

# Transparantie in de beloningen van topbestuurders

Chris Knoops

De hoogte van beloningen van bestuurders van ondernemingen en het beloningsbeleid houdt de gemoederen bezig. Het lijkt er zelfs op dat na de invoering van de Code Tabaksblat de beloningen van topbestuurders alleen maar sterker zijn gestegen. Uit onderzoek van de Rijksuniversiteit Groningen en Towers Perrin (2007) en van RSM Erasmus Universiteit (2007) naar de hoogte van bestuurdersbeloning en de relatie met de ondernemingsprestaties blijkt onder andere dat Nederland geen afwijkend beeld laat zien in vergelijking tot andere Europese landen, dat het belang van variabele beloning in de jaren is toegenomen en dat de stijging van de bestuurdersbeloning sterker is dan de inkomensontwikkeling van de gemiddelde Nederlandse werknemer. Volgens sommige commentatoren treedt er wellicht een kentering op nu we gezien hebben dat in de aandeelhoudersvergaderingen van een paar ondernemingen vragen werden gesteld over het bezoldigingsbeleid. Ik verwacht niet dat er een ommezwaai zal plaatsvinden. Volgens sommigen zijn hoge bestuurdersbeloningen noodzakelijk om goede bestuurders te kunnen aantrekken. Als daar in Nederland te veel ophef over wordt gemaakt, dan dreigen ondernemingen de hoofdzetel naar het buitenland te verplaatsen en zij vinden steun bij VNO-NCW die bevreesd is voor een verslechtering van het vestigingsklimaat.

## Gebrekkige transparantie beloningsbeleid

Het beloningsbeleid wordt vastgesteld door de remuneratiecommissie, een commissie die veelal opereert binnen de raad van commissarissen. De vergoeding voor topbestuurders bestaat meestal uit een evenwichtig pakket van salaris, korte- en langetermijnprikkels om bepaalde targets te halen en pensioenen. Er is een trend om beloningen in de vorm van opties te vervangen door prestatieaandelen. Een goed beloningsbeleid voor het topmanagement laat, volgens de gangbare theorie (hierover later), de belangen van aandeelhouders en het topmanagement parallel lopen, is in lijn met de strategische doelstellingen van de onderneming, is gekoppeld aan de (relatieve) prestaties en is marktconcurrerend. Voor de beoordeling van zowel het marktconcurrerend zijn van de beloning als de prestaties wordt veelal gebruikgemaakt van een referentiegroep van ondernemingen. Als het goed is, wordt uit het remunera-

tieverslag duidelijk wat de targets zijn en of deze ook daadwerkelijk zijn gehaald.

## De code

De Code Tabaksblat vereist dat het beloningsbeleid wordt toegelicht in het remuneratierapport dat deel uitmaakt van het verslag van de raad van commissarissen en is opgenomen in het jaarverslag. 'Voor het geval de bezoldiging bestaat uit een vast en een variabel deel, is het variabele deel gekoppeld aan vooraf bepaalde, meetbare en beïnvloedbare doelen, die deels op korte termijn en deels op lange termijn moeten worden gerealiseerd. Het variabele deel van de bezoldiging moet de binding van de bestuurders aan de vennootschap en haar doelstellingen versterken. (...) Het in het remuneratierapport weergegeven bezoldigingsbeleid dat in het komende boekjaar en de daaropvolgende jaren wordt voorzien, wordt ter vaststelling aan de algemene vergadering van aandeelhouders voorgelegd.' (Code Tabaksblat, Principe II.2).

De Monitoring Commissie Corporate Governance (2005) deed de aanbeveling dat het remuneratierapport inzicht verschaft in de volgende drie elementen: '1) het maximum van de variabele beloning, bijvoorbeeld als percentage van het vaste inkomen; 2) welk deel van de variabele beloning is gekoppeld aan kwantitatief meetbare prestatiecriteria en targets en welk deel discretionair door de raad van commissarissen wordt bepaald; 3) een aanduiding van de kwantitatief meetbare prestatiecriteria voorzover overwegingen van concurrentiegevoeligheid zich daar niet tegen verzetten.' Dit is niet overgenomen in het in juni 2008 door de Monitoring Commissie gepubliceerde voorstel tot aanpassing van de corporate governancecode. Hierin wordt alleen toegevoegd (aan principe II.2) dat in het verslag van de raad van commissarissen de hoofdlijnen van het remuneratierapport worden opgenomen, in duidelijke termen en op transparante wijze verantwoording wordt afgelegd over het gevoerde bezoldigingsbeleid en een overzicht wordt gegeven van het te voeren bezoldigingsbeleid. Daarnaast: 'in het remuneratierapport wordt de volledige remuneratie, onderscheiden naar de verschillende componenten, op inzichtelijke wijze gepresenteerd.' Nieuw is ook een voorgestelde claw backclausule die in elk geval in nieuwe bezoldigingscontracten met bestuurders

