorbi-

tant betitelde beloning van € 10 miljoen voor haar nieuwe topbestuurder Anders Moberg, namelijk dat zo'n beloning nodig is om een bestuurder van formaat aan te trekken, opvallend¹¹.

Uit het onderzoek is gebleken dat de vier onderzochte ondernemingen in de kortetermijncomponent van de prestatiebeloningsstructuur geen relatieve maatstaven gebruiken. De prestatiemaatstaf TSR is bij de onderzochte ondernemingen de meest gebruikte maatstaf voor de lange termijn. Slechts één onderneming gebruikt TSR daarbij als *enige* maatstaf, terwijl de andere drie ondernemingen verscheidene financiële (Economic Profit, Economic Value Added, Return on Equity) en niet-financiële prestatiemaatstaven (reputatie van de onderneming, operational risk awareness) naast TSR gebruiken. Het gebruik van andere prestatiemaatstaven naast TSR verzwakt de werking van de prestatiebeloningsstructuur aanzienlijk, omdat het de aandacht wegneemt van het uiteindelijke doel van de prestatiebeloningsstructuur, de waardemaximalisatie van de onderneming. Bovendien heeft het maken van een afweging tussen de gehanteerde maatstaven (aan welke combinatie van maatstaven geeft men de voorkeur, waarom, en hoe worden de verschillende uitkomsten geïnterpreteerd) veelal een subjectief karakter. Tabel 1 geeft een indicatie van de door de onderzochte ondernemingen gehanteerde prestatiemaatstaven op de lange termijn.

Tabel 1. Gehanteerde prestatiemaatstaven op de lange termijn

Prestatiemaatstaf	Frequentie van voorkomen
Geen prestatiemaatstaf	1
Economic Profit	2
Economic Value Added (EVA)	1
TSR ten opzicht van een peer group	3
Return On Equity (ROE)	1
Niet-financiële prestatiemaatstaven	1

Eén onderneming past relatieve prestatiestandaarden toe over de gehele termijn van de prestatiebeloningsstructuur, een periode van drie jaar. De andere ondernemingen passen daarnaast niet-relatieve standaarden toe, waaronder Economic Profit. Alle vier ondernemingen melden dat er aanpassingen kunnen plaatsvinden in de gebruikte standaarden als vanuit de theorie interessante nieuwe ideeën naar voren komen. Het gaat dan echter niet om regelmatig terugkomende aanpassingen; doorgaans worden aanpas-

singen om de drie tot vier jaar gemaakt in zowel de korte- als de langetermijncomponent van de prestatiebeloningsstructuur. De aangebrachte aanpassingen worden niet met terugwerkende kracht ingevoerd, maar hebben betrekking op standaarden in de toekomst.

Bij alle vier onderzochte ondernemingen wordt geld als beloningsvorm gebruikt in de kortetermijncomponent van de prestatiebeloningsstructuur. Als beloningsvorm op de lange termijn passen de onderzochte ondernemingen aandelen of conventionele aandelenopties toe. Het gaat hierbij om een termijn van minimaal drie jaar. Geen van de ondernemingen maakt gebruik van indexopties. De redenen die de ondernemingen opgeven, lopen uiteen. In tabel 2 is een overzicht te zien van de gebruikte beloningsvormen op de lange termijn.

Tabel 2. Gehanteerde langetermijnbeloningsvormen in de prestatiebeloningsstructuur

Beloningsvorm	Frequentie van voorkomen
Conventionele opties op aandelen	3
Aandelen	2

Indexopties worden bij één onderneming niet toegepast omdat de geïnterviewde van mening was dat deze niet verhandelbaar zijn op de beurs, wat ten koste zou gaan van de transparantie voor de aandeelhouders. Een andere reden die wordt aangevoerd is dat indexopties ingewikkeld zijn; het vaststellen van een 'peer group index' zou niet in alle sectoren mogelijk zijn. Een laatste reden die genoemd is om geen gebruik te maken van indexopties, is dat indexopties overbodig zijn zolang prestatiegebonden aandelen als beloningsvorm worden toegepast. Dit volgt uit de veronderstelling dat prestatiegebonden aandelen min of meer dezelfde eigenschappen hebben als indexopties. Dit is echter alleen het geval als de prestatiegebonden aandelen worden gekoppeld aan een marktgerelateerde maatstaf en een relatieve standaard.

