



**rijksuniversiteit
 groningen**

faculteit economie en
 bedrijfskunde

Corporate Governance
 Insights Centre

De relatie tussen de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen en de prestaties van deze ondernemingen.

Rijksuniversiteit Groningen
 Prof. Dr. Hans van Ees
 Drs. Gerwin van der Laan

Towers Perrin Amsterdam
 Drs. Eric J.P. Engesaeth
 Drs. Camiel A.S. Selker

November 2007

Samenvatting in tien punten¹

Theorie (Hoofdstuk 2)

1. Het arbeidsmarktsegment voor topbestuurders kent een bijzondere en eigen dynamiek. In economische zin is de markt relatief imperfect aangezien in individuele onderhandelingen (meestal) sprake is van unieke contracten.
2. Ten aanzien van variabele beloningscontracten geeft de dominante theorie, de principaal-agent theorie, een belangrijk inzicht in de complexiteit van de diverse afwegingen die gemaakt dienen te worden om een optimaal contract vorm te geven. Echter, voor een goed begrip van de praktijk is het noodzakelijk aandacht te besteden aan elementen die niet in deze theorie worden meegenomen.
3. Bevindingen 1 en 2 leiden tot de constatering dat marktontwikkelingen voor topbestuurders weinig vergelijkbaar zijn met andere arbeidsmarkten. Een beter begrip van bestuurdersbeloning ligt vooral bij het proces en de structuur van de beloningscontracten in plaats van het resultaat. Een onafhankelijke remuneratiecommissie heeft een centrale rol in dit proces.

Internationale context (Hoofdstuk 3)

4. Een internationaal onderzoek naar de hoogte van bestuurdersbeloning laat geen afwijkend beeld zien voor Nederland in vergelijking tot andere Europese landen.
5. In Nederland en Europa is het belang van variabele beloning in de afgelopen tien jaar toegenomen. Specifieke omstandigheden (waaronder fiscale regimes) verklaren een afwijkend beeld voor Zweden (relatief lage variabele beloning) en de Verenigde Staten (relatief hoge variabele beloning).

Hoogte en maatstaven (Hoofdstuk 4)

6. Een onderzoek naar de hoogte en maatvoering bij Nederlandse vennootschappen laat het volgende zien (zie Tabel 4.19):
 - i De totale beloning is gedefinieerd als de verandering in het vermogen van de bestuurder voorzover deze gerelateerd is aan door de onderneming verstrekte betalingen of rechten op (derivaten van) aandelen in de vennootschap. Deze totale beloning is in 2006 beduidend hoger dan in 2002;
 - ii De beloning van de voorzitter van de raad van bestuur lijkt sterker te stijgen dan die van de overige leden van de raad van bestuur bij AEX fondsen. De beloning lijkt sterker te stijgen in grotere fondsen. Dit wordt grotendeels veroorzaakt door de variabele beloningscomponenten.
 - iii Het inkomen van de gemiddelde Nederlander is gedefinieerd als het bruto jaarloon van mannelijke werknemers tussen 55 en 65 jaar. De stijging van de bestuurdersbeloning is sterker dan de inkomensontwikkeling van de gemiddelde Nederlandse werknemer. Dit is in lijn met de Europese praktijk.
7. Het aantal gerapporteerde prestatie maatstaven voor de vaststelling van de variabele beloning is groot (gemiddeld 3 in 2005, en 4 in 2006 voor AEX en AMX fondsen). Maatstaven worden vaak in combinatie gebruikt. De kortetermijnbeloning is meer

¹ De auteurs zijn de volgende personen erkentelijk voor hun uitstekende assistentie: dr. Dirk Akkermans, mw. Nikita Bos, Cong Han, mw. Henrieke Hoftijzer, dr. Jan Jakobs, drs. Wesley Kaufmann, mw. Nuri van Langen, Marcel Neef, mw. dr. Padma Rao Sahib, mw. Claire Revis, drs. Dennis Veltrop en mw. Suzan de Vries.

georiënteerd op beïnvloedbaarheid door de bestuurder en de langetermijnbeloning op een combinatie van beïnvloedbaarheid en doelrealisatie, dat wil zeggen de creatie van (aandeelhouders)waarde.

Relatie tussen beloning en ondernemingsprestatie (Hoofdstuk 5)

8. Het onderzoek naar de relatie tussen bestuurdersbeloning en ondernemingsprestaties kent een aantal beperkingen:
 - i De variëteit in het aantal gebruikte prestatie maatstaven is groot. Dit onderzoek betreft de vier meest gehanteerde prestatie maatstaven;
 - ii Dit onderzoek naar de vier belangrijkste afzonderlijke maatstaven erkent de realiteit van combinaties van verschillende prestatie maatstaven in één beloningspakket niet;
 - iii Er bestaat een discussie of prestaties invloed hebben op beloning, of dat beloning invloed heeft op prestaties. Uitspraken over causaliteit kunnen op basis van dit onderzoek niet vastgesteld worden;
 - iv Het is niet duidelijk hoeveel tijd tussen geleverde prestatie en beloning genomen dient te worden. In dit onderzoek wordt zowel voor gelijktijdige effecten als voor effecten van prestaties op beloning in het navolgende jaar bewijs gevonden. De exacte vertragingstructuur is niet eenduidig vast te stellen.
9. Om de onder punt 8 i. en ii. genoemde beperkingen te mitigeren is in het onderzoek de relatie tussen ondernemingsprestaties en totale beloning geanalyseerd, evenals de relatie tussen ondernemingsprestaties en afzonderlijke beloningscomponenten.
 - i Op basis van deze analyse wordt een positieve correlatie tussen aandeelhouderswaarde en de hoogte van de totale beloning gevonden. (voor de beloning van de bestuursvoorzitter zijn de correlatiecoëfficiënten 0,16 voor omzet en 0,14 voor TSR)
 - ii De contante bonus vertoont een positieve correlatie met omzet en winstgevendheid.
 - iii De toekenning van aandelen en opties is sterk gerelateerd aan creatie van (relatieve) aandeelhouderswaarde.

Vertrekregelingen (Hoofdstuk 6)

10. Door de beperkte beschikbaarheid van informatie in combinatie met de verschillende individuele situaties en contracten kunnen geen algemeen geldende conclusies worden getrokken.

Inhoudsopgave

| | |
|---|------------|
| 1. Inleiding | 5 |
| 2. Ex ante versus ex post bestuurdersbeloningen | 10 |
| 2.1 Arbeidsmarkt voor topbestuuders | 12 |
| 2.2 Prestatiecontracten | 22 |
| 2.3 Praktijkcontext waarin beslissingen genomen worden | 32 |
| 2.4 De rol van de remuneratiecommissie | 40 |
| 2.5 Samenvatting en conclusies | 43 |
| 3. Nederland in internationaal perspectief | 45 |
| 3.1 Generieke context waarin beloningsbeslissingen worden genomen | 49 |
| 3.2 Manier waarop de beloningshoogte wordt vastgesteld + uitkomsten | 52 |
| 3.3 Beloningsstructuur | 59 |
| 3.4 Ontslagvergoedingen | 66 |
| 3.5 Samenvatting en conclusies | 71 |
| 4. Feitelijke beloning 2002-2006 | 74 |
| 4.1 Steekproef en groepering van fondsen | 74 |
| 4.2 Methode van dataverzameling | 76 |
| 4.3 Beschrijving van het basissalaris | 82 |
| 4.4 Prestatiemaatstaven 2005-2006 | 86 |
| 4.5 Beschrijving van de jaarlijkse bonus | 96 |
| 4.6 Beschrijving van optieplannen | 97 |
| 4.7 Beschrijving van aandelenplannen | 102 |
| 4.8 Samenvatting en conclusies | 103 |
| 5. Relatie tussen bedrijfsprestaties en beloning 2002-2006 | 110 |
| 5.1 Methodologie | 110 |
| 5.2 Vast salaris | 113 |
| 5.3 Jaarlijkse bonus | 118 |
| 5.4 Optieplannen | 119 |
| 5.5 Aandelenplannen | 122 |
| 5.6 Totale beloning | 125 |
| 5.7 Samenvatting en conclusies | 130 |
| 6. De vergoeding bij vertrek (2002-2006) | 133 |
| 6.1 Algemeen | 133 |
| 6.2 Overzicht redengeving hoogte vergoeding bij vertrek | 134 |
| 6.3 Overzicht aantal en hoogte vergoeding bij vertrek | 135 |
| 7. Samenvatting en conclusies | 138 |
| Bijlagen | |
| A. Referenties | 143 |
| B. Lijst vennootschappen | 151 |
| C. Towers-Perrin executive survey | 152 |

1. Inleiding

De bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen is ook in Nederland een complex en beladen onderwerp. De bezoldiging van bestuurders is doorgaans opgebouwd uit een basissalaris of niet-variabel deel van de bezoldiging en een variabel deel van de bezoldiging, dat weer uiteenvalt in een korte- en lange-termijndeel. Het niet-variabele deel van de bezoldiging wordt vastgesteld door middel van benchmarking aan een referentiegroep van ondernemingen en interne beloningsverhoudingen en het korte-termijn variabele deel is enerzijds, financieel prestatiegericht en anderzijds gerelateerd aan persoonlijke en kwalitatieve doelen. De hoogte van de kortetermijn variabele beloning wordt doorgaans afgeleid van het vaste jaarsalaris. De langetermijnbeloningscomponenten worden voornamelijk toegekend in de vorm van optie- en/of aandelenplannen. De langetermijnbeloningen zijn vrijwel allemaal gekoppeld aan vooraf vastgestelde prestatiedoelen, die al dan niet aan de prestaties van de ondernemingen kunnen zijn gekoppeld. Doorgaans is de toekenning van opties en aandelen gerelateerd aan meetbare financiële doelstellingen.

In dit rapport wordt verslag gedaan van onderzoek in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, naar de relatie tussen het belonen van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen en de prestaties van deze ondernemingen. Het onderzoek is uitgevoerd door een onderzoeksgroep van de Rijksuniversiteit Groningen en Towers Perrin. De analyse is bedoeld om betrouwbare en overzichtelijke informatie te bieden over de inkomensontwikkeling van de bestuurders in Nederland en meer in het bijzonder het verband tussen deze inkomensontwikkeling en de prestaties en waardeontwikkeling van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. In het algemeen beoogt deze rapportage inzicht te verschaffen in de transparantie van het bezoldigingsbeleid, de vergelijkbaarheid van het beleid, de structuur en complexiteit van de feitelijke beloning en de intensiteit van de mogelijke relatie tussen de (veranderingen in de) bezoldiging van bestuurders en (de ontwikkeling in) de waarde van de onderneming.

Het onderzoek is gericht op de beantwoording van de volgende vragen.

- (a) Op welke wijze is de bezoldiging van de bestuurders van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen gestructureerd, welke argumenten liggen aan de vormgeving van de bezoldiging ten grondslag en in welke mate kan deze structurering worden verantwoord met behulp van wetenschappelijke inzichten ten aanzien van de bezoldiging van bestuurders? Deze vragen staan centraal in hoofdstuk twee.
- (b) Wat zijn de belangrijkste ontwikkelingen in de bezoldiging van bestuurders van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen mede in het perspectief van de internationale ontwikkelingen ter zake? Deze vraag komt hoofdzakelijk aan de orde in hoofdstuk drie.
- (c) Welke criteria worden gehanteerd bij de vaststelling van de diverse bezoldigingscomponenten en welke ontwikkelingen zijn in dit verband waar te nemen? Meer in het bijzonder, wat zijn de belangrijkste determinanten

van de bezoldiging van bestuurders en in welke mate behoren de prestaties van de vennootschappen tot de determinanten van de bezoldiging van bestuurders? Deze vragen komen aan bod in hoofdstuk vier van dit onderzoek.

- (d) Welke zijn de feitelijke ontwikkelingen in de verschillende bezoldigingscomponenten? De feitelijke ontwikkelingen zullen eveneens in hoofdstuk vier nader worden geanalyseerd.
- (e) Bestaat er een statistisch significant verband tussen de onder (c) onderscheiden criteria en de feitelijke hoogte van en de ontwikkeling in de verschillende bezoldigingscomponenten van de bezoldiging van de bestuurders van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen? Deze analyse staat centraal in hoofdstuk vijf.
- (f) Welke ontwikkelingen zijn zo mogelijk ten aanzien van de onder (e) gevonden relaties te onderkennen in de onderzochte periode en in het bijzonder, hoe sterk is de relatie tussen de bezoldiging van bestuurders en de bedrijfsprestaties? Eveneens in hoofdstuk vijf zal worden gezocht naar antwoorden op deze vragen.
- (g) Naast de hoogte en de structuur van de bezoldiging, alsmede de relatie met de prestaties van de onderneming, spelen vragen omtrent de feitelijke hoogte en redengeving van de hoogte van de vergoeding bij vertrek van bestuurders eveneens een belangrijke rol in het publieke debat omtrent de hoogte van de beloning van bestuurders. In hoofdstuk zes is een verkennend onderzoek uitgevoerd naar deze vragen omtrent van de vergoedingen bij vertrek van bestuurders.

Ter bestudering van de bovengenoemde onderzoeksvragen zal in hoofdstuk twee van dit onderzoek allereerst worden uitgelegd dat de arbeidsmarkt voor topmanagers nauwelijks lijkt op het ideaalbeeld dat in de economische leerboeken het vertrekpunt vormt. Derhalve biedt het klassieke model van vraag en aanbod betrekkelijk weinig aanknopingspunten voor de verklaring van de prijsvorming op deze markt. In de economische literatuur over de bezoldiging(sstructuur) van bestuurders is sprake van debat. Daarbij gaat het niet eens zozeer om de hoogte van de beloning maar meer over de beloningsstructuur, met name over de verhouding tussen het vaste en variabele deel van de beloning en de verhouding tussen de korte- en lange-termijn componenten van het variabele deel. Ten aanzien van de theoretische onderbouwing van de relatie tussen de bezoldiging van topbestuurders en de prestaties van de onderneming wordt doorgaans een beroep gedaan op het principaal-agent model. Deze theorie stelt dat de raad van commissarissen in opdracht van de aandeelhouders (*de principals*) de taak heeft door middel van efficiënte bezoldigingsvoorstellen, de meest gemotiveerde bestuurders aan te trekken, te motiveren en te behouden. Het probleem bij het ontwerp van efficiënte beloningscontracten is dat de belangen van bestuurders en beleggers uiteen kunnen lopen. Het beloningscontract biedt in dit perspectief mogelijkheden om de topbestuurders te motiveren de belangen van de aandeelhouders te laten prevaleren door hen van extrinsieke beloningsprikkels te voorzien. Anders gezegd, het efficiënte bezoldigingscontract minimaliseert de agentschapskosten (*agency costs*) door de beloning van topbestuurders afhankelijk te maken van de ondernemingsresultaten, voor zover die

de rendementen van de aandeelhouders beïnvloeden. Naast de principaal-agenttheorie is sprake van alternatieve theorievorming, de *managerial power* benadering (zie bijvoorbeeld, Bebchuk en Fried 2003). In deze theorie is het vertrekpunt dat niet de aandeelhouders of de raad van commissarissen namens de aandeelhouders, maar juist de topbestuurders zelf in samenspraak met de commissarissen de bezoldiging van bestuurders bepalen. De mogelijkheden van *rent seeking* door topbestuurders worden in dit verband begrensd door de zgn. *outrage costs*, dat zijn sociale kosten en kosten van reputatieverlies door bestuurders. De aanhangers van de laatste benadering zijn doorgaans van opvatting dat de hoogte van dergelijke kosten (aan de marge) niet opwegen tegen de prikkel om de bezoldigingscontracten te manipuleren in het belang van de topbestuurders. De conclusie vanuit deze benadering is dan ook dat de prestatieafhankelijke bezoldigingscontracten van topbestuurders niet de oplossing maar juist het belangrijkste probleem van de bezoldiging van topbestuurders vormen.