wordt opgenomen en die de raad van commissarissen de bevoegdheid geeft eerder toegekende voorwaardelijke variabele beloningen, die tot onbillijke uitkomsten leiden, naar beneden of naar boven aan te passen.

### **De praktijk**

In de meeste jaarverslagen van beursgenoteerde ondernemingen worden wel de gehanteerde prestatie maatstaven genoemd en of de targets gehaald zijn, maar er wordt vaak geen kwantitatieve invulling aan gegeven. Het aantal gerapporteerde prestatie maatstaven voor de vaststelling van de variabele beloning is groot en neemt ook toe (gemiddeld drie in 2005 en vier in 2006 voor AEX- en AMX-fondsen, aldus RuG en Towers Perrin, 2007) en de relatie tussen de variabele beloning en de ondernemingsresultaten wordt niet vermeld.

In een persbericht bij de publicatie van een empirisch onderzoek van RSM Erasmus University naar de relatie tussen beloning en bedrijfsprestaties bij beursgenoteerde ondernemingen in de periode 2002-2006, wordt vermeld: 'Een van de meest in het oog springende resultaten is dat steeds meer ondernemingen (jaarlijkse) bonussen uitkeren die uitkomen boven de (vooraf overeengekomen) target bonuspercentages: zo kreeg in 2006 tweederde van de CEOs méér dan de target bonus. Nog opmerkelijker is het feit dat steeds meer bedrijven méér dan de maximale bonus toekennen (meer dan 20 procent in 2006). Deze ontwikkeling baart opzien, omdat we daarbij constateren dat de toelichting of motivatie (in het jaarverslag) om over te gaan tot een dergelijke bonusuitkering vaak ontbreekt of inadequaat is. Als gevolg van deze beperkte transparantie is dit slechts voor een beperkt aantal ondernemingen vast te stellen.' Voorts wordt geconstateerd: 'de transparantie inzake de prestatiedoelstellingen is onvoldoende, hetgeen de bonusuitkering tot een black-box voor buitenstaanders maakt', waarbij meestal wordt aangegeven dat deze informatie (te) concurrentiegevoelig is. De kop van het persbericht luidt dan ook 'Transparantie beloningssystematiek in Nederland ondermaats'. Deze conclusie is onrustbarend en het is mijns inziens absoluut noodzakelijk dat er meer openheid komt, zodat inzicht kan worden gegeven in de rechtvaardigheid van de toegekende beloningen en bonussen en de algemene vergadering van aandeelhouders (en het publiek, de financiële pers) dit beter kan beoordelen.

### **De agentschapstheorie als basis**

Ik noemde hiervoor de 'gangbare theorie', dit is de agentschapstheorie (agency theory) en varianten hiervan. Deze theorie gaat ervan uit dat beslissingen worden genomen op een rationele wijze op basis van de waarde van hun consequenties (Otten, 2007, p. 232). Er is sprake van informatie-asymmetrie tussen aandeelhouders/eigenaren (agent) en het management (principaal) en er wordt verondersteld dat iedereen eigenbelang nastreeft. In de meest gehanteerde

variant van de agentschapstheorie wordt de onderneming gezien als een kluwen van contracten (nexus of contracts). In die contracten worden de rechten en plichten van agent en principaal bepaald. Corporate governance wordt gezien als een verzameling mechanismen om de belangen van het management in lijn te brengen met de belangen van de aandeelhouders. Dat geldt vooral voor de beloning van het management. De agentschapstheorie dient als basis en als verklaring voor de (noodzakelijke) marktconforme beloningen van bestuurders<sup>1</sup>.