De uiteindelijke onderzoeksresultaten geven aan dat geen van de onderzochte ondernemingen een volledig economisch gerechtvaardigde beloningsstructuur toepast. Twee ondernemingen hebben een gedeeltelijk economisch gerechtvaardigde prestatiebeloningsstructuur. Hoewel generalisatie van deze onderzoeksresultaten naar alle beursgenoteerde ondernemingen in Nederland lastig is, menen we dat zij op zijn minst

de suggestie wekken dat er nog genoeg werk aan de winkel is voor beursgenoteerde ondernemingen om hun prestatiebeloningsstructuur op economisch gerechtvaardigde wijze vorm te geven.

4 Conclusies en aanbevelingen

De prestatiebeloningsstructuren die momenteel worden gehanteerd door de vier onderzochte beursgenoteerde ondernemingen koppelen de belangen van de topbestuurders niet aan de waarde van de onderneming en derhalve niet aan de belangen van de aandeelhouders. Wel wordt binnen de beloningsstructuren deels gebruikgemaakt van de in theoretisch opzicht te prefereren prestatie maatstaf TSR, en worden de prestatiestandaarden 'peer group index' en marktindex (gedeeltelijk) toegepast. Onder de gehanteerde beloningsvormen vinden we de indexoptie echter niet terug. In plaats daarvan wordt de conventionele aandelenoptie gebruikt, waarvan iedere waardetoeename van het onderliggende aandeel, ook wanneer dit niet een verdienste is van het topmanagement, tot een beloning voor datzelfde management leidt.

Andere interessante inzichten die uit het onderzoek voortvloeien, zijn onder andere dat prestatiebeloningsstructuren een tweede belangrijke doelstelling hebben, namelijk het binden van goed gekwalificeerde topbestuurders aan een onderneming. Verder bleek dat de werking van de arbeidsmarkt van topbestuurders bij alle vier de ondernemingen een sterke invloed had op zowel de structuur, als op de hoogte van de beloningen van topbestuurders. Zo wordt het vinden van een balans tussen de hoogte en de structuur van de beloning, zodanig dat de beste topbestuurders aangetrokken kunnen worden zonder dat dit ten koste gaat van de waardemaximalisatie van de onderneming, bemoeilijkt. De binding van bestuurders aan de onderneming is een aanvullend argument voor de aanwezigheid en inrichting van prestatiebeloningsstructuren, naast de door de agencytheorie en corporate governance-literatuur voor het voetlicht gebrachte motieven.

Alle beursgenoteerde ondernemingen in Nederland moeten, zoals gezegd, volgens de wet in hun jaarverslag over 2002 informatie verstrekken over de beloning van hun topbestuurders¹². Gezien de commotie die dit met zich meebrengt, menen we te mogen concluderen dat er wellicht sprake is van meer transparantie van de beloningsstructuur dan vóór de invoering van de wet, maar dat een economische

rechtvaardiging ervan nog wel eens ter discussie staat¹³ – iets wat (begrijpelijk) tegen het zere been van de aandeelhouders en de overige stakeholders is.

Een transparante en economisch verantwoorde prestatiebeloningsstructuur voor topbestuurders lijkt ook in het belang van de bestuurders zelf. Topbestuurders zullen niet meer afgerekend worden voor marktinvoeden die hen en hun concurrenten beïnvloeden. Daarnaast is het voor topbestuurders van belang dat hun beloning wordt geaccepteerd. Een transparante en economisch verantwoorde prestatiebeloningsstructuur voor topbestuurders vormt waarschijnlijk de enige remedie tegen heftige reacties van de overige stakeholders op meldingen van forse bonussen voor bestuursleden¹⁴. Alleen dan immers worden de belangen van alle stakeholders meegenomen en maakt het streven van de vennootschap naar een hogere 'shareholder value' enige kans. Dit sluit aan bij de kern van de boodschap inzake corporate governance, die is gelegen in de begrippen 'zeggenschap', 'verantwoordelijkheid', 'transparantie' en 'integriteit'.