In lijn met de principaal-agentbenadering is de prestatieafhankelijke component van de bestuursbezoldiging belangrijk toegenomen in de afgelopen twee decennia, overigens met name in de Verenigde Staten maar ook in Nederland (zie bijvoorbeeld, Pilv en Gelpke 2005). Bij dit alles gaat het over de vraag hoe en in welke mate prestatiebeloningscontracten *ex ante* het gedrag van bestuurders beïnvloeden, c.q. sturen. De ingewikkelde theoretische vraag die hierbij aan de orde is, betreft de vraag in hoeverre de beloningscontracten de juiste prikkels (incentives) verschaffen. Conceptueel dient deze onderzoeksvraag nadrukkelijk te worden onderscheiden van de relatief eenvoudige vraagstelling van dit onderzoek, in hoeverre er een verband bestaat tussen de hoogte van de bezoldiging van de topbestuurders en de prestaties van de onderneming. Deze relatie tussen de bezoldiging van bestuurders en de bedrijfsprestaties kan empirisch worden onderzocht. Echter, omtrent de causaliteit (ofwel de “incentive”structuur) van een dergelijke relatie kunnen op grond van de theorie geen gefundeerde uitspraken worden gedaan.

Bij deze constatering dat een empirisch onderzoek naar de relatie tussen de bezoldiging van bestuurders en de prestaties van Nederlandse beurs NV's mogelijk is, behoren de volgende kanttekeningen te worden gemaakt. In de eerste plaats is het ten aanzien van het meten van de bezoldiging van belang, het in de literatuur gemaakte onderscheid tussen *flow* en *stock compensation* te hanteren (Hall en Liebman 1998; Conyon 2006). De *flow compensation* bestaat uit de beloning ontvangen gedurende een jaar, de *stock of total compensation* is de *flow compensation* plus de waardeverandering in de portefeuille van opties en aandelen die de bestuurder reeds in zijn bezit heeft. Uit onderzoek blijkt doorgaans een zwakke dan wel afwezige relatie tussen *flow compensation* en ondernemingsprestatie (Murphy 1999). De relatie tussen de *stock compensation* en bedrijfsprestatie is daarentegen sterker en in overstemming met de theorie (Hall en Liebman 1998). In Nederlands onderzoek heeft het effect van de waardeverandering van aandelen en opties op de bezoldiging van bestuurders tot dusver ontbroken (zie bijvoorbeeld van Praag, 2006). In het onderhavige onderzoek wordt een eerste poging gedaan om dit effect mee te nemen. In de tweede plaats moet worden opgemerkt dat daarbij slechts beperkt rekening gehouden wordt met het feit dat de waardering van bestuurders-opties anders is dan de waardering van op de beurs verhandelbare ‘call’-

opties. De methodiek om bij de waardering van opties en aandelen rekening te houden met de voorwaardelijkheid van toekenning of uitoefening, prestatiedoelen en dergelijke, is in dit onderzoek gebaseerd op een aantal meer of minder algemeen geaccepteerde vuistregels. Dit gesteld hebbende, dient eveneens te worden geconstateerd dat de theorievorming omtrent de wijze waarop met genoemde aspecten van voorwaardelijkheid bij toekenning dient te worden omgegaan, nog lang niet uitontwikkeld is. In de derde plaats moet worden opgemerkt dat niet alle doelen die aan bestuurders worden gesteld, gerelateerd zijn aan de (meetbare financiële) prestaties van de onderneming. Dergelijke persoonlijke doelen, die wel leiden tot (mutaties in) bezoldiging worden vanwege concurrentieoverwegingen zelden in de jaarverslagen opgenomen. In dit onderzoek zal alleen naar de relatie tussen bezoldiging en meetbare financiële prestaties van de onderneming worden gezocht.

Het onderzoek betreft zowel een exploratief als een formeel onderzoek naar de relatie tussen de beloning van de bestuurders en de prestaties van de onderneming. Het onderzoek is enerzijds kwalitatief beschrijvend (de onderzoeksvragen a, b, c en g), kwantitatief beschrijvend (onderzoeksvragen d en g) en kwantitatief analyserend (de onderzoeksvragen vragen e en f). Voor het beantwoorden van de verschillende onderzoeksvragen is gedetailleerde kwalitatieve en kwantitatieve informatie verzameld omtrent de bezoldiging van de leden van de Raden van Bestuur van 107 Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, de prestaties van de vennootschappen, de aan de bestuurders gestelde doelen en het door de vennootschappen gevoerde remuneratiebeleid in de periode 2002-2006. Alle gegevens zijn verzameld uit publieke bronnen, in het bijzonder de jaarverslagen van de onderzochte vennootschappen. Tot september 2002 waren de regels voor openbaarmaking van beloning aan de Raad van Bestuur zeer beperkt. Na de Wet op de openbaarmaking bezoldiging bestuurders (WOB) in september 2002 is sprake van een grotere transparantie van bezoldiging en aandelenbezit van bestuurders. De richtlijn van de Raad voor de Jaarverslaggeving maakt het mogelijk om na 2002 uit de toelichting op de jaarrekeningen informatie te verzamelen over de gedurende het boekjaar verstrekte cash beloning (inclusief emolumenten en pensioenvoorzieningen), bestaande optieregelingen, toegekende opties, op aandelen gebaseerde beloningsregelingen, uitgeoefende en vervallen rechten gedurende het jaar, en het bedrag aan leningen en garanties door de onderneming verstrekt voor financiering van het optieplan. Vanaf 2004 heeft de Nederlandse corporate governance code een verdere verbetering van de informatievoorziening teweeg gebracht².

Het onderzoek in de hoofdstukken vier, vijf en zes betreft nagenoeg alle AEX-, AMX- en AMSC-vennootschappen en een relevante selectie van lokale fondsen, die in de gehele steekproefperiode actief zijn geweest. De internationale vergelijking van bezoldigingselementen en -structuren van hoofdstuk drie is gebaseerd op de gegevens van de 25 tot 50 belangrijkste fondsen van een relevante selectie van Europese landen en

² Overigens concluderen marktpartijen als bijvoorbeeld Eumedion dat de informatievoorziening over het bezoldigingsbeleid nog immer voor verbetering vatbaar is (Eumedion, 2007). Ook zijn de voorgestelde *disclosure* regels van de SEC voor beursgenoteerde vennootschappen in de Verenigde Staten belangrijk meer gedetailleerd dan de huidige Nederlandse praktijk van rapportage ter zake de bezoldiging van bestuurders (zie <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-685.pdf>)

de Verenigde Staten. Bij de analyse van de verzamelde data in de hoofdstukken vier en vijf wordt de beloning van de voorzitter van de Raad van bestuur onderscheiden van de bezoldiging van de overige leden en worden zowel de hoogte als ook de jaarlijkse verandering van de verschillende bezoldigingscomponenten aan de prestaties van de ondernemingen gerelateerd.

2. Ex ante versus ex post bestuurdersbeloningen³

Geld maakt gelukkig. De uitdrukking dat geld niet gelukkig maakt klopt niet als afgegaan wordt op het experiment dat René Kahn, hoogleraar psychiatrie aan de universiteit van Utrecht en afdelingshoofd psychiatrie aan het Universitair Medisch Centrum Utrecht, beschrijft op pagina 131 in zijn boek 'Onze hersenen' (2007). Het vooruitzicht op geldelijk geluk zorgt voor een toename van de activiteit in de accumbens; het motivatiecentrum in de hersenen. Een geldelijk prikkel (lees: variabele beloning) kan dus gedrag sturen en motivatie bewerkstelligen. Of het resultaat van variabele bestuurdersbeloningen voor een organisatie uiteindelijk positief of negatief uitpakt, heeft te maken met de aard en omvang van deze prikkels.

Dit hoofdstuk vormt een algehele kwalitatieve introductie op het onderwerp bestuurdersbeloningen. Een goed begrip van de theoretische fundamenteën alsmede het praktische krachtenveld waarin de beloning van (top)bestuurders totstandkomt, kan bijdragen aan een adequate interpretatie van empirisch onderzoek en derhalve aan een constructieve maatschappelijke discussie over dit onderwerp. De literatuur is multidisciplinair van aard. Dit hoofdstuk richt zich in het bijzonder op de economische literatuur. Overigens zal niet één specifieke invalshoek centraal staan, maar wordt een eerste oriëntatie op de mogelijkheid van integratie gegeven waarmee tevens een grotere convergentie tussen theorie en praktijk wordt beoogd.

Indien sprake is van prestatiebeloning zijn twee momenten in de tijd van belang; het moment waarop de beloning in het vooruitzicht wordt gesteld (prikkelmoment) en het moment waarop de beloning feitelijk verkregen wordt (realisatiemoment). Op het eerstgenoemde moment wordt een verwachte beloningshoogte vastgesteld die hoger of lager kan worden op basis van de te leveren prestatie. Deze beloningshoogte is een 'richtprijs' voor het menselijk kapitaal dat de bestuurder ter beschikking stelt. Het vormt een optelsom van alle vaste beloningscomponenten (zoals basissalaris) en de verwachtingswaarde van de variabele beloningsvormen (zoals de verwachte waarde van de korte termijn bonus en de lange termijn beloning). Deze beloning wordt overeengekomen op het moment dat de bestuurder wordt aangetrokken en elk jaar (impliciet) herbevestigd of aangepast op basis van marktontwikkelingen. Aanzien het refereert aan de hoogte nog voordat er prestaties geleverd zijn, is sprake van de *ex ante beloning*. Binnen deze benadering drukt het *ex post beloningsniveau* de daadwerkelijk gerealiseerde / uitbetaalde beloning uit. Deze is gebaseerd op het al dan niet behalen van gedefinieerde doelstellingen en de (vooraf vastgestelde) uitbetalingsfunctie (hierin zit bijvoorbeeld de uitbetaalde bonus en gerealiseerde winsten op opties en / of aandelen).

Aangezien de werkelijke prestaties in ex ante beloning nog niet verdisconteerd zijn, is dit 'neutrale' beloningsniveau geschikt voor vergelijkingsdoeleinden (bijvoorbeeld met andere bestuurders of het volgen van de ontwikkeling door de tijd heen). Dit niveau kent minder fluctuaties dan de daadwerkelijk gerealiseerde ex post beloning. De variatie in ex

³ Dit hoofdstuk vormt een onderdeel van een breder Engelstalig proefschrift van Eric J.P. Engesaeth aan de Universiteit van Tilburg. De auteur dankt de leden van de onderzoeksgroep voor hun waardevolle commentaar op het eerste concept.

post beloningen is doorgaans groter, als gevolg van het mee ademen met de prestaties die geleverd zijn. Deze laatste is derhalve lastiger om op een neutrale basis te vergelijken aangezien een filtering van ondernemingsspecifieke factoren vereist is (geleverde prestaties, maatvoering prestatie maatstaven etc.). Externe peer group vergelijkingen worden doorgaans gebaseerd op ex ante beloningsniveaus. Publieke discussie vindt doorgaans plaats op basis van ex post beloning, niet altijd met even nauwkeurige verdiscontering van de genoemde factoren.

De rode draad van dit hoofdstuk wordt gevormd door de vraag wat een optimaal ex ante en ex post beloningsniveau is. Aangezien deze vraag niet eenduidig te beantwoorden is zal steeds worden ingezoomd op factoren en afwegingen die een rol spelen bij de totstandkoming hiervan ten einde een aantal basale karakteristieken van bestuurdersbeloningen te beschrijven. Op basis van een herformulering van Rosen (1992), dient de arbeidsmarkt voor bestuurders een adequate prijs te bepalen voor verschillende vormen van geïnvesteerd menselijk kapitaal (in relatieve en absolute zin). Hiermee dient zich een aantal aandachtspunten aan dat op basis van een voorbeeld kan worden verduidelijkt. Tabel 2.1 geeft de eerdergenoemde opsplitsing tussen ex ante en ex post beloningshoogte. Het verwachte beloningsniveau is relatief eenduidig, maar inzake feitelijk gerealiseerde beloning kan sprake zijn van diverse scenario's. Hier is gekozen voor 2 situaties waarbij in het ene geval sprake is van 'slechte ondernemingsresultaten' en in het andere geval van 'goede ondernemingsresultaten'.

Tabel 2.1
Illustratie ex ante versus ex post beloning

| | Ex post / gerealiseerde waarde – <i>slechte ondernemingsresultaten</i> | Ex ante / verwachtingswaarde van beloning | Ex post / gerealiseerde waarde – <i>goede ondernemingsresultaten</i> |
|---|--|---|--|
| Basissalaris (niet prestatie-afhankelijk) | € 1.000.000 | € 1.000.000 | € 1.000.000 |
| Jaarlijkse bonus | € 250.000 | € 500.000 | € 750.000 |
| Lange termijn beloning | € 500.000 | € 1.500.000 | € 2.500.000 |
| Totaal van directe componenten (som) | € 1.750.000 | € 3.000.000 | € 4.250.000 |

Tabel 2.1 suggereert dat er economisch gezien twee type problemen zouden kunnen ontstaan met de beloning van bestuurders:

1. Ex ante beloningshoogte: de totale hoogte van ex ante compensatie (hier € 3.000.000) is niet optimaal. Dit probleem kan voorts worden onderverdeeld in een absoluut en een relatief probleem. Indien bijvoorbeeld bestuurders met betere vaardigheden op een efficiënte manier worden gealloceerd aan (met name) de grootste ondernemingen en meer verdienen dan hun collega's bij kleinere ondernemingen zorgt het prijsmechanisme in deze markt voor een optimale allocatie van talent (relatieve prijzen reflecteren de schaarste van elk goed). Echter, het een en ander hoeft nog niet te beteken dat het beloningsniveau in absolute zin een juiste afspiegeling vormt van de intersectie van vraag en aanbod alsmede de uitkomst is van een optimaal onderhandelingsproces.

2. Ex post beloningshoogte: de structuur van het beloningscontract is geen resultante van een adequate afweging van belangen en kan niet worden getypeerd als een optimaal contract zoals beschreven in de literatuur. Arbeidscontracten met disfunctionele prikkels kunnen resulteren in inefficiënte ex post / gerealiseerde beloningsniveaus. De beloningshoogte van € 1.750.000 in het slechte scenario en € 4.250.000 in het goede scenario zou suboptimaal kunnen zijn. Gerelateerde vragen zijn onder meer: hoe dienen goede en slechte prestaties te worden gedefinieerd / hoe dienen doelstellingen te worden bepaald, welke prestatimaatstaven vormen een adequate afspiegeling van ondernemingsresultaten, wat is een optimale mix tussen prestatimaatstaven (korte versus lange termijn, absoluut versus relatief, boekhoudkundig versus marktgerelateerd etc.).