### **Earnings management: meer onafhankelijke positie CFO gewenst**

Er is veel literatuur over de vraag of het management resultaten probeert te sturen, hetzij door gebruik te maken van de flexibiliteit in de te hanteren verslaggevingsmethoden, hetzij door middel van echte transacties (het jaarresultaat kan bijvoorbeeld worden beïnvloed door uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling of door reclame uit te stellen tot na balansdatum). In de theorie wordt de hypothese geponeerd dat het management zal proberen de winst of het aandelenrendement te beïnvloeden om de target in de resultaatafhankelijke beloning te halen<sup>2</sup>.

Volgens de theorie is er een relatie tussen beloning en motieven van het management om resultaten te sturen. In de literatuur op het gebied van earnings management wordt, voor zover mij bekend, telkens gesproken over resultaatsturing door 'het' management<sup>3</sup>. Het is echter vooral de financieel directeur, CFO (en met hem/haar het financieel-administratief management) die de financiële verslagen samenstelt en bij uitstek de mogelijkheid heeft om resultaten te beïnvloeden. De taken en verantwoordelijkheden van de CFO zijn als gevolg van de eisen die worden gesteld aan de internal control sinds de invoering van corporate governance codes zwaarder geworden. Hoewel een bestuursvoorzitter (chief executive officer) mede verantwoordelijk is voor de financiële verslaggeving zal hij/zij vaak leunen op de financiële expertise van de CFO. Een meer onafhankelijke positie van de CFO is dan gewenst en ik pleit ervoor om de CFO en het financieel-administratief management uit te sluiten van variabele beloningen<sup>4</sup>. Ik verwacht dat in ondernemingen waar de CFO een meer onafhankelijke positie in de raad van bestuur inneemt, er minder resultaatsturing zal plaatsvinden.

We zien echter dat over het algemeen ook CFO's meedoen met dergelijke prestatiegerelateerde beloningen. Voorstanders van een van het bedrijfsresultaat afhankelijke beloningsstructuur voor financiële mensen betogen dat de CFO onderdeel van het management is en daardoor mede verantwoordelijkheid draagt voor de resultaten van de onderneming. Bovendien is er, althans bij de grotere ondernemingen, toezicht door de auditcommissie van de raad van commissarissen. Dat zou een reden moeten zijn dat CFO's dergelijke resultaatafhankelijke beloningen juist wel zouden moeten ontvangen. Naar mijn mening wordt de kat hier te veel op het spek gebonden.

Ik zou er daarom voor willen pleiten dat er regels komen die het toekennen van resultaatafhankelijke beloningen aan CFO's (en het gehele financieel-administratief management) ontmoedigen. Een en ander zou uiteraard gekoppeld moeten worden aan een overall adequaat beloningspakket voor CFO's. Daarmee worden ze niet in een positie gebracht dat eigenbelang meeweegt bij het bepalen van de resultaten van de onderneming. Hier zou een taak kunnen liggen voor zelfregulering door het CFO-/controllersberoep. Op dit moment zijn dergelijke regels er niet en komen aan het bedrijfsresultaat gerelateerde beloningen van financiële bestuurders vaak voor, waardoor er het risico van vertekende resultaten groter is.

### Mogelijke oplossingen

Een mogelijke oplossing kan zijn de rol van de CFO op te splitsen, dusdanig dat een afzonderlijke rol in het leven wordt geroepen van hoofd interne betrouwbaarheid (chief internal control over financial reporting). Deze functionaris is uitsluitend verantwoordelijk voor de betrouwbaarheid van de informatie binnen een organisatie. Hij/zij wordt aangesteld door de Raad van Commissarissen en maakt naast de CFO deel uit van de directie. Hij/zij heeft

uiteraard geen resultaatgerelateerde beloning. Immers ook het hoofd interne betrouwbaarheid zou (overigens net als de externe controleur) de schijn van belangenverstrengeling zo veel mogelijk moeten zien te vermijden.

Een alternatief zou nog kunnen zijn in die ondernemingen waar een interne accountantsdienst (IAD) functioneert de rol van hoofd interne betrouwbaarheid bij de IAD neer te leggen. Dit vereist echter een andere invulling van de rol en taken van de IAD dan momenteel meestal het geval is.