In de praktische invulling van de prestatiebeloningsstructuren dient dus nog kritisch te worden gekeken naar de kwalificatie 'economisch gerechtvaardigd'. Daar ligt de sleutel tot het overtuigen van alle stakeholders van de vennootschap, inclusief topbestuurders, dat economisch gerechtvaardigde prestatiebeloning van topbestuurders het belang van allen dient¹⁵.

Waardemaximalisatie van een onderneming kan, zoals we in het voorafgaande hebben betoogd, hand in hand gaan met een wijze van prestatiebeloning die economisch gerechtvaardigd is. Zal een bestuurder die vertrouwen heeft in eigen managementcapaciteiten en de markt waarop hij moet opereren meer moeite hebben met een deels prestatieafhankelijke doch economisch gerechtvaardigde beloningsstructuur, dan met een volledig vaste beloning? Wij denken van niet. Door het gebruik van relatieve beloningsstandaarden en -vormen is het zelfs aannemelijk dat zijn vertrouwen in de markt irrelevant is voor zijn voorkeur voor een beloningsstructuur. Externe marktfactoren vormen dan immers geen basis voor diens 'afrekening'. Een bestuurder die gelooft in eigen capaciteiten zal zeer waarschijnlijk met zo'n economisch gerechtvaardigde beloningsstructuur akkoord gaan!

Afschaffing van de prestatiebeloning door omzetting ervan in vaste beloningscomponenten die onafhankelijk zijn van de prestaties, zien wij dan ook niet als een oplossing. Daarmee wordt de reeds lang bestaande

belangentegenstelling tussen bestuurders en aandeelhouders, zoals beschreven in paragraaf 2 met de weergave van de agencytheorie, allerm minst beslecht. ■

Literatuur

- Berle, A.A. en G.C. Means, (1932), *The modern corporation and private property*, McMillan, New York.
- Bethlehem, J.G., (1985), *Theorie en praktijk van het steekproefonderzoek*, CBS, Voorburg.
- Bood, R.P. en D.J. Nicolai, (1991), Aandeelhouderswaarde als strategische doelstelling, in: *Tijdschrift Financieel Management*, 5, pp. 8-24.
- Brealey, R.A. en S.C. Myers, (2003), *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill, New York, 7e druk.
- Bushman, R.M. en A.J. Smith, (2001), Financial Accounting Information and Corporate Governance, in: *Journal of Accounting and Economics*, 32, pp. 237-334.
- Commissie Corporate Governance, (1996), *Aanbevelingen inzake Corporate Governance, Aanbevelingen voor goed bestuur, goed toezicht en het adequaat afleggen van verantwoording*, Amsterdam.
- Damodaran, A., (2001), *Corporate finance: theory and practice*, Wiley, New York, 2e druk.
- Demsetz, H., (1983), The structure of ownership and the theory of the firm, in: *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 375-390.
- Dobson, J., (2001), Is maximalisatie van aandeelhouderswaarde immoreel?, in: *FM-Select*, januari, pp. 22-36.
- Fitzroy, F.R., Z.J. Acs en D.A. Gewlowski, (1998), *Management and economics of organization*, Prentice Hall Europe, Londen.
- Garen, J.E., (1994), Executive Compensation and Principal-Agent Theory, in: *Journal of Political Economy*, 6, pp. 1175-1199.
- Glassman D.M., (1999), Twelve ways to strengthen your incentive plan, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 12, pp. 107-117.
- Herst, A.C.C., S.J.E.W. Poirter en J.G.E. Spekrijse, (1998), De investeringsbeslissing: theorie versus praktijk, in: *Tijdschrift voor Bedrijfsadministratie*, 102, pp. 70-76.
- Indjejikian, R.J., (1999), Performance Evaluation and Compensation Research: An Agency Perspective, in: *Accounting Horizons*, 13, pp. 147-157.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling, (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Jong, A. de en P.G.J. Roosenboom, (2002), De praktijk sinds 1997: Conclusies inventarisatie Governance Nederlandse beursondernemingen, in: *Nederlandse Corporate Governance Stichting, Corporate Governance in Nederland 2002: stand van zaken*, Amsterdam, pp. 11-14.
- McTaggart, J.M., P.W. Kontes en M.C. Mankins, (1994), *The Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns*, The Free Press, New York.
- Mehran, H., (1992), Executive incentive plans, corporate control, and capital structure, in: *Journal of Qualitative Analysis*, 27, pp. 539-559.
- Moerland, P. (2002), Systemen van corporate governance, in: *Bedrijfskunde*, 74, pp. 6-10.