In de praktijk zijn de bovengenoemde twee vraagstukken gesepareerd in een discussie tussen 'hoeveel' en 'hoe'? Het eerste element refereert daarbij in eerste instantie aan het ex ante beloningsniveau. Het tweede element aan de structuur van het beloningscontract. Beide elementen leiden in combinatie uiteindelijk tot ex post beloning. De verdere indeling van dit hoofdstuk is op dit onderscheid gestoeld⁴. Paragraaf 2.1 gaat verder in op de arbeidsmarkt voor topbestuurders en zijn imperfecties. De totstandkoming van met name de ex ante beloningshoogte zal in deze paragraaf worden besproken. Paragraaf 2.2 gaat in op het fenomeen van prestatiecontracten. De theoretische onderbouwing van de vraag waarom variabele beloningsvormen bestaan zal worden gezien vanuit de (totnogtoe) dominante denkrichting in de literatuur; de optimale contracttheorie verankerd in de agentschap theorie (of 'agency theorie'). Er zal inzicht worden gegeven in de diverse elementen die bij het ontwerp van een variabel arbeidscontract dienen te worden afgewogen. Paragraaf 2.3 gaat in op de praktijkcontext waarin bestuurdersbeloningen totstandkomen. De gestileerde theoretische wereld van paragraaf 3 wordt hiermee aangevuld met elementen die in de praktijk een (belangrijke) rol spelen maar in de optimale contracttheorie niet (standaard) worden geïncorporeerd. Uiteindelijk zal in paragraaf 2.4 de rol van de bezoldigingscommissie worden besproken. Het belang van het goed functioneren van deze commissie wordt onderstreept door de importantie van het bestuurdersbeloningen proces (afwijkend van de optimale contracttheorie). Paragraaf 2.5 vat dit hoofdstuk samen en kent een aantal concluderende opmerkingen.

2.1 Arbeidsmarkt voor topbestuurders

De arbeidsmarkt bestaat in feite uit een groot aantal deelmarkten. Op elke deelmarkt komt prijsvorming voor een bepaald type arbeid tot stand op basis van capaciteiten, educatie en ervaring (in het kort: productiviteit) in het licht van de aanwending van dit menselijk kapitaal⁵. De deelmarkten zijn in feite een vertaling van het economische begrip 'schaarste'. Zelfs in een perfect competitieve markt (theoretisch ideaalbeeld) is

⁴ Hierbij dient gerealiseerd te worden dat de ex post beloningshoogte met name een ex ante vraagstuk is, aangezien op het prikkelmoment de prestatie-elasticiteit in het contract reeds wordt vastgelegd (afgezien van zaken als heronderhandeling en discretionaire bevoegdheid van de raad van commissarissen om de uit te betalen beloning aan te passen).

⁵ Pioniers op het gebied van de theorie van menselijk kapitaal zijn Theodore Schultz (o.a. 1960), Gary Becker (o.a. 1962) en Mincer (o.a. 1970).

dus sprake van beloningsverschillen. Een fabrieksarbeider verdient minder dan de bestuursvoorzitter van deze fabriek, op basis van dit schaarsteverschil.

Naast schaarste zorgt in de praktijk ook de mate waarin de deelmarkt afwijkt van het ideaalbeeld van de perfect competitieve markt voor de uiteindelijke prijsvorming. Prijsvorming op de markt voor topbestuurders komt enerzijds tot stand door een ‘onzichtbare hand’ zoals beschreven door Adam Smith (1776)⁶, die vraag en aanbod bij elkaar brengt en anderzijds door een ‘zichtbare hand’ van (in het bijzonder) de remuneratiecommissie binnen de raad van commissarissen⁷ op basis van een onderhandelingsproces met de kandidaat. De specifieke dynamiek van de arbeidsmarkt voor topbestuurders wijkt hiermee significant af van de markt voor bijvoorbeeld fabrieksarbeiders.

De vraag die ten grondslag ligt aan deze paragraaf is wat de basale karakteristieken zijn van het prijsmechanisme in de markt voor topbestuurders ten einde inzicht te krijgen in de totstandkoming van de ex ante beloningshoogte. In paragraaf 2.1.1 wordt vertrokken vanuit de aanname van een competitieve markt en wordt vraag en aanbod besproken alsmede marktverklaringen voor stijgingen in bestuurdersbeloningen. Paragraaf 2.1.2 verlaat het perspectief van de competitieve markt en laat zien dat sprake is van significante imperfecties. Paragraaf 2.1.3 maakt een vertaling naar concrete marktuitkomsten.

2.1.1 Vraag en aanbod

Vraagzijde

De vraagzijde van de markt wordt gevormd door ondernemingen die op zoek zijn naar nieuwe bestuurders. Aangezien zelfs de grootste ondernemingen in de economie slechts een handvol bestuurders kent is de vraag niet erg groot te noemen. De vraag is echter wel zeer stabiel in de zin dat, als gezocht wordt naar een bestuurder, de hoogte van de beloning niet snel aanleiding zal zijn om een bestuurder niet aan te nemen. De elasticiteit van de vraag (verandering in de vraag naar aanleiding van een verandering in het beloningsniveau)⁸ is over het algemeen klein. Jacobsen en Skillman (2004) onderscheiden in dit kader een substitutie- en een schaaleffect.

Ter illustratie zullen we hier het aansprekende voorbeeld van de CEO positie beschrijven. Als een onderneming op zoek is naar een nieuwe CEO zal deze niet snel worden

⁶ Adam Smith (1776) geeft te kennen dat het economische probleem efficiënt wordt opgelost door het prijssysteem, zonder bewuste richting.

⁷ Deze komt op zijn beurt overigens weer tot stand op basis van verschillende machtsverhoudingen (bijvoorbeeld ten aanzien van de bestuurders binnen de organisatie) en binnen het kader van diverse restricties (zoals cultuur van het land, corporate governance codes, fiscaliteit, reputatieoverwegingen, etc.).

⁸ Hicks (1966) en Marshall (1923) geven de Hicks-Marshall wetten van afgeleide vraag welke als volgt samengevat kunnen worden: de elasticiteit van de vraag naar een bepaald type arbeid is groter als: de prijs elasticiteit van de vraag naar het product dat geproduceerd wordt hoger is, indien andere productiefactoren de specifieke arbeidscategorie makkelijker kunnen vervangen, indien het aanbod van andere productiefactoren meer elastisch is, indien de kosten van de arbeidscategorie een groter deel van de totale productiekosten voor zijn rekening neemt.

afgeschrikt door een hoog beloningsniveau omdat geen sprake is van een substitutie-effect met andere productiefactoren. Met andere woorden, de CEO, die aan de top van de ondernemingspiramide staat, kan niet vervangen worden door bijvoorbeeld een automatiseringsproces, dat dikwijls wel invloed heeft op arbeid in de lagere echelons van de organisatie. Voorts is ook het zogenaamde ‘schaaleffect’ bijzonder klein. In algemene zin bepaalt dit effect hoeveel de vraag naar een bepaald product / dienst afneemt als deze in prijs toeneemt (en vice versa). Aangezien arbeid een afgeleide vraag is kan een stijging van de totale loonsom van een organisatie de uiteindelijke vraag naar het product via een prijsstijging doen dalen, waarmee uiteindelijk arbeidsplaatsen verloren kunnen gaan. De topman is hier grotendeels van gevrijwaard aangezien zijn beloning slechts een fractie vormt van de totale loonsom/kosten van de organisatie. Met name in grote beursgenoteerde ondernemingen heeft concurrentie op de afzetmarkt nauwelijks invloed op bestuurdersbeloningen aangezien het de concurrentiepositie van de organisatie in directe zin niet aantast⁹. Samenvattend, de elasticiteit van de vraagcurve is klein (met name voor de grootste ondernemingen binnen de economie) en voor een individuele onderneming is deze zelfs zo goed als perfect inelastisch voor de CEO positie. Als er sprake is van een vacante positie op dit niveau van de organisatie dient deze immers, zoals eerder besproken, te worden ingevuld. De hoogte van de beloning vormt niet snel een beperkende factor om een bestuurslid aan te trekken aangezien de vraagzijde van de markt doorgaans over voldoende financiële armslag beschikt. Stijgende beloningen leiden niet tot een minder grote vraag¹⁰. Hiermee wordt de (perceptie van de) aanbodzijde van de markt bijzonder belangrijk voor de uiteindelijke totstandkoming van de hoogte van de beloning.

Aanbodzijde

De aanbodzijde van de markt wordt gevormd door gekwalificeerde verkopers van menselijk kapitaal. Volgens Khurana (2002) wordt slechts een relatief kleine groep kandidaten in het proces onder de loep genomen. In vergelijking met een top marketing positie is de groep kandidaten voor de CEO positie al snel 10 keer zo klein. Dit is het gevolg van relatieve schaarste¹¹.

Aan de aanbodzijde van de markt wordt een individuele beslissing genomen om zich wel of niet beschikbaar te stellen. In hoeverre het aanbod stijgt als de beloning stijgt, kan dus worden teruggevoerd op de individuele afruil tussen werk en vrije tijd. Hierbij is sprake van een substitutie- en een inkomenseffect (Jacobsen en Skillman, 2004). Het eerste

⁹ Alleen in indirecte zin kan hiervan sprake zijn, bijvoorbeeld als gevolg van (publieke) verontwaardiging en de mogelijke kosten die hieraan verbonden zijn. Het concept van “outrage costs” zoals geformuleerd door Bebchuk and Fried (2004) in het boek “Pay without performance”. In deze lijn van redeneren zou een gepercipieerde onterecht hoge beloning van de CEO en/of andere bestuurders kunnen leiden tot verontwaardiging bij bijvoorbeeld toeleveranciers, die de prijzen als gevolg verhogen, klanten die besluiten ergens anders hun aankopen te doen, werknemers die hogere lonen eisen etc. In een dergelijk scenario zou de concurrentiepositie als gevolg van een gepercipieerde te hoge beloning van de topman wel degelijk onder druk kunnen komen te staan.

¹⁰ Op een zeker moment is er een omslagpunt waar te nemen, maar dit is vanuit bedrijfseconomisch oogpunt nog lang niet bereikt.

¹¹ Khurana (2002) merkt hierbij overigens op dat deze schaarste soms overdreven wordt en voor een deel een misperceptie kan zijn van de aanbodzijde van de markt als gevolg van het feit dat slechts zeer beperkte criteria worden gehanteerd in het selectieproces en dikwijls in “dezelfde hoek” wordt gezocht.

effect leidt bij een stijging van de beloning tot een stijging van de aangeboden uren werk (vrije tijd wordt in relatieve zin duurder) en het tweede effect tot een daling van de aangeboden uren werk (in absolute zin neemt het inkomen toe en dus hoeft men minder te werken). Op basis van het dominerende effect zal sprake zijn van een groter of kleiner aanbod bij een stijging van de beloning. Op het eerste gezicht doet deze afruil in de markt voor topbestuurders wellicht wat vreemd aan. Op urenbasis is deze vergelijking immers niet te maken (parttime CEO is niet dikwijls een vacante functie). Over een wat langere periode en gebaseerd op het aantal kandidaten dat beschikbaar is kan een dergelijke vergelijking wel inzicht geven in de problematiek of een hogere beloning ook uiteindelijk leidt tot een groter aantal gekwalificeerde kandidaten dat beschikbaar is. Het substitutie-effect zou er bijvoorbeeld voor kunnen zorgen dat bestuurders die relatief snel financieel onafhankelijk worden zich gaan toeleggen op andere activiteiten waardoor het aantal beschikbare kandidaten in de markt afneemt.

De verwachting is echter dat het inkomenseffect voor het grootste deel van de curve domineert en dat een hogere beloning zorgt voor een groter aanbod. De mate waarin het aanbod toeneemt is echter beperkt en afhankelijk van de aanbodelasticiteit, welke met name afhangt van beroeps- en geografische mobiliteit. Himmelberg en Hubbard (2000) geven te kennen dat met name voor grote complexe ondernemingen het aanbod relatief inelastisch is. Voor kleinere en minder complexe ondernemingen is dit in mindere mate het geval. Voor een indicatie van de geografische mobiliteit kan gekeken worden naar het aantal bestuurders van buitenlandse afkomst in Nederland, het aantal Nederlandse bestuurders in buitenlandse ondernemingen en naar analogie hoe dit uitpakt in andere landen. Alhoewel de markt voor topbestuurders een zeer internationale markt betreft, is nog geen sprake van een volledige “global market place”. Indicatief hiervoor zijn de nog immer grote beloningsverschillen binnen verschillende landen alsmede de landspecifieke kenmerken waarvan dit een reflectie is (corporate governance, cultuur, wetgeving, en andere contextuele elementen). De veel geciteerde studie van Conyon en Murphy (2000) laat bijvoorbeeld zien dat als het om beloningsverschillen tussen de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk gaat, respectievelijk sprake is van “de prins” en “de pauper”. Welke kwalificatie deze academici aan Nederland zouden geven blijft gissen, maar de recente “Worldwide Total Remuneration” studie van Towers Perrin (2005-2006) laat zien dat een typische CEO in de Verenigde Staten, binnen een onderneming van vergelijkbare omvang, meer dan het dubbele van een Nederlandse bestuursvoorzitter verdient. Hiermee voeren de VS deze lijst, waarin 26 grote landen over de gehele wereld zijn onderzocht, aan. Nederland neemt ongeveer een mediaanpositie in en China (Shanghai) is de hekkensluiter.

Samenvattend kan worden gezegd dat het aanbod van potentiële topbestuurders schaars is en de elasticiteit beperkt. Als de beloning van bestuurders omhoog gaat zullen meer mensen bereid zijn te investeren in hun menselijk kapitaal om de beroepsbarrière te slechten. Voorts zal er (in beperkte mate) ook meer geografische beweging bestaan richting de hogere beloning.

Verschuiving van vraag en aanbodcurve

In de literatuur bestaat een consensus tussen ‘vriend en vijand’ dat de beloning van topbestuurders over de afgelopen 10 jaar significant is toegenomen (Jensen en Murphy, 2004; Bebchuk en Grinstein, 2005). Arbeidsmarktgerelateerde verklaringen hiervoor zijn te vinden in verschuiving van vraag en/of aanbod curve. Verschuivingen in de vraagcurve kunnen het gevolg zijn van bijvoorbeeld:

- Vraag naar het product (of dienst) dat aangeboden wordt verschuift (arbeid is immers een afgeleide vraag)
- Geëiste menselijk kapitaal verandert¹²/productiviteit van arbeid verandert¹³

Verschuivingen in de aanbodcurve kunnen het gevolg zijn van bijvoorbeeld:

- Fundamentele veranderingen in gebruiken/samenstelling beroepsbevolking (emancipatie van vrouwen heeft er bijvoorbeeld voor gezorgd dat een groter arbeidspotentieel beschikbaar is, vergrijzing zorgt voor een tegengesteld effect)
- Veranderingen in alternatieve aanwending van menselijk kapitaal: als de beloning in andere (deel)markten stijgt zullen diverse bestuurders van baan veranderen. De “Calhoun-case”¹⁴ suggereert bijvoorbeeld het bestaan van mogelijkheden buiten de grote beursgenoteerde vennootschappen om meer te verdienen door alternatieve aanwending van menselijk kapitaal bij door ‘private equity’ partijen gedomineerde ondernemingen. Het een en ander kan op zijn beurt weer leiden tot een stijging van de beloning bij beursgenoteerde ondernemingen (Engesaeth & Spaans, 2007).
- Geografische mobiliteit kan eveneens zorgen voor een verschuiving van de aanbodcurve (als bij een gegeven beloningsniveau minder/meer mensen zich aanbieden). In individuele gevallen leidt het aantrekken van buitenlandse bestuurders naar de Nederlandse situatie dikwijls tot een hoger beloningsniveau dan gebruikelijk in dezelfde positie bij een andere onderneming in Nederland (dit geldt met name voor de bestuurders uit de Verenigde Staten). Als dit beloningsniveau voorts gebruikt wordt voor het bepalen van de beloning van de laatstgenoemde groep kan een algehele opdrijvende kracht worden verwacht.
- Een verandering van de niet-geldelijke aspecten van het werk zoals afbreukrisico. Een groter afbreukrisico als gevolg van toegenomen wettelijke/corporate governance bepalingen, media aandacht, publieke verontwaardiging etc. kan resulteren in een

¹² Murphy en Zábojník (2004) schrijven de stijgingen van bestuurdersbeloningen in de Verenigde Staten over de periode 1970-2000 toe aan de verandering in geëiste vaardigheden. Als gevolg van de toegenomen importantie van generieke management vaardigheden (financiële en accounting expertise, in staat zijn om fysiek en menselijk kapitaal aan te sturen) in tegenstelling tot ondernemingsspecifieke vaardigheden (kennis, contacten ervaring binnen een specifieke organisatie). Op basis van de assumptie dat de eerste door de markt beloond wordt en de tweede niet en in combinatie met de trend dat meer CEOs van buiten de onderneming worden aangetrokken zouden de stijgingen aldus verklaard kunnen worden.