Onze economie is voor een groot deel gebaseerd op hebzucht. Dit betekent dat op zijn minst over de hierboven beschreven problematiek binnen een onderneming goed nagedacht en gesproken dient te worden tussen toezichthouders en directie. ■



Drs. C.D. Knoops is universitair docent aan School of Economics van de Erasmus Universiteit Rotterdam en als hoofdredacteur verbonden aan het *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*.

### Literatuur:

■ Commissie Corporate Governance (2003), *De Nederlandse Corporate Governance Code: Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen* (Code Tabaksblat); zie: [www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl).

■ Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2005), *Aanbeveling beloningsbeleid 2005*; zie: [http://www.commissiecorporategovernance.nl/Aanbeveling\\_beloningsbeleid](http://www.commissiecorporategovernance.nl/Aanbeveling_beloningsbeleid).

■ Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2007), *Derde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code*, december; zie: [http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/MC\\_Nalevingsrapport\\_2007\\_.pdf](http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/MC_Nalevingsrapport_2007_.pdf).

■ Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008), *Rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse corporate governance code*, juni; zie: [http://www.monitoringcommissie.nl/page/downloads/MC\\_rapport\\_juni\\_2008\\_DEF.pdf](http://www.monitoringcommissie.nl/page/downloads/MC_rapport_juni_2008_DEF.pdf).

■ Otten, J.A. (2007), *Origins of executive pay & corporate governance reform codes. Essays on an institutional approach to corporate governance*, dissertatie Universiteit Utrecht; zie: <http://igitur-archive.library.uu.nl/dissertations/2007-0515-200203/UUindex.html>.

■ Rijksuniversiteit Groningen en Towers Perrin Amsterdam (2007), *De relatie tussen bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde*

*ondernemingen en de prestaties van deze ondernemingen*; zie: [http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/onderzoekbezoldigingRuG\\_Towers\\_Perrin\\_2007.pdf](http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/onderzoekbezoldigingRuG_Towers_Perrin_2007.pdf).

■ Rotterdam School of Management (RSM), Erasmus University Rotterdam (2007), *Pay-for-performance in Nederland 2002-2006. De praktijk en aanbevelingen voor de toekomst*; zie: [http://www.rsm.nl/portal/page/portal/RSM2/content\\_pages/News%20and%20Events%20RSM/RSM%20News/Pay-Performance%20onderzoek%20Nederlandse%20Beursfondsen%202002-.pdf](http://www.rsm.nl/portal/page/portal/RSM2/content_pages/News%20and%20Events%20RSM/RSM%20News/Pay-Performance%20onderzoek%20Nederlandse%20Beursfondsen%202002-.pdf).

### Noten

1 ■ Otten (2007) onderzoekt in zijn proefschrift een alternatieve (en betere) verklaring die in scherp contrast staat tot de agentschapstheorie, namelijk de 'managerial power theory', waarin machtsverhoudingen binnen het management en instituties een belangrijke rol spelen. Ik laat dit hier buiten beschouwing.

2 ■ Motieven voor resultaatsturing kunnen velerlei zijn, zoals het behalen van in contracten vastgelegde targets of grenzen, het behalen van verwachtingen ten aanzien van de winst per aandeel of de beurskoers die door het management zelf zijn uitgesproken of die

door analisten zijn gesteld. Niet voldoen aan marktverwachtingen leidt vaak tot aanzienlijke koersdalingen. Anderzijds is er het gevaar dat winstmanipulatie (buiten de grenzen van de wet) of fraude wordt ontdekt, of dat zogenaamde in-control deficiencies moeten worden gemeld; dit leidt tot aanmerkelijke koersdalingen.

3 ■ Er is wel veel onderzoek naar de relatie tussen de mate van earnings management enerzijds en allerlei proxies voor de kwaliteit van de corporate governance-structuur van de onderneming anderzijds. Variabelen die hierbij genoemd worden zijn bijvoorbeeld het aantal

onafhankelijke bestuurders, de aanwezigheid van een auditcommissie, de aanwezigheid van een financieel deskundige in de raad van commissarissen, enzovoorts.

4 ■ Hierbij ga ik voorbij aan de (in)formele machtsverhoudingen binnen het management. Een CFO kan wel onafhankelijk zijn voor wat betreft zijn beloning, maar is dat in de praktijk wellicht niet ten opzichte van een dominante CEO.