Muysken, J. en H. Schreuder (ed.), (1985), *Economische wetenschappen: eenheid in verscheidenheid?*, Van Gorcum, Assen.

Nederlandse Corporate Governance Stichting, (2002), *Corporate Governance in Nederland 2002: stand van zaken*, Amsterdam.

Rappaport, A., (1998), *Creating Shareholder Value: A guide for managers and investors*, The Free Press, New York, 2e druk.

Rappaport, A., (1999), New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance, in: *Harvard Business Review*, 77, pp. 91-101.

Ross S.A., R.W. Westerfield en J.F. Jaffe, (2002), *Corporate finance*, McGraw-Hill, Boston, 6e druk.

Shleifer A. en R. Vishny, (1997), A Survey of Corporate Governance, in: *The Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.

Snijders, D., (2002), Pensioenfondsen en Peters, reactie uitgesproken bij de uitreiking van de bundel *Corporate Governance in Nederland: De stand van zaken*, Tilburg, 18 december.

Wetering, H. van de, (2002), *Zijn prestatiebeloningsstructuren van topbestuurders economisch te rechtvaardigen?* Een meervoudige gevalstudie bij vier ondernemingen in Nederland, Open Universiteit Nederland, Heerlen.

Zimmerman, J.L., (2000), *Accounting for decision making and control*, Irwin, Boston, 3e druk.

Noten

- 1 *Limburgs Dagblad*, 13 februari 2003, p. 1.
- 2 Merk op dat daarmee niet noodzakelijk sprake is van een maatschappelijk gerechtvaardigde prestatiebeloningsstructuur, maar enkel van een doelmatige structuur.
- 3 Eén van de voorbeelden die hierbij het vermelden waard is, is de bijdrage van Agnes Kant in het *Algemeen Dagblad* van 6 april 2003 onder de titel 'SP: Verbieden opties voor eigen personeel'.
- 4 Twee pijlers van de agencytheorie zijn informatiever schillen en verschillen in risicoprofiel tussen agent en principaal. De termen risico en rendement sluiten in dit opzicht aan bij de wijze waarop aandeelhouders het beleid van de leiding van een onderneming plegen te beoordelen.
- 5 In Nederlandse Corporate Governance Stichting (2002) wordt op pp. 40-41 en pp. 65 en 70 aandacht besteed aan deze kwestie.
- 6 Zie onder andere aanbeveling 24 van Commissie Corporate Governance (1996).
- 7 Zie de artikelen 383b tot en met 383e van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek.
- 8 Zie daarnaast de in het wetenschappelijk onderwijs veel gebruikte handboeken als Brealey en Myers (2003), Ross, Westerfield en Jaffe (2002), en Damodaran (2001).
- 9 Waarbij toegegeven dient te worden dat het vaststellen wat de 'aandelenmarkt' precies behelst in sommige gevallen problematisch kan zijn. Dekte de AEX de markt goed af? Of, is de 'peer group' eenduidig vast te stellen?
- 10 Voor een compleet overzicht van de gehanteerde kenmerken en de bepaling van de score zie Van de Wetering (2002).
- 11 Zie onder het artikel in het *Algemeen Dagblad* 'Woede over megabeloning', 5 september 2003, p. 1.

12 Zie paragraaf 2.

13 Hoewel we hiermee niet willen suggereren dat alle commotie verdwenen zal zijn wanneer een prestatiebeloningsstructuur economisch gerechtvaardigd is.

14 Een dag na de publicatie in het *Limburgs Dagblad* over de 'Vette bonus voor DSM-top' (zie noot 1) viel op de voorpagina van datzelfde *Limburgs Dagblad* te lezen: 'Vakbonden woest op DSM', 14 februari 2003, p. 1.