¹³ Rosen (1992) beschrijft dat productiviteit met name voor de CEO positie van groot belang is aangezien de activiteiten van de CEO geometrisch vergroot worden binnen de organisatie (heeft effect op productiviteit van de gehele organisatie). Een klein beetje extra talent aan het roer kan door de schaalgrootte van de organisatie een enorme invloed op de output van de organisatie hebben (vergelijkbaar met het superstar effect zoals beschreven door Rosen, 1981). De meest getalenteerde individuen zouden dus in de grootste ondernemingen emplooi moeten vinden.

¹⁴ David Calhoun verliet General Electric om CEO te worden bij een significant kleinere onderneming VNU / The Nielsen Company (The Wall Street Journal, August 24, 2006).

stijgende marktprijs aangezien bij een zeker beloningsniveau minder kandidaten bereid zijn om het toegenomen risico te lopen (risicopremie neemt toe).

De bovenstaande bewegingen kunnen een marktcompetitieve verklaring bieden voor stijgingen van bestuurdersbeloningen. De eerder besproken relatieve inelasticiteit van vraag en aanbodcurve in deze markt kunnen als gevolg van verschuivingen leiden tot significante veranderingen (totnogtoe in de praktijk dikwijls 'verhogingen') in de marktprijs. Alhoewel veranderingen in vraag en aanbod een zeker gevoel kunnen geven voor generieke marktbevingen kunnen zij individuele beloningspakketten niet verklaren. Er is geen sprake van één marktprijs. Gomez-Meija en Wiseman (1997) observeren bijvoorbeeld grote verschillen in de beloning van bestuurders die in vergelijkbare ondernemingen werkzaam zijn en op eenzelfde niveau presteren¹⁵. Significante marktperfecties zijn de oorzaak hiervan en zullen in de volgende paragraaf nader worden besproken.

2.1.2 Imperfecties

De vorige paragraaf startte vanuit de aanname van een perfect competitieve markt. Prijsvorming in een dergelijk markt komt ondubbelzinnig tot stand als gevolg van een intersectie van de markt vraag- en aanbodcurve. Stijgingen zijn te verklaren door verschuivingen in deze curven. De structuur van de markt voor topbestuurder is echter niet vergelijkbaar met een dergelijke perfecte markt. Er zijn significante imperfecties die de markt een eigen dynamiek geven.

Tabel 2.2 geeft de karakteristieken van een perfect competitieve markt en geeft aan in hoeverre deze kenmerken van toepassing zijn op de markt voor topbestuurders (in het bijzonder CEOs). Tabel 2.2 laat zien dat het onderzochte arbeidsmarktsegment significante deviaties van het perfect competitieve model kent. Nu is dit feit op zich nog niet zo verwonderlijk aangezien de meeste markten in meer of mindere mate afwijken van dit theoretisch ideaalbeeld. Echter, in vergelijking met bijvoorbeeld de aandelenmarkt maar ook met het arbeidsmarktsegment van bijvoorbeeld fabrieksarbeiders kent de markt voor topbestuurders de grootste discrepantie (Engesaeth, 2007). Hiermee sluit de markt voor topbestuurders eerder aan bij krachten die bestaan voor unieke producten zoals topsporters, musici etc. Voor daadwerkelijk unieke producten bestaat, per definitie, geen markt.

¹⁵ Indien de ondernemingen inderdaad identiek zijn en de context evenzeer kan een verschil in beloningen onder meer verklaard worden door een verschil in 'human capital'. Zoals later in de tekst wordt besproken kan echter ook een sub-optimaal onderhandelingsproces de oorzaak hiervan zijn.

Tabel 2.2

Vergelijking van arbeidsmarktsegment voor topbestuurders met eigenschappen van de perfect competitieve markt

| | |
|--|--|
| Groot aantal kopers en verkopers | Niet van toepassing Relatief klein aantal kopers (ondernemingen die bestuurders zoeken) en verkopers (gekwalficeerde en beschikbare kandidaten). |
| Iedereen is prijsnemer: | Niet van toepassing In de praktijk is sprake van een onderhandelingsproces. De uitkomst van het onderhandelingsproces is (grotendeels) afhankelijk van de onderhandelingspositie en onderhandelingskwaliteiten. |
| Geen blokkering tot de markt/vrije toegang: | Niet van toepassing Het is moeilijk om de markt voor topbestuurders te betreden (in het bijzonder op de korte termijn als gevolg van barrières gerelateerd aan opleiding, ervaring, sociaal netwerk, etc.). Transactiekosten zijn bovendien hoog (bijvoorbeeld als gevolg van tekengeld en/of exit regelingen) |
| Er is sprake van perfecte informatie: | Niet van toepassing Hiervan is geen sprake. De markt is relatief ontransparant. Er is geen centrale marktplaats (vergelijk de aandelenmarkt). Informatie inwinnen is kostbaar. Bovendien: <ul style="list-style-type: none"> o Aanbodzijde: niet iedereen is altijd op de hoogte van het feit dat gezocht wordt naar een nieuw bestuurder (proces is vaak omgeven door discretie waarbij een openbare sollicitatie vaak wordt uitgesloten) o Vraagzijde: competenties, beloning en andere relevante gegevens van kandidaten zijn niet altijd beschikbaar en er is bovendien sprake van ruis o Informatie efficiëntie paradox: openbaarmaking van topinkomens kan via een 'social comparison treadmill' uiteindelijk resulteren in een grotere inefficiëntie. De economische richting die zich bezig houdt met datgene wat mensen gelukkig maakt (economics of happiness) is erover uit dat het relatieve en niet het absolute inkomen in dit licht van belang is (Layard, 2005; Graham, 2005). Dit kan leiden tot stijgingen in topbeloningen als gevolg van bestuurders die meer willen verdienen dan hun collega's bij andere ondernemingen, onafhankelijk van verschuivingen in aanbod danwel vraagcurve. |
| Factoren zijn homogeen | Niet van toepassing In het arbeidsmarktsegment zijn productiefactoren niet homogeen aangezien sprake is van verschillen in kennis, vaardigheden, charisma etc. Slechts als deze markt nog verder gesegmenteerd wordt zou een zekere mate van homogeniteit van toepassing zijn |
| Markt is in staat van equilibrium. Prijs-systeem is informatief and marktuitskomsten zijn Pareto optimaal (perfecte allocatie) | Prijs/beloningsniveau is niet erg informatief als gevolg van: <ul style="list-style-type: none"> o Imperfecte informatie (gekaracteriseerd door private informatie en ruis)¹⁶ o Transactiekosten zijn hoog o Arbeidsimobiliteit (tot op zekere hoogte is wel sprake van mobiliteit) o Er is geen mogelijkheid tot arbitrage waardoor verdere efficiëntie wordt uitgesloten |

¹⁶ Des te meer marktparticipanten geïnformeerd zijn des te informatiever is het prijssysteem (Grossman en Stiglitz, 1980). Bovendien, naarmate de kwaliteit van de informatie hoger is die in het bezit is van de diverse participanten des te informatiever is het prijssysteem. Met andere woorden: des te meer ruis des te slechter vormen beloningsniveaus een adequate afspiegeling van de onderliggende waarde.

Samenvattend is de operationele en informatie efficiëntie van de markt voor topbestuurders in elk geval beperkt¹⁷. In 1980 schreef de vermaarde econoom Fischer Black: “as a result of noise we are forced to act largely in the dark”. De contrastvloeiendheid in dit geval informatie. Een gebrek aan informatie (wat overigens niet volledig overeenkomt met een gebrek aan transparantie) maakt de overeengekomen beloningshoogte in individuele situaties lastig te beoordelen (gegeven de diverse imperfecties). De markt geeft geen eenduidig beloningsniveau voor een bepaalde bestuursfunctie en bovendien zijn er nauwelijks middelen om de efficiëntie van het onderhandelingsproces te duiden. In de volgende subparagraaf wordt verder ingegaan op dit proces en haar mogelijke uitkomsten (op metaniveau).

2.1.3 Marktuitsluitingen/concrete vertaling in beloningsniveaus

Gezien de imperfecties in de arbeidsmarkt voor topbestuurders is geen sprake van een eenduidig beloningsniveau. Onderhandeling biedt uitkomst, maar legt een zware verantwoordelijkheid op de schouders van de onderneming (dikwijls vertegenwoordigd door de remuneratie- en selectiecommissie). Deze houdt doorgaans een externe en interne referentie in gedachte bij het onderhandelingsproces (en houdt rekening met verdedigbaarheid richting ‘stakeholders’ mede gedreven door het vermijden van reputatieschade). De interne referentie wordt dikwijls gevormd door de andere bestuursleden en de managementlaag daaronder. De praktische vertaling van de externe markt gebeurt aan de hand van een arbeidsmarktreferentiegroep (peer group). De vraag die hierbij rijst is: wat is de relevante markt waarmee vergeleken dient te worden (zelfde of andere sector, binnenland of ook buitenlandse ondernemingen, grootte van de ondernemingen etc.)? Op basis van de interne en externe ankerpunten wordt de onderhandeling aangaan. In de literatuur is een fel debat ontstaan met welke intentie de (voor het gemak) bezoldigingscommissie dit type onderhandelingen ingaat. In de volgende paragrafen zullen dit vraagstuk en de onderliggende pijlers nader aan de orde komen. Op metaniveau, exploreren we twee mogelijke uitgangspunten; de commissie voert zijn werkzaamheden uit met goede intenties (in lijn met haar officiële taak/adequate afweging van belangen)¹⁸ danwel slechte intenties (in lijn met management ten koste van andere stakeholders). Echter, zelfs als sprake is van goede intenties kan een uiteindelijke suboptimale uitkomst niet worden uitgesloten, waardoor in tabel 2.3 drie rollen worden onderscheiden van de remuneratiecommissie met bijbehorende onderhandelingsuitsluitingen.

¹⁷ Tot op zekere hoogte kan adequate inmenging van de overheid leiden tot grotere efficiëntie. De wettelijk verankerde Nederlandse Corporate Governance Code is hiervan een voorbeeld. Een aantal imperfecties in deze markt zal echter altijd blijven bestaan aangezien de fundamentele karakteristieken niet in overeenstemming te brengen zijn met de perfect competitieve markt.

¹⁸ In feite is hier sprake van een simplificatie aangezien ook nog over de taakopvatting gediscussieerd zou kunnen worden. In de beschreven situatie wordt uitgegaan van een ‘stakeholder model’ waarbij lange termijn (aandeelhouders)waarde creatie de doelvariabele is (neoklassieke financieringsliteratuur).

Tabel 2.3
Overzicht mogelijke onderhandelingsuitkomsten

| Rol van de bezoldigingscommissie | Optimaal gegeven marktimperfecties | Suboptimaal |
|--|---------------------------------------|-------------|
| Goede intenties– effectieve onderhandeling | 1 (a,b) | |
| Goede intenties– ineffectieve onderhandeling | | 2 |
| Slechte intenties ('samenstelling met de kandidaat') | | 3 |

1. *Goede intenties– effectieve onderhandeling*: de bezoldigingscommissie doet wat van hem verwacht wordt. Er is sprake van een ‘arm’s length’ onderhandeling van het contract. Subcategorieën:
 - a) *Goede intenties– effectieve onderhandeling – uitkomst is binnen de huidige geobserveerde marktbeloningsniveaus*: aangezien niet één marktniveau bestaat kan de uiteindelijk beloning meer in lijn liggen met het onderste deel van de markt of het bovenste deel van de markt.
 - b) *Goede intenties– effectieve onderhandeling – uitkomst is hoger dan de huidige geobserveerde marktniveaus*: de uitkomst ligt boven de markt maar is niet noodzakelijkerwijs een inefficiënte uitkomst. De situatie kan het gevolg zijn van een groot risico van de menselijk kapitaal investering van het betrokken individu. Hoe hoger het risico des te hoger de geëiste risicopremie die betaald dient te worden om ervoor te zorgen dat de kandidaat bereid is in de arbeidsrelatie te investeren (bijvoorbeeld een onderneming in financiële problemen).
2. *Goede intenties– ineffectieve onderhandeling*: uitkomsten zijn suboptimaal als gevolg van onvoldoende onderhandelingsvaardigheden of het gevolg van een inefficiënt selectieproces waarbinnen de onderhandelingsmacht feitelijk bij de kandidaat is komen te liggen. Khurana (2002a, b) beschrijft het proces waarbinnen het aantal CEO kandidaten wordt gereduceerd tot een enkel individu waarmee vervolgens contractonderhandelingen worden gevoerd met de stellige intentie deze persoon vast te leggen. Jensen en Murphy (2004) geven te kennen dat dit een recept is voor het stelselmatig te veel betalen voor managementtalent¹⁹. Alhoewel getalenteerde CEOs schaars zijn, is in een dergelijk geval sprake van een situatie die lijkt op een bilateraal monopolie (Duffhues en Jobsen, 2007). Als de bezoldigingscommissie zich onnodig in een dergelijk situatie bevindt, kan dit leiden tot een onderhandelings situatie waarbinnen de prijs voor de diensten nauwelijks een rol speelt (Watson & Holman, 1977). De resultaten kennen geen relatie tot de marktprijs (c.q. bandbreedte van marktprijzen). In paragraaf 2.1 zagen we reeds dat de vraagzijde doorgaans ‘diepe zakken’ heeft. Een dergelijke onderhandeling kan het plafond aan marktprijzen verhogen en is extra kwalijk aangezien het bijdraagt aan de immer stijgende beloningsniveaus van andere bestuurders (indien de arbeidsmarktreferentiegroep van deze ondernemingen niet op een adequate manier wordt samengesteld)²⁰.

¹⁹ Indien “executive search bureaus” worden betaald op basis van een percentage van de overeengekomen beloningsregeling voor de bestuurder, gaat hiervan bovendien een perverse prikkel uit.

²⁰ De vaak gehoorde kritiek op ondernemingen die op het 75ste percentiel betalen is dat deze ondernemingen zorgen voor immer stijgende beloningen (“pay-ratchet effect”). Dit is echter niet het geval. Op de korte termijn kan sprake zijn van een algehele verhoging binnen de peer group (bijvoorbeeld als deze

3. *Slechte intenties / samenspanning*: uitkomsten zijn suboptimaal. In het boek “Pay without Performance” zijn Bebchuk & Fried (2004) van mening dat bestuurdersbeloningen niet gedreven worden door marktkrachten en een efficiënt onderhandelingsproces maar het resultaat is van een machtsspel tussen het management en de bezoldigingscommissie, waarbij de eerste de laatste op krachtige manier zou kunnen beïnvloeden te handelen in het belang van de raad van bestuur, ook als dit ten koste gaat van de aandeelhouder/andere belanghebbenden. Beloningspakketten zouden worden gekarakteriseerd door ‘camouflage’ en slechts beperkt worden door publieke verontwaardiging en de kosten die dit met zich meebrengt (“outrage costs”).

De vraag welke categorie in de praktijk het meest voorkomt, is op dit moment een interessante vraag voor empirici. Vooralsnog lijkt een eenduidig antwoord niet te bestaan, alhoewel de laatste categorie vaak als ongenueanceerd, en het onderliggende model als weinig inhoudelijk, wordt ervaren²¹. Een eenduidig ankerpunt ontbreekt vooralsnog om de onderhandelingsuitkomst mee te vergelijken en op basis waarvan uitspraken gedaan kunnen worden over de effectiviteit en intenties van het proces. Een arbeidsmarktreferentiegroep (peer group) kan een zekere legitimering van beloningsuitkomsten verschaffen maar is niet de heilige graal op dit gebied:

- Homogeniteit van peer vergelijking is beperkt. Steeds is sprake van een specifieke onderneming, die een specifiek individu aanneemt binnen een specifieke context. Dit levert dus relatief unieke investeringscombinaties op van menselijk kapitaal die lastig onderling te vergelijken zijn.
- De arbeidsmarktreferentie geeft een geheel van marktgetallen die op hun beurt weer het resultaat kunnen zijn van een optimaal of suboptimaal onderhandelingsproces, te scharen onder één van bovengenoemde categorieën. Zonder inzicht in de aard van de vergelijking (optimaal versus suboptimaal) kan een marktvergelijking nauwelijks dienen om de onderhavige onderhandelingsituatie op efficiëntie te beoordelen (cirkelverwijzing).
- Arbeidsmarktreferentie geeft geen houvast in specifieke situaties waarin bijvoorbeeld het beloningsniveau dat overeengekomen wordt boven de huidige markt bandbreedte ligt. Zoals besproken in categorie 1b betekent dit overigens niet a-priori dat de uitkomst niet optimaal te noemen is gegeven de specifieke situatie (zie categorie 1b).

Aangezien de wetenschap op dit moment niet een eenduidig instrument biedt om de ex ante beloningshoogte op zijn merites te beoordelen zou aandacht voor het ontwikkelen van een dergelijk ankerpunt, bijvoorbeeld op basis van een risico-rendement model aandacht verdienen²².

onderneming ervoor zorgt dat de mediaanwaarde stijgt). Echter doordat het ‘marktplafond’ niet wijzigt zal op de lange termijn geen stijgingen meer waarneembaar zijn. Ondernemingen die echter het plafond van de markt verhogen dragen bij aan immer stijgende beloningen indien andere ondernemingen (soms op verkeerde gronden) zich hiermee vergelijken.

²¹ Zie bijvoorbeeld Murphy (2002)

²² Zie ook Duffhues en Jobsen (2006) en Engesaeth (2007).

Nu een aantal aandachtspunten besproken zijn met betrekking tot de vaststelling van de ex ante beloningshoogte zal in de volgende paragraaf de beloningsstructuur besproken worden die uiteindelijk leidt tot de daadwerkelijk gerealiseerde of ex post beloning. Paragraaf 1.2 gaat met name in op de optimale contracttheorie die een antwoord heeft trachten te vinden op de vraag hoe een optimaal prestatiecontract vormgegeven dient te worden.

2.2 Prestatiecontracten

Het gewicht van de variabele beloningscomponent in arbeidscontracten van topbestuurders is over de afgelopen jaren significant toegenomen (“Towers Perrin Worldwide Total Remuneration Report” 2005-2006). Over de periode 1998-2005 is voor een typische Nederlandse CEO (zoals beschreven in het rapport) de bonus toegenomen van 24% naar 55% en voor de lange termijn beloning is dit 17% naar 40% (alle getallen als percentage van het basissalaris). Nederland loopt hiermee niet voorop aangezien deze ontwikkeling zich wereldwijd heeft voorgedaan en binnen sommige landen ook nog eens een stuk agressiever²³. Aangezien een groter gewicht toegekend wordt aan variabele beloning is het belang van een adequate structuur evident. De aandachtspunten, zoals beschreven in de introductie van dit hoofdstuk, dienen hierbij in het achterhoofd gehouden te worden. De vraag die we in dit verband zullen bespreken is waarom überhaupt sprake is van een variabele beloningscomponent en welke afwegingen een rol spelen bij optimalisatie. Deze paragraaf staat met name in het teken van agentschap theorie (in het vervolg: agency theorie) en in het bijzonder optimale contracttheorie aangezien deze stroming de afgelopen 30 jaar dominant is geweest in de literatuur. Aangenomen wordt dat een representant van de aandeelhouder (bijvoorbeeld de voorzitter van de bezoldigingscommissie) een optimale contractonderhandeling voert met de aan te trekken bestuurder waarbij het doel van de organisatie lange termijn waardecreatie voor de residuele claimhouder (aandeelhouder) is. Paragraaf 2.3 zal meer oog hebben voor recente ontwikkelingen en de gestileerde wereld van de huidige paragraaf verlaten ten einde theorie en praktijk beter op elkaar aan te laten sluiten.

2.2.1 Agency probleem

Toen aan het begin van de vorige eeuw ondernemingen steeds groter werden en de financiers van deze ondernemingen steeds verder af kwamen te staan van de leiding was binnen de toenmalige industriële organisatie het principaal-agent probleem op grote schaal geboren. Dit probleem dat door Berle en Means (1932) geïdentificeerd werd, is door Jensen en Meckling (1976) geformaliseerd en toegespitst op het agency probleem; het vraagstuk dat betrekking heeft op het geven van de juiste prikkels om het management te stimuleren alle voor de onderneming relevante positieve netto contante waarde projecten te ontdekken en uit te voeren en zich niet in te laten met suboptimale of zelfs waardevernietigende activiteiten zoals:

- Verminderde inzet
- Verkwisten van ondernemingsbronnen
- Meer investeren dan optimaal is (“overinvestment problem / empire building”)

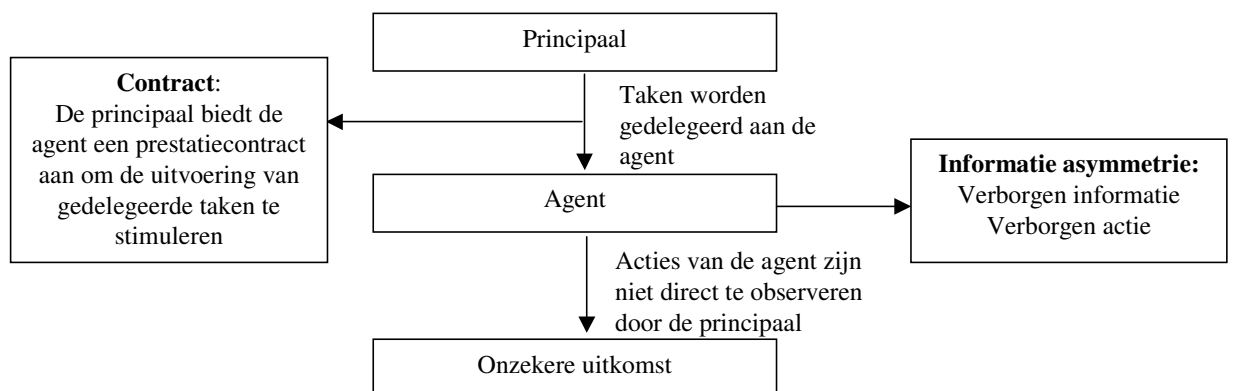
²³ Zie ook hoofdstuk 3.

- Minder investeren dan optimaal is (“underinvestment problem”)

De initiële insteek was erop gericht de kosten die gerelateerd zijn aan het agency probleem te verkleinen op basis van de kapitaalstructuur²⁴. In de jaren ‘70 ontstond echter ook contracttheorie als antwoord op een aantal problemen waarmee de meer generieke evenwichtstheorieën geen rekening konden houden, zoals het bestaan van verborgen informatie (Salanié, 1997). Het contract als mitigerende factor van het agency probleem werd omarmt en heeft, zoals gezegd, de laatste 30 jaar de literatuur gedomineerd. Figuur 2.1 geeft een samenvatting van het agency probleem:

Contractonderhandelingen waarbij sprake is van asymmetrische informatie, kunnen in een speltheoretische setting nagebootst worden. Zoals te zien in Figuur 2.1 kan de informatieasymmetrie betrekking hebben op wie de agent is/capaciteiten die hij bezit (verborgen informatie: “adverse selection/signalling models”) of wat de agent doet (verborgen actie: “moral hazard”). Bij het aantrekken en aanhouden van een bestuurder spelen beide problemen sequentieel een rol.

Figuur 2.1
Basaal agency probleem



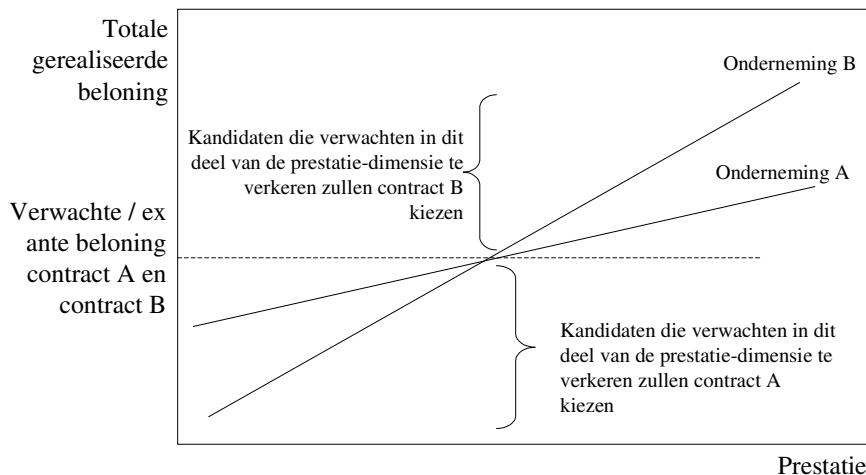
Verborgene informatie

Verborgene informatie kan problematisch zijn bij het selecteren van een kandidaat voor bijvoorbeeld de CEO positie aangezien het de beantwoording van de vraag, in hoeverre de kandidaat geschikt is voor de positie, bemoeilijkt. Doordat de gevolgen van het aannemen van de verkeerde kandidaat bijzonder prangend zijn, zal alles in het werk gesteld worden om een dergelijke situatie te voorkomen, bijvoorbeeld door het intern

²⁴ Meer vreemd vermogen betekent een grotere discipline en zou verkwisting van ondernemingsbronnen tegengaan. Te veel vreemd vermogen kan echter leiden tot een groter risico op faillissement en uiteindelijk een prikkel om (zeer) riskante projecten te ondernemen die, indien succesvol, aandeelhouders belonen en indien falen, vreemd vermogensverschaffers schaden. De optimale structuur is daar waar deze tegengestelde effecten geoptimaliseerd worden (marginale opbrengst van minder verkwisting gelijk is aan marginale kosten die gepaard gaan met het veroorzaken van riskant ondernemingsgedrag). Zie onder meer Jensen en Meckling (1976), Jensen (1986) en Stulz (1990).

opleiden van de toekomstige CEO. Bij het aantrekken van een CEO van buiten de onderneming wordt gelet op diverse signalen vanuit de aanbodzijde van de markt (zoals educatie en ervaring) om de informatieasymmetrie te verkleinen²⁵. Toch blijven zaken als (toekomstige) risicoaversie en inspanningsafkeer moeilijk te achterhalen. De vorm van het contract kan gedeeltelijk soelaas bieden door een zelfselectie mechanisme in te bouwen. Door het aanbieden van een bepaald type contract kan worden gestimuleerd dat de kandidaat met het juiste profiel zichzelf selecteert in het proces en degene met het verkeerde profiel zal afhaken. Figuur 2.2²⁶ geeft een voorbeeld van een contract met hetzelfde ex ante beloningsniveau maar met een zeer verschillende ex post beloning. Het aanbieden van het meer risicovolle contract B zal een ander type bestuurder aantrekken²⁷. Het meer risicovolle contract B zal gekozen worden door kandidaten die verwachten in het bovenste deel van de figuur te zitten (betere prestaties). Verwachtingen zijn gebaseerd op een combinatie van eigen kunnen en de potentie van de onderneming. Een individu met grotere risico of inspanningsafkeer zal eerder geneigd zijn voor een onderneming met contract A te kiezen, welke een meer stabiele uitbetaling kent (lagere “pay-for performance” verhouding).

Figuur 2.2
Zelfselectie in geval van verborgen informatie (“adverse selection”)



Verborgene actie

Naast het probleem van verborgen informatie bestaat het probleem van verborgen actie waarover de agency theorie zich voornamelijk buigt. Het gaat hierbij om het construeren van een contract met optimale prikkels om de belangen van de agent zoveel mogelijk op één lijn te brengen met die van de principaal zodat agency kosten worden

²⁵ Akerlof (1970) laat zien dat markten bijzonder slecht kunnen functioneren als de geïnformeerde partij geen mogelijkheid heeft om de kwaliteit van het product dat hij verkoopt kenbaar te maken aan de niet geïnformeerde partij (hierbij kan gedacht worden aan de markt voor tweedehands auto's).

²⁶ Gebaseerd op Jensen (2003) pagina 402.

²⁷ Een contract dat kenmerken heeft van alternatief B wordt typisch aangeboden door ondernemingen die door private equity huizen worden gedomineerd. De bestuurder loopt doorgaans een groter risico, bijvoorbeeld door het inkopen van aandelen, maar heeft een veel groter beloningspotentieel.

geminimaliseerd. Diverse afwegingen spelen hierbij een rol. De volgende subparagraaf geeft een kort overzicht van de historische ontwikkelingen op dit gebied.

2.2.2 Historische ontwikkelingen optimale contracttheorie (verborgen actie)

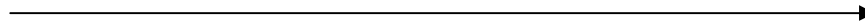
In onderstaande Figuur 2.3 wordt een overzicht gegeven van de ontwikkelingen op het gebied van de optimale contracttheorie over de afgelopen 30 jaar²⁸: De ontwikkeling kenmerkt zich door steeds beter de praktijksituatie te benaderen²⁹.

Figuur 2.3

Ontwikkeling contracttheorie op het gebied van verborgen actie (“moral hazard”)

| Eendimensionaal probleem: | Meerdimensionaal probleem: | Geavanceerd probleem: |
|--|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ■ Onzekerheid & asymmetrische informatie ■ Complete contracten ■ Enkele taak ■ Enkele agent ■ Enkele periode | <ul style="list-style-type: none"> ■ Onzekerheid & asymmetrische informatie ■ Complete contracten ■ Meervoudige taken ■ Meerdere agenten ■ Meerdere perioden | <ul style="list-style-type: none"> ■ Onzekerheid & asymmetrische informatie ■ Incomplete contracten ■ Observeerbare maar niet verifieerbare informatie ■ Meerdere aspecten |

Mate van verfijning – meer in lijn met praktijkomstandigheden



Eendimensionaal probleem (jaren '70 en '80)³⁰

Binnen het typische eendimensionale probleem is de belangrijkste afweging, die tussen vast salaris (verzekering) versus variabele beloning (risico). De aandeelhouder is de principaal en deze verlangt optimalisatie van aandeelhouderswaarde (dus na aftrek van de beloning van de agent). Onder de aanname dat meer variabele beloning in een grotere inspanning resulteert wil de principaal de agent voor een zo groot mogelijk deel variabel belonen. De agent zal een groter deel in variabele compensatie toestaan naarmate de volatiliteit van ondernemingsprestaties kleiner is en naarmate de agent een kleinere risico- en inspanningsafkeer heeft. Zoals in figuur 2.1 te zien was, is de uitkomst onzeker. Op basis van de ruis die deze bevat is niet met zekerheid vast te stellen of de prestatie het resultaat is van het harde werken van de agent of dat andere factoren een belangrijke rol hebben gespeeld. Prestatiemaatstaven worden binnen de eerste agency modellen dan ook geselecteerd op basis van de vraag in hoeverre zij informatief zijn over de inspanning die geleverd is door de agent (Holmström, 1979). Hiermee is ruimte gecreëerd voor de introductie van andere maatstaven, naast de aandelenprijs. Ook de aanbeveling dat managers beloond moeten worden op basis van hun relatieve in plaats van hun absolute prestatie komt uit deze tijd en gedachtegang (Holmström, 1982a). Binnen de AEX ondernemingen is dit overigens steeds vaker het geval door de introductie van relatieve

²⁸ Voor een compleet beeld wordt op deze plaats verwezen naar Bolton en Dewatripont (2005).