15 Daarnaast wordt veel heil verwacht van wettelijke maatregelen zoals een uitbreiding van de beslissingsbevoegdheid van de aandeelhoudersvergadering inzake de beloning van topbestuurders. Zulk een wetsvoorstel ligt momenteel voor advies bij de Raad van State. Dergelijke maatregelen achten we relevant, maar niet afdoende.

Appendix: vragenlijst gebruikt tijdens de interviews

Blok I Algemene vraag over de prestatiebeloningsstructuur

Vraag 1 Is het hoofddoel van de prestatiebeloningsstructuur het als instrument inzetten ter maximalisering van de waarde van de onderneming? Zo niet, waarom niet? Welk hoofddoel streeft u dan na?

Blok II Vragen over de korte termijn (< 1 jaar) beloningsstructuurcomponenten

Vraag 2 Wordt in de prestatiebeloningsstructuur gebruikgemaakt van kortetermijncomponenten? Zo ja, welke?

Vraag 3 Welke financiële prestatiemaatstaf(ven) wordt gebruikt per component?

Vraag 4 Welke niet-financiële prestatiemaatstaf(ven) wordt gebruikt per component?

Vraag 5 Welke prestatiestandaard(en) wordt gebruikt per component?

Vraag 6 Kunnen tussentijdse aanpassingen plaatsvinden van de gehanteerde prestatiestandaarden? Zo ja, in welke gevallen?

Vraag 7 Welke beloningsvormen (geld, aandelen, opties, et cetera) worden gebruikt per component?

Blok III Vragen over de lange termijn (> 1 jaar) beloningsstructuurcomponenten

Vraag 8 Wordt in de prestatiebeloningsstructuur gebruikgemaakt van langetermijncomponenten? Zo ja, welke?

Vraag 9 Welke financiële prestatiemaatstaf (ven) wordt gebruikt per component?

Vraag 10 Welke niet-financiële prestatiemaatstaf(ven) wordt gebruikt per component?

Vraag 11 Welke prestatiestandaard (en) wordt gebruikt per component?

Vraag 12 Kunnen tussentijdse aanpassingen plaatsvinden op de gehanteerde prestatiestandaarden? Zo ja, in welke gevallen?

Vraag 13 Welke beloningsvormen (geld, aandelen, opties, et cetera) worden gebruikt?

Vraag 14 Indien conventionele opties worden gebruikt als beloningsvorm: waarom conventionele opties in plaats van (of samen met) indexopties?

Vraag 15 Indien long-term incentive programs (LTIP) worden gebruikt, hoe ziet het programma er uit?

Vraag 16 Kunnen veranderingen in de LTIP plaatsvinden? Zo ja, wanneer zijn veranderingen in de LTIP verantwoord?

Vraag 17 Welke veranderingen worden in de LTIP aangebracht?

Vraag 18 Vindt de verkrijging van aandelen en/of opties door topbestuurders plaats op basis van nog te leveren prestaties in de toekomst of op basis van prestaties uit het verleden?

Blok IV Beloningsstructuurelementen algemeen

Vraag 19 Waarom worden niet-financiële prestatiemaatstaven toegepast?

Vraag 20 Hoe worden de niet-financiële prestatiemaatstaven gemeten en met wat voor regelmaat?

Vraag 21 Vindt u dat er sprake is van subjectieve beoordelingen bij het hanteren van niet-financiële prestatiemaatstaven? Zo ja, hoe wordt hiermee dan omgegaan?

Vraag 22 Hoe wordt voorkomen dat, over de gehele prestatiebeloningsstructuur bezien, door het gebruik van verschillende prestatiemaatstaven die mogelijk uiteenlopende of wisselende gedragingen van topbestuurders kunnen veroorzaken, toch niet de gewenste prestaties worden bereikt?

Blok V Beloningsstructuren algemeen

Vraag 23 Hoe wordt bepaald of het doel van de beloningsstructuren in de praktijk gerealiseerd wordt? Wordt dit doel ook bereikt? Zo nee, waarom niet?

Vraag 24 In hoeverre wordt het beleid over beloningsstructuren bepaald door de marktwerkingen van beloningen?