²⁹ De ironie hierbij is overigens dat de modellen, als gevolg, steeds complexer worden en hierdoor, naar alle waarschijnlijkheid, minder snel ingang zullen vinden in de praktijk.

³⁰ Genoemde periode geeft steeds een indicatie voor het tijdsgewricht waarin fundamentele ontwikkelingen binnen een bepaalde stroming hebben plaatsgevonden. Overigens worden tot op de dag van vandaag artikelen gepubliceerd binnen alle categorieën.

aandeelhoudersrendement plannen ('Relative Total Shareholder Return') met name in de lange termijn beloningscomponent (Haanen, Maas & Triest, 2006).

Meerdimensionaal probleem (jaren '80 en '90)

Binnen het meerdimensionale probleem wordt erkend dat variabele beloning niet slechts dient voor het 'harder laten lopen' maar dat de juiste richting zo mogelijk nog belangrijker is³¹. Aangezien een bestuurder uit een bijna ongelimiteerde actieset kan kiezen, dient variabele beloning ervoor te zorgen dat die acties gekozen worden die waardeverhogend in plaats van waardeverlagend zijn (Holmström en Milgrom, 1991; Lazear, 1989; Baker, 1992; Feltham en Xie, 1994; Murphy, 1999). Rekening gehouden dient te worden met het feit dat als één actie gestimuleerd wordt (bijvoorbeeld door de resultaten op dat gebied geldelijk te belonen) een andere actie daarmee minder aandacht zal krijgen. De oplossing zit ofwel in het stimuleren van het laatste of het wegnemen van de prikkels op het eerste resultaatgebied (en in zo'n geval dus volledig af te zien van variabele beloning). De verwachting is dus dat variabele beloning aan gewicht toeneemt naar gelang de kwaliteit van de prestatie maatstaven hoger is. Aangezien veel boekhoudkundige maatstaven wel beïnvloedbaar zijn maar niet volledig in lijn zijn met het doel van de organisatie (Baker, 2002) wordt vanuit bovenstaande theorie dan ook verwacht dat bonuspercentages bescheiden zijn, dikwijls meerdere prestatie maatstaven zullen worden gehanteerd om een juiste balans te vinden en dat de uitbetalingscurve lineair is (Holmström en Milgrom, 1987). Voorts dient te worden gerealiseerd dat objectieve maatstaven nooit alle waardeveranderende acties kunnen meten. Het gebruik van subjectieve maatstaven in aanvulling op objectieve maatstaven kan optimaal zijn wanneer ruis verlaagd kan worden of een grotere overeenstemming kan worden bereikt met het doel van de principaal (Baker, Gibbons en Murphy, 1994).

In aanvulling op het bovenstaande, beschouwt het meerdimensionale probleem ook de situatie van meerdere agenten en van meerdere tijdsperioden. In het eerste geval wordt de hoogte van de beloning van bijvoorbeeld de CEO gezien als de prijs voor het winnen van het toernooi dat is uitgeschreven door de onderneming. Een hoge premie op de CEO positie zou een positieve invloed op de productie van ondergeschikten hebben aangezien zij gebrand zullen zijn om dezelfde positie in te nemen. Het beloningsniveau is in mindere mate direct gerelateerd aan de output van de CEO zelf (Lazear en Rosen, 1981; Rosen, 1986). In het meerperioden model worden onder meer de prikkels meegenomen die carrièreoverwegingen met zich meenemen (Fama, 1980; Holmström, 1982b, Gibbons en Murphy, 1992; Dewatripont et al, 1999). Vaak wordt aan het begin van de carrière 'te hard gewerkt' en aan het einde 'niet hard genoeg'. In het eerste geval is prestatiebeloning minder noodzakelijk aangezien de agent gedreven wordt door het carrièreperspectief. In het tweede geval kan prestatiebeloning bijdragen aan een oplossing van het horizon probleem, in het bijzonder voor agenten aan de top van de ondernemingspiramide (er is

³¹ Kaplan (1984) geeft te kennen dat moderne managers niet erg inspanningsafkerig zijn. Ze werken eerder te hard dan te weinig (ook gezien de monitoring door medebestuurders, raad van commissarissen, aandeelhouders, analisten en pers). Het nemen van de juiste investeringsbeslissingen en het trotseren van diverse risico's zou de uitdaging van het agency probleem zijn. In dit kader kan in sommige gevallen overigens het gebruik van opties soelaas bieden, aangezien het tot een meer optimale risicopositie afstemming kan leiden met aandeelhouders, waar aandelenbeloning juist het nemen van risicovolle maar positieve netto contante waarde projecten kan afremmen.

nauwelijks nog sprake van carrièreperspectief)³² of die over korte tijd met (vroeg)pensioen gaan. Voorts is binnen het meerperioden model aandacht voor zaken als de mogelijkheid tot heronderhandeling van contracten (te denken valt bijvoorbeeld aan het herprijzen van aandelenopties³³) en de veranderende situatie wanneer bestuurders over een zekere periode vermogen hebben opgebouwd en hierdoor aan de ene kant wellicht minder goed te motiveren zijn maar aan de andere kant open staan voor een ander soort prikkels, gezien de afgenomen risico aversie.³⁴

Geavanceerd probleem (jaren '90 tot nu)

Binnen het hier zogenoemde 'geavanceerde probleem' is sprake van een methodologische breuk, aangezien uitgegaan wordt van incomplete contracten in plaats van complete contracten. De meest contracten in de praktijk zijn incompleet. Niet alle omstandigheden zijn volledig gedetailleerd en vastgelegd. Twee voorbeelden van incompleetheid: omissie van exacte definities van prestatie maatstaven (worden onvoorzien omstandigheden eruit gefilterd, op welke manier etc.), en de discretionaire bevoegdheid van de raad van commissarissen (in veel contracten heeft de raad van commissarissen een discretionaire bevoegdheid om aandelen en/of opties onconditioneel te laten toevallen aan bestuurders bijvoorbeeld in het geval de onderneming wordt overgenomen). Binnen het model van incomplete contracten wordt de onderneming typisch gezien als een samenbundeling van eigendomsrechten (Grossman en Hart, 1986; Hart en Moore, 1990; Aghion en Bolton, 1992)³⁵. Gezien het feit dat contracten niet compleet zijn kan de gecreëerde waarde van de organisatie op een later tijdstip heronderhandeld worden. Bestuurders die bang zijn dat dit zal gebeuren zullen minder relatie-specifieke investeringen ondernemen (investeringen die slechts in de specifieke situatie tot wasdom komen en hun waarde verliezen bij beëindiging van de relatie). Deze vorm van onderinvestering ("hold-up problem") is schadelijk voor de relatie aangezien de totale waarde van de relatie groter is indien deze investeringen wel ondernomen worden. Het bezit van eigendomsrechten (aandelen) door de agent kan dit probleem mitigeren. Duffhues (2000) beschrijft bovendien de waarde van opties om economisch eigendom van toekomstige waardeontwikkeling tussen principaal en agent te regelen.

Kort gezegd bestaan er dus twee problemen ten aanzien van bestuurders waarbinnen variabele beloning een rol speelt terzake van de oplossingsrichting:

³² Overigens zal voor diverse bestuurders ook nog sprake zijn van 'career concerns' zoals aangetoond door Brickley, Linck en Coles (1999) voor de Amerikaanse Fortune 500 markt. Beter presterende bestuurders worden sneller gevraagd voor 'commissariaten'.

³³ Hoewel "re-pricing" niet snel zal worden toegejuicht laten Acharya, John en Sundaram (2000) zien dat het op een lager niveau bijstellen van de uitoefenprijs niet altijd suboptimaal hoeft te zijn, als de positieve prikkel die er vanuit gaat groter is dan het negatieve effect op de initieel verschaft prikkel (bezien van een ex ante vertrekpunt).

³⁴ Een voorbeeld van een empirisch onderzoek is Becker (2006) die Zweedse CEOs onderzocht en concludeert dat voor individuen met een groter financieel vermogen de mogelijkheid bestaat om sterkere prikkels te geven in lijn met agency theorie en reductie in risico aversie.

³⁵ Jensen en Meckling (1976) definieerde de aandeelhouders / eigenaren in termen van rechthebbenden op de overgebleven kasstromen van de onderneming. Grossman en Hart (1986) zien de eigenaren als rechthebbenden van de activa van de onderneming die anderen kunnen uitsluiten van het gebruik van deze activa.

1. Het traditionele agency probleem als gevolg van een scheiding tussen leiding en eigendom: variabele beloning dient verkwisting en verminderde inzet te ontmoedigen, en het nemen van de juiste, soms risicovolle, investeringen te stimuleren (antwoord op het probleem van financieel kapitaal onder- alsmede overinvesteringen)
2. Menselijk kapitaal onderinvestering probleem: waarbinnen variabele beloning dient om bestuurders te stimuleren relatie-specifieke investeringen te ondernemen die voor beide partijen waardevol zijn (economisch eigendom verschaffen aan bestuurders van een deel van de toekomstige waardeontwikkeling).

Tot op zekere hoogte zijn de twee problemen ook communicerende vaten. Zo zal in een onderneming met verspreid eigendom het management een zekere macht hebben om de onderneming te sturen soms (gedeeltelijk) ten koste van de aandeelhouder. Dit is vanuit het agency perspectief een kwalijke zaak maar kan aan de andere kant juist het ondernemen van relatie-specifieke investeringen stimuleren (aangezien de bestuurder verwacht een deel van de toekomstige waardeontwikkeling te kunnen toe-eigenen wat dus niet slechts onvoordelig voor de aandeelhouder is gezien de afname van het ‘hold-up problem’). In ‘human-capital’ intensieve ondernemingen of bestuurders die als persoon essentieel zijn voor de organisatie kunnen relatie-specifieke investeringen zelfs omslaan in een machtspositie voor de betrokkene, aangezien deze kan dreigen met het nemen van ontslag en hiermee de waarde van de relatie en dus de organisatie (sterk) in negatieve zin kan beïnvloeden.

2.2.3 Structuur prestatiecontract

Op basis van de ontwikkelingen in de literatuur rijst de vraag welke structuur een prestatiecontract nu feitelijk dient te hebben. Wat voor typen maatstaven dienen te worden gebruikt en in welke verhouding, hoe groot is het variabele deel van de compensatie, welke vehikels voor uitbetaling dienen te worden gebruikt, hoe dienen doelstellingen (targets) te worden gezet, etc.? De literatuur heeft op dit gebied relatief weinig voorschriften die voor elke onderneming en in elke situatie gelden en leert dat op basis van de specifieke casus individuele afwegingen gemaakt dienen te worden om een optimaal contract vorm te geven. Dit maakt de taak voor de bezoldigingscommissie dan ook extra lastig (eveneens omdat een aantal agency parameters zoals inspanning- en risico-afkerigheid zeer lastig te kwantificeren zijn). Het volgen van wat andere ondernemingen doen (marktpraktijk) of het toepassen van bepaalde aanbevelingen die in het publieke domein voor bestuurdersbeloningen zijn gepubliceerd³⁶, kan helpen bij de gedachtevorming (en wellicht bij het voorkomen om op een negatieve manier op het radarscherm te verschijnen) maar ontslaat de remuneratiecommissie niet van haar taak om de juiste afwegingen in de specifieke situatie te maken. Hieronder volgen concreet een aantal afwegingen vanuit het agency perspectief.

³⁶ Jensen en Murphy (2004) geven in hun praktijkgerichte studie 38 aanbevelingen voor het ontwerp van beloningscontracten. Voorts heeft in Nederland, Eumedion (2006) 30 aanbevelingen op het gebied van bestuurdersbezoldiging geformuleerd (waaronder 1 ten aanzien van de beloning van ‘non executives’).

Mate van variabele beloning / verhouding boekhoudkundige versus marktwaarde gerelateerde maatstaven

Er is in de literatuur veel geschreven over prestatie maatstaven en hun verhouding. Een eenvoudig bestuurdersbeloningenmodel kan om te beginnen inzicht geven in de afruil die bestaat bij het bepalen van deze verhouding. In onderstaand voorbeeld wordt de CEO afgerekend op een combinatie van winst en de aandelenprijs (Bolton en Dewatripont, 2005 paragraaf 4.6.1). De acties (a) van de CEO beïnvloeden zowel de winst (q) als de marktwaarde van de organisatie (P). De prestatie-indicatoren zijn normaal verdeeld alsmede de ruis term. De covariantie tussen winst en de aandelenprijs is gelijk aan “ σ_{qp} ”. The CEO is risico avers (η is de coëfficiënt van constante absolute risico aversie – CARA) en heeft een persoonlijke kosten van inzet gelijk aan “c”³⁷. De principaal is risico neutraal (als gevolg van diversificatie). De CEO krijgt een lineair beloningspakket:

$$w = t + sq + fP \quad [2.1]$$

Waar:

- t = basissalaris (onafhankelijk van prestaties)
- s = deel van de winst dat de CEO als bonus ontvangt
- f = deel van de marktkapitalisatie (aandelenbezit) dat de CEO krijgt

Gebaseerd op een lange termijn belegger alsmede een aantal simplificaties (bijv. de CEO levert een prestatie gelijk aan $a = (s+f)/c$) is de oplossing voor het lineaire contract als volgt:

$$s^* = \frac{\sigma_P^2 - \sigma_{qP}}{\sigma_q^2 + 2\sigma_{qP} + \sigma_P^2} \frac{1}{1 + \eta c \Omega} \quad [2.2-a]$$

$$f^* = \frac{\sigma_q^2 - \sigma_{qP}}{\sigma_q^2 + 2\sigma_{qP} + \sigma_P^2} \frac{1}{1 + \eta c \Omega} \quad [2.2-b]$$

Waar:

$$\Omega = \frac{\sigma_q^2 \sigma_P^2 - \sigma_{qP}^2}{\sigma_q^2 + 2\sigma_{qP} + \sigma_P^2}$$

De mate waarin de CEO variabele beloond wordt en in welke verhouding is dus afhankelijk van de specifieke omgeving. Een verdere simplificatie als de covariantie tussen winst- en aandelenprijsontwikkeling (σ_{qP}) nul is levert s^* and f^* :

$$s^* = \frac{\sigma_P^2}{\sigma_q^2 + \sigma_P^2 + \eta c \sigma_P^2 \sigma_q^2} \quad [2.3-a]$$

³⁷ De nutsfunctie van de agent: $u(w,a) = -e^{-(\eta[w-(1/2ca^2)])}$.

$$f^* = \frac{\sigma_q^2}{\sigma_q^2 + \sigma_p^2 + \eta c \sigma_p^2 \sigma_q^2} \quad [2.3-b]$$

Op basis van vergelijking 2.2 en 2.3 kan het volgende worden gezegd³⁸:

- De mate van variabele beloning in vergelijking met vast salaris neemt toe naarmate de bestuurder minder afkerig is van risico en inspanning.
- Het agency probleem is groter in ondernemingen waar prestatimaatstaven meer volatiel zijn/er sprake is van grotere ruis (agent zal minder geneigd zijn variabele beloning te accepteren aangezien zijn invloed op het eindresultaat minder direct is)
- Als er meer volatiliteit ontstaat in de aandelenprijs (σ_p^2 gaat omhoog) zal de CEO zwaarder worden afgerekend op winst en zal sprake zijn van een kleinere aandelenparticipatie (f^* gaat omlaag en s^* omhoog).
- Als winst volatieler wordt (σ_q^2 gaat omhoog), zal de beloning op basis van de winst afnemen en aandelenparticipatie toenemen (s^* gaat omlaag en f^* omhoog).

Alhoewel bovenstaande vergelijkingen niet doorgaans in de vergadering van de bezoldigingscommissie over tafel gaan, kunnen ze een belangrijk inzicht geven in de basale afwegingen die gemaakt dienen te worden.

Verdere detaillering ten aanzien van de vraag welke prestatimaatstaven gekozen dienen te worden, behoeft een keurmerk voor maatstaven. Baker (2002) beoordeelt de kwaliteit van maatstaven op basis van twee dimensies³⁹:

- De mate waarin de agent invloed heeft op de uitkomst van de maatstaf (bij een groter risico, gemeten onder meer door de mate van ruis, is sprake van minder mogelijkheid tot directe beïnvloeding)
- De mate waarin de maatstaf in lijn is met het doel van de organisatie (een maatstaf met een grotere vertekening tussen de acties van de agent op de maatstaf en het doel van de organisatie is van mindere kwaliteit)

Een maatstaf wordt geprefereerd als deze op zowel beïnvloedbaarheid als doelrealisatie het hoogste scoort. Aangezien de perfecte maatstaf niet bestaat⁴⁰ (er bestaat een afruil tussen risico en vertekening) zal de bezoldigingscommissie de diverse maatstaven moeten ordenen. Dikwijls wordt voor een combinatie gekozen. Een matrix waarin de verschillende maatstaven die ter beschikking staan een score krijgen van bijvoorbeeld 1 tot 5 op beide dimensies kan helpen bij de visualisering en besluitvorming hieromtrent. De matrix kan worden vormgegeven als in Figuur 2.4 en worden ingevuld op basis van

³⁸ Binnen het model wordt aangenomen dat naarmate de beloning van de CEO voor een groter deel variabel is het agency probleem kleiner is. Dat dit in de praktijk niet per definitie het geval is, heeft te maken met het mogelijk ontstaan van nieuwe agencyproblemen als gevolg van de introductie van variabele beloning. Hieraan wordt aandacht besteed in paragraaf 2.3.

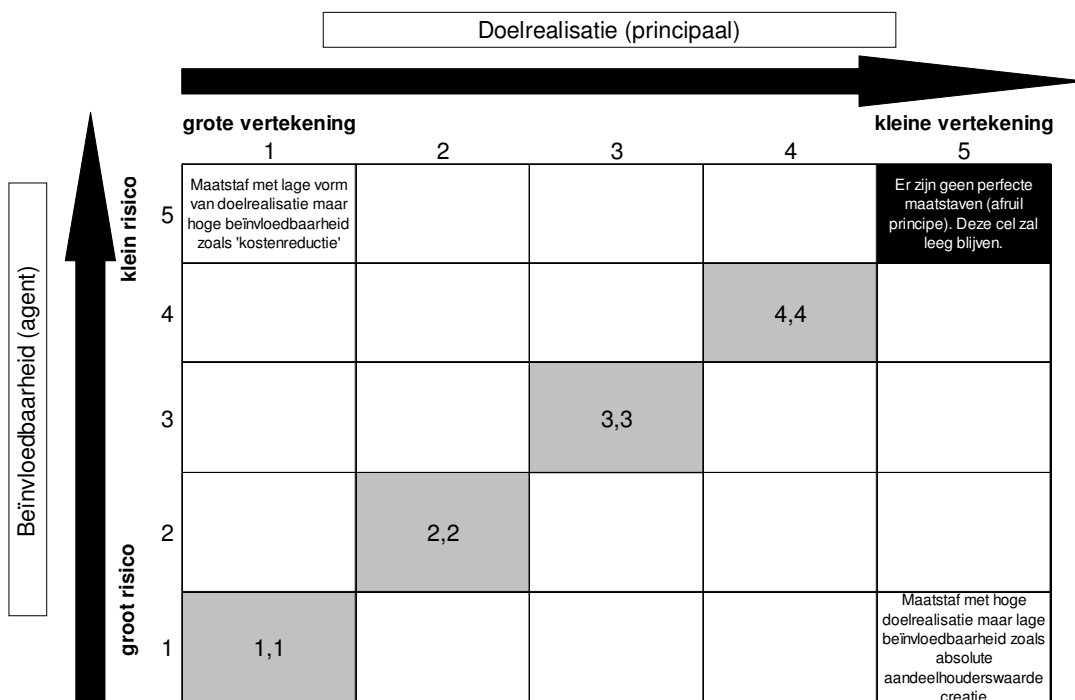
³⁹ Ten aanzien van deze twee dimensies is in algemene zin van belang op te merken dat ondernemingsprestaties nog niet gelijk zijn aan de prestaties van de onderneming. In het bijzonder maatstaven met een hoge doelrealisatie maar lage beïnvloedbaarheid door de agent kunnen sterk bepaald worden door externe factoren. Een absolute stijging in aandeelhouderwaarde kan bijvoorbeeld het gevolg zijn van een rentedaling die de beurs als geheel een positieve impuls geeft.

⁴⁰ Zie bijvoorbeeld Cools en Van Praag (2003)

de visie van de bezoldigingscommissie (bijvoorbeeld in samenspraak met de CFO) alsmede op basis van het uitvoeren van een correlatiestudie. De grijze traptreden leiden de weg naar maatstaven van grotere kwaliteit (hogere score op beide dimensies).

De matrix kan bovendien (indien mogelijk/wenselijk) leiden tot een gestructureerde discussie met aandeelhouders. Het is in één oogopslag duidelijk dat indien slechts gekozen wordt voor maatstaven die gecategoriseerd zijn in de linkerbovenhoek (laag risico, grote vertekening) dit voordelig kan zijn voor de bestuurder maar naar alle waarschijnlijkheid komen aandeelhouders er bekaaid af. In de matrix wordt het voorbeeld van kostenreductie genoemd dat in isolatie een gevaarlijke parameter kan aangezien diverse kostenreducerende acties ondernomen kunnen worden die contrair zijn aan het belang van de principaal (ontslaan van waardevolle maar dure werknemers, reductie van R&D investeringen, etc.). Het is van belang op te merken dat in de genoemde afruil uiteindelijk een hogere doelrealisatie (kleinere vertekening) voor gaat op een kleiner risico voor de bestuurder.

Figuur 2.4
Selectie van prestatemaatstaven: afruil beïnvloedbaarheid en doelrealisatie



Overige afwegingen

Ook de overige afwegingen met betrekking tot het ontwerp van het beloningscontract kunnen in de hierboven beschreven dimensies van risico (beïnvloedbaarheid) en vertekening (doelrealisatie) worden gevangen, zoals weergegeven in Tabel 2.3.

Tabel 2.3
Afwegingen beïnvloedbaarheid – doelrealisatie

| Hoge beïnvloedbaarheid – lage doelrealisatie | Lage beïnvloedbaarheid – hoge doelrealisatie |
|--|--|
| Kort termijn gerichte prestatimaatstaven | Lange termijn gerichte prestatimaatstaven |
| Individuele prestatimaatstaven | Collectieve prestatimaatstaven |
| Boekhoudkundige / interne prestatimaatstaven | Waarde / externe prestatimaatstaven |
| Relatieve prestatimaatstaven | Absolute prestatimaatstaven |
| Cash uitbetaling | Aandelengerelateerde uitbetaling |

Combinaties van elementen uit de linkerkolom zijn over het algemeen beter beïnvloedbaar maar minder in lijn met het uiteindelijke doel van de organisatie. Voor elementen uit de rechterkolom geldt het tegenovergestelde. De gepercipieerde waarde van elementen uit de linkerkolom (voor een risicomijdende bestuurder) is typisch hoger. Zo zal een jaarlijkse bonus uitbetaald in cash en gebaseerd op de individuele prestatie vaak een hogere gepercipieerde waarde hebben dan een aandelenplan uitbetalend na vijf jaar op basis van een absolute aandelenprijs horde. De bezoldigingscommissie zal tot een adequate combinatie dienen te komen waarbij de bestuurder wordt gemotiveerd (maar toch in elk geval niet wordt gedemotiveerd) en waarbij het optimaliseren van de lange termijn waarde van de organisatie hoog in het vaandel staat.

2.3 Praktijkcontext waarin beslissingen genomen worden

Alhoewel de agency/optimale contracttheorie de praktijksituatie steeds beter tracht mee te nemen in de diverse modellen, is er ook steeds meer kritiek ontstaan op de benadering. Met name de vraag in hoeverre deze aanpak voorspellende kracht heeft voor de praktijk wordt onderzocht⁴¹. De aannames van waaruit de agency theorie doorgaans vertrekt zijn niet onomstreden. Voorts is de vraag gerezen in hoeverre het model rekening houdt / kan houden met contextuele elementen (fiscaliteit, boekhoudkundige vereisten, cultuur, corporate governance, etc.) en het onderliggende proces welke van belang is bij de totstandkoming van het beloningscontract in de praktijk. Dat context in de praktijk inderdaad van belang is wordt ook duidelijk in hoofdstuk 3 waar verschillen worden waargenomen tussen beloningscontracten in de diverse landen. Ook veranderingen in eigen land onderstrepen dit overigens. Tot en met het begin van deze eeuw waren fiscaal aantrekkelijke optieplannen de meest voor de hand liggende lange termijn beloning in Nederland. Tegenwoordig is in toenemende mate sprake van prestatie-gerelateerde lange termijn plannen in aandelen. Contextuele factoren zoals de afschaffing van fiscale voordelen op opties voor de ontvanger (Belastingplan 2005) en de introductie van de Nederlandse Corporate Governance Code (2003) zijn factoren die hieraan hebben bijgedragen.

2.3.1 Een andere kijk op een aantal aannames die ten grondslag liggen aan agency theorie

De aannames die aan de agency theorie ten grondslag liggen zijn essentieel voor de verklaring van de werkelijkheid. Derhalve lijkt het voor de hand te liggen te bezien wat

⁴¹ Prendergast (1999) geeft in een overzichtsstudie te kennen dat agency theorie een belangrijk raamwerk biedt maar dat empirisch bewijs tot op heden nog niet doorslaggevend is.

het gevolg is van een mogelijke wijziging in vertrekpunt (hier met name toegespitst op de bestuurder, de bezoldigingscommissie en de aandeelhouder).

De menselijke natuur

Agency theorie vertrekt doorgaans vanuit een ‘homo economicus’ die vanuit louter rationele overwegingen zijn eigen nut tracht te maximaliseren (en hierin slaagt). Deze simplificatie van de menselijke natuur is doorgaans een in beton gegoten assumptie binnen de economische wetenschap die vaak herleid wordt naar Adam Smith’s (1776) *Wealth of Nations*. Volgens Stovall, Neill en Perkins (1994) wordt de onzichtbare hand van Adam Smith (1776) echter stelselmatig op een te enge manier geïnterpreteerd. In zijn vervolgwerk “*The Theory of Moral Sentiments*” (1790) spreekt Smith van een ‘sympathy principle’ en stelt:

1. “A society whose members pursue self-interest without a sense of justice will eventually collapse
2. A society whose members pursue self-interest checked by their sense of justice alone will survive
3. A society whose members pursue self-interest, justice and the interests of others will flourish”

Ook andere economen geven te kennen dat rekening gehouden dient te worden met een breder mensbeeld om de praktijk te kunnen verklaren. Zo publiceerden Jensen en Meckling (1994) 18 jaar na de publicatie van hun invloedrijke artikel inzake het agency probleem en bijbehorende kosten, een artikel onder de naam “*The Nature of Man*” waarin het REMM (resourceful evaluative maximising model) besproken wordt. Dit model laat zien dat mensen gedreven worden door tastbare dingen (zoals geld / welvaart) maar ook ontastbare zaken als respect, eer, macht, zelfverwerkelijking en de welvaart van anderen. Er is bovendien sprake van een kortingsfactor toegepast op toekomstige gebeurtenissen in relatie tot het heden⁴². Mensen zullen bovendien op een creatieve manier reageren om restricties te verlichten die verhinderen datgene te doen wat ze willen doen.

Het moet dus niet worden uitgesloten dat ook andere prikkels een rol kunnen spelen die variabele beloning kunnen aanvullen dan wel vervangen⁴³. Vanuit de hypothese dat de bestuurder (onder meer) intrinsiek gemotiveerd is en in lijn handelt met het belang van de organisatie (en niet zijn eigen belang), zijn ‘stewardship’ modellen ontwikkeld (Davis, Schoorman en Donaldson, 1997a,b) . Vanuit een dergelijke positieve governance bril (McConvill, 2005) bestaat veel minder noodzaak tot (korte termijn) variabele beloning. Een voorbeeldcontract zou kunnen bestaan uit een basissalaris en een zekere hoeveelheid aandelen die over een lange periode worden aangehouden (rationaliseren van relatie-

⁴² Dit kan bijdragen aan een verklaring voor ondernemingsfraude; zeer zwaar verdisconteerde toekomst ten faveure van korte termijn gewin.

⁴³ Zo vertrouwde ooit een voormalig bestuursvoorzitter van een groot Nederlands beursfonds de schrijver van dit hoofdstuk toe, dat niet de variabele beloning voor zijn motivatie zorgde maar dat het simpelweg “zijn eer te na zou zijn om als bestuurder te falen”. Cools (2005), die een pleidooi voor sturen op vertrouwen voert, geeft in navolging op Bruno Frey te kennen dat extrinsieke motivatieprikkel (zoals control, promoties en variabele beloning) deze intrinsieke motivatie kan ondermijnen (‘crowding out’ van intrinsieke motivatie).

specifieke investeringen), geen jaarlijkse variabele bonus en een geloofwaardige ontslagdreiging in het geval van een verbroken stewardship relatie.

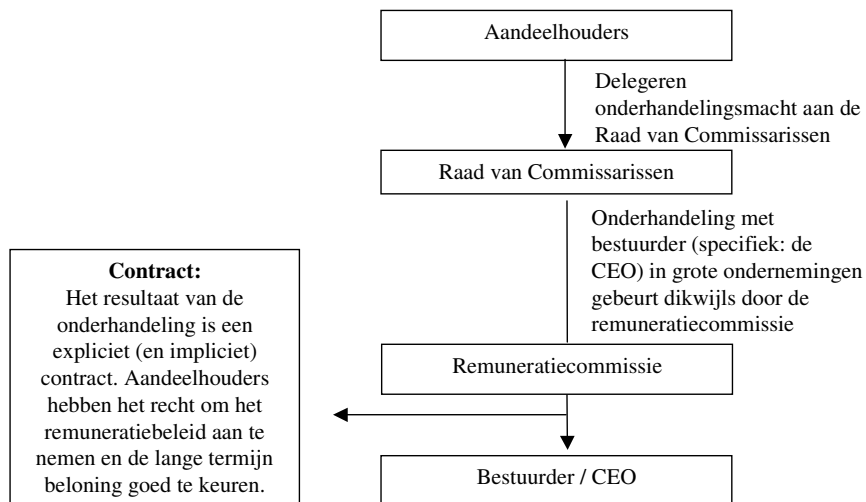
Naast het vraagstuk van de drijfveren van de mens dient hier eveneens te worden opgemerkt dat de veronderstelde rationaliteit van individuen in de praktijk niet volledig overeenkomt met de haast 'calculerende machine' die de homo economicus verondersteld wordt te zijn. De 'consequentielogica' wordt uitgedaagd door bijvoorbeeld Cyert en March (1963/1992) die veronderstellen dat het onmogelijk is om alle informatie te hebben of te verwerken om rationele gecalculeerde beslissingen te nemen op basis van de gevolgen. Binnen hun alternatieve beslissingsredenering ('the logic of appropriateness') worden beslissingen genomen op basis van gewoontes, regels, imitatie of autoriteit passend bij de specifieke situatie en als gepercipieerd door de beslisser.

De 'zichtbare hand' van de bezoldigingscommissie

In Figuur 2.1 werd het probleem tussen de principaal en de agent in beeld gebracht.

Hierbij werd aangenomen dat de principaal direct onderhandelt met de agent. Figuur 2.5 komt dichterbij een reflectie van hoe het er in de praktijk aan toegaat:

Figuur 2.5
Contractonderhandeling binnen Nederlandse onderneming met verspreid aandelenbezit



In Figuur 2.5 wordt direct duidelijk dat als gevolg van het feit dat de principaal (hier de aandeelhouder) niet direct onderhandelt met de agent (hier bestuurder, in het bijzonder de bestuursvoorzitter) er sprake is van nog een agency probleem; namelijk tussen aandeelhouder en de raad van commissarissen (voortaan: remuneratiecommissie). Dit probleem kan van grote of minder grote aard zijn, afhankelijk van de compositie van de remuneratiecommissie. Bebchuk, Fried en Walker (2002) en Bebchuk en Fried (2003, 2004) zijn weinig optimistisch en beschouwen het een en ander als een groot probleem

binnen het Amerikaanse governance systeem⁴⁴. Alhoewel voor de lezing van de heren geen eensluidende bewijzen zijn aan te voeren en bovendien sprake is van inconsistentie met een aantal belangrijke ontwikkelingen in de Verenigde Staten⁴⁵, levert het een belangrijk inzicht op; het kan voorkomen dat de remuneratiecommissie beslissingen neemt die niet in lijn zijn met het doel van de principaal (of principalen). Enerzijds kan dit komen door invloed van het management⁴⁶ anderzijds kan dit het gevolg zijn van een gebrek aan kennis van de organisatie en /of (de effecten van) beschikbare beloningsinstrumenten (Murphy, 2002). Bovendien kunnen beslissingen worden beïnvloed door de individuele achtergrond van commissarissen⁴⁷.

De aandeelhouder

Binnen een standaard agency model wordt uitgegaan van een principaal met één doel voor ogen; maximalisatie van de waarde van zijn bezit. In de Nederlandse context dient dit principe direct genuanceerd te worden aangezien de onderneming typisch wordt gezien als een lange termijn samenwerkingsverband van diverse stakeholders (stakeholder benadering wordt onder meer toegelicht in preambule 3 en in principe II.1 Rol en procedure van de Nederlandse Corporate Governance Code). In meer algemene zin kan overigens niet gesproken worden van *de* aandeelhouder aangezien grote heterogeniteit bestaat onder aandeelhouders. Aandeelhouders hebben niet allemaal dezelfde doelstellingen, verwachtingen over toekomstige kasstromen of inschatting van de disconteringsvoet⁴⁸. Binnen het dataprogramma van Thomson Analytics worden reeds meer dan 15 verschillende type investeerders en bijbehorende doelstellingen onderscheiden. Aandeelhouders uit andere landen vertrekken bovendien uit andere referentiepunten en corporate governance gewoonten⁴⁹. Welke primaire doelstelling dient nu gevolgd te worden om in lijn te zijn met de doelstelling van aandeelhouders?

⁴⁴ Bestuurders zouden een zekere mate van macht hebben over de remuneratiecommissie (o.a. doordat ze graag op vriendschappelijke basis willen omgaan met bestuurders, het weinig kost om bestuurders te bevoordelen, ze in de toekomst graag commissaris willen blijven hier of elders, etc.). Variabele beloning wordt binnen deze school dan ook slechts gebruikt om bestuurders te bevoordelen. Er zou geen sprake zijn van “pay for performance” en beloning zou worden gekenmerkt door camouflage en slechts beperkt door “outrage costs”.

⁴⁵ Murphy (2002) geeft te kennen dat het model te kort door de bocht gaat en inconsistent is met een aantal belangrijke ontwikkelingen zoals de escalatie van optie beloning in de Verenigde Staten in een periode die op steeds belangrijker schaal eisen aan de onafhankelijkheid van non-executive directors / remuneratiecommissies stelden.

⁴⁶ De onafhankelijkheid van leden van de raad van commissarissen wordt hoofdzakelijk geregeld in best practice bepaling III.2.1 tot en met III.2.3 van de Nederlandse Corporate Governance Code (2003). Overigens dient de vraag zich aan wat de houdbaarheidsdatum van onafhankelijkheid is. Onafhankelijkheid, bijvoorbeeld ten opzichte van het zittende bestuur, is een dynamisch begrip. Hoe lang duurt het voordat de commissaris dit predikaat verliest?

⁴⁷ Uit ervaring blijkt bijvoorbeeld dat commissarissen uit de Verenigde Staten vaker dan hun Nederlandse collega's vinden dat Nederlandse bestuurders modest worden beloond.

⁴⁸ Een indicatie hiervan kan verkregen worden door het lezen van een aantal analisten rapporten. De projecties voor de toekomst en verwachte aandelenprijs verschilt doorgaans per analist. Als analisten, die hun brood verdienen met dit soort analyses, verschillende meningen hebben dan zal dit hoogstwaarschijnlijk ook gelden voor aandeelhouders.

⁴⁹ Dit kan ertoe leiden dat indien er gestemd wordt over bijvoorbeeld het remuneratiebeleid andere factoren en andere afwegingen doorslaggevend kunnen zijn om positie te bepalen.

Doorgaans past hier een antwoord dat in lijn is met lange termijn waardecreatie⁵⁰. Interessant vanuit een theoretisch oogpunt en riskant vanuit een praktisch oogpunt wordt het overigens als er een belangenconflict ontstaat tussen huidige en toekomstige aandeelhouders. Bolton, Scheinkman en Wong (2006) gaan er vanuit dat de aandelenprijs bestaat uit een korte termijn speculatieve component en een lange termijn fundamentele waarde. Aandeelhouders zullen bereid zijn op korte termijn meer te betalen voor een aandeel, dan hun inschatting van de lange termijn fundamentele waarde, als ze eveneens verwachten dit aandeel op de korte termijn weer van de hand te kunnen doen aan aandeelhouders met een meer optimistische kijk. Waarom is zo'n situatie interessant? Omdat het vanuit het perspectief van agency theorie optimaal is voor huidige aandeelhouders om bijvoorbeeld de CEO te stimuleren meer tijd te stoppen in het najagen van projecten waarover aandeelhouders op de korte termijn een groter verschil in inzicht hebben en hiermee de aandelenprijs te verhogen. Waarom is het riskant? Het kan leiden tot een overwaardering van de organisatie met alle gevolgen van dien, zie Enron, Xerox, Worldcom, Koninklijke Ahold etc. (Jensen, 2004/2005).

2.3.2 Bestuursbeloningen als corporate governance instrument

Het is belangrijk om te realiseren dat beloningscontracten onderdeel vormen van een breder corporate governance systeem. Corporate governance dient ervoor te zorgen dat de onderneming door de agent geleid wordt in het belang van één of meerdere stakeholders/principalen (Renneboog, 2005). In de Angelsaksische literatuur wordt overigens dikwijls een meer enge definitie gehanteerd waarbij benadrukt wordt dat verschaffers van kapitaal zich via corporate governance trachten te verzekeren van een rendement op dit kapitaal (Schleifer en Vishny, 1997). Corporate governance in brede zin (waaronder de overnamemarkt, intern en extern toezicht en controle, dividendbeleid, etc) heeft een indirecte en directe invloed op het ontwerp van (variabele) beloningscontracten. Indirect, aangezien er sprake is van interactie met andere governance mechanismen. Direct, in het geval van onder meer de Nederlandse Corporate Governance Code waarin bijvoorbeeld het gebruik van prestatiecondities ter verkrijging van opties en/of aandelen wordt aangemerkt als best practice (bepaling II.2.1 en II.2.3).

Indirecte invloed van corporate governance mechanismen

Voor een breed corporate governance raamwerk wordt verwezen naar Gillan (2006). Alle daar genoemde elementen hebben in indirecte zin invloed op het ontwerp van het beloningscontract. Op deze plek zal worden volstaan met een korte beschrijving van de belangrijke afruil tussen prestatiebeloning en toezicht. Doorgaans is sprake van de volgende verwachting: naarmate er meer en beter toezicht is, hoeft minder sprake te zijn van prikkels via de beloningsstructuur (m.a.w. variabele beloning) en vice versa⁵¹. Ryan en Wiggins (2001) vonden immers aanwijzingen dat managers die slechter te monitoren zijn meer variabele compensatie ontvingen en Bryan, Nash en Patel (2006) dat in de jaren

⁵⁰ Jensen (2001) spreekt over 'enlightened value maximisation' dat uitgaat van diverse 'stakeholders' waarbij het uiteindelijke scorebord voor organisaties de waardecreatie is op lange termijn.

⁵¹ Overigens valt hierop nog wel iets af te dingen. Zelfs als er sprake is van goed toezicht door de principaal hoeft dit nog niet te betekenen dat de principaal ook weet wat de juiste beslissing is in een zekere context (observeerbare maar niet verifieerbare informatie); hiervoor zijn nu juist professionele managers aangesteld. Variabele beloning kan in zo'n geval zorgen voor een prikkel de juiste beslissing te nemen.

'90 ondernemingen in de VS moeilijker te monitoren werden en dit samen ging met een stijging in optiebeloningen. Is hiermee de kous af? Helaas niet. Ook hier dient de complexiteit van het beloningsdossier zich aan. De beschreven afruil geldt tot op een zeker punt en daarna slaat deze om. Dit heeft alles te maken met het feit dat variabele beloning een mes is dat aan twee kanten snijdt. Een tekort aan toezicht kan gedeeltelijk worden opgevangen door sterkere beloningsprikkels. Echter, naast positieve effecten van variabele beloning kan er ook een prikkel vanuit gaan om prestaties op te blazen en te overdrijven. Als sprake is van onvoldoende toezicht wordt de pakkans van manipulatie kleiner (binnen grote organisaties met complexe operaties is dit vaker het geval). Variabele beloning zal in het laatste geval bescheiden dienen te zijn om te voorkomen dat een verwachte daling van agency kosten als gevolg van sterke prestatieprikkels juist leidt tot een exponentiële toename van deze kosten.

Dit onderwerp raakt overigens ook in bredere zin aan de schaduwzijde van variabele beloning welke in de literatuur steeds vaker wordt belicht. Cools (2005) spreekt zelfs van prestatiebeloning als een gevaarlijk wapen, wanneer mensen te sterk reageren op verkeerde prikkels. Een belangrijk terugkerend thema in de literatuur is de observatie dat als er (te) veel op het spel staat de kans groter wordt dat management zich op een ongeoorloofde manier gedraagt. Een aantal recente voorbeelden op basis van Amerikaanse data: Denis, Hanouna en Sarin (2006) tonen een significant positief verband aan tussen de mate van optiebeloning en de kans op fraude (beschuldigingen)⁵², Bergstresser en Philippon (2006) laten zien dat binnen ondernemingen waarvan de CEO een groter deel van de totale beloning in variabele beloning ontvangt meer sprake is van 'winstmanagement' met als doel de aandelenprijs te beïnvloeden, Cullinan, Du en Wright (2006) en Efendi, Srivastava en Swanson (2004) ontdekten dat er vaker sprake was van een verkeerde voorstelling van de financiële positie, binnen organisatie die respectievelijk leningen hadden uitstaan aan bestuurders of waarbij sprake was van een groter bedrag aan uitstaande opties voor de CEO positie⁵³. Voor de Nederlandse situatie dient hierbij gerealiseerd te worden dat uitstaande optie/aandelenpakketten over het algemeen vele malen kleiner zijn dan in de Verenigde Staten.

De conclusie van de meeste van deze studies is dat de voor- en nadelen van variabele beloning op een adequate manier dienen te worden afgewogen. De bezoldigingscommissie heeft hierin een schone taak⁵⁴.

⁵² Cools (2005) bereikt via een peer vergelijking tussen 25 fraudebedrijven en een controlegroep eenzelfde conclusie. De totale waarde van het optie- en aandelen bezit van de CEOs van de groep met frauderende bedrijven was ruim acht keer hoger dan van hun 'eerlijke concurrenten'.

⁵³ Gemiddelde waarde van uitstaande opties van \$ 30.1 miljoen voor ondernemingen waarbij sprake was van fouten in de financiële rapportage versus \$ 2.3 miljoen voor de controlegroep waarbij geen sprake was van onregelmatigheden.

⁵⁴ Hierbij dient het gehele scala aan mogelijke negatieve effecten van variabele beloning in ogenschouw genomen te worden zoals: antidateren van optietoekenningen (Financieele Dagblad 1 juni 2006), winstmanipulatie ten tijde van de toekenning van opties (Coles, Hertzels en Kalpaty, 2006), calculerend gedrag met betrekking tot het vaststellen van budgetten (Walker en Johnson, 1999), het verschuiven van omzet en winst van de ene periode naar de andere om bonussen te maximaliseren (Hallock en Oyer, 1999; Holthausen et al. 1995), etc.

Directe invloed van corporate governance mechanismen

Naarmate in algemene zin het vertrouwen in de raad van bestuur en raad van commissarissen daalt, ontstaat er meer behoefte bij diverse stakeholders om een aantal zaken formeel vast te leggen en te controleren.

De Nederlandse Corporate Governance Code (2003) en de monitoring van toepassing, is hier een voorbeeld van. Ten aanzien van de hoogte van de beloning worden in de Code feitelijk geen uitspraken gedaan⁵⁵. Met betrekking tot de structuur van de variabele beloning, met name de lange termijn component wordt wel enige sturing gegeven (bepalingen II.2.1 tot en met II.2.5). De Code heeft hiermee een directe invloed op het ontwerp van beloningspakketten. Er zijn ook belangengroepen (corporate governance fora) die aanbevelingen publiceren. De aanbevelingen van Eumedion (2006) zijn hier een voorbeeld van. Alhoewel deze aanbevelingen niet wettelijk verankerd zijn, wordt invloed uitgeoefend (onder meer) door het stemgedrag van haar leden op aandeelhoudersvergaderingen, waarbij dit ‘spoorboekje’ als leidraad wordt gebruikt. De aanbevelingen zijn een stuk gedetailleerder dan de eerder genoemde ‘Code Tabaksblat’ en geven bezoldigingscommissies hiermee een directer handvat, met het risico dat dit handvat in individuele gevallen niet altijd zal aansluiten bij het complex aan afwegingen dat de bezoldigingscommissie dient te maken. Hiervan kan sprake zijn indien het principe van “beloning drijft prestaties” botst met het principe van “prestaties drijven de beloning”. De eerste aanname wordt in beginsel gehanteerd bij het ontwerpen van een optimaal beloningscontract (“incentive theory”). De tweede dient doorgaans als uitgangspunt voor corporate governance debatten, codes, etc. met het principe van ‘accountability’ in het achterhoofd (voorbeelden zijn genoemd in Engesaeth en Selker, 2007). In het empirische onderzoek dat begint in hoofdstuk 4 zal worden gezien of het tweede principe kan worden aangetoond voor de Nederlandse markt⁵⁶.

2.3.3 Overige factoren

Er bestaat een groot aantal andere factoren dat van invloed is op de structuur van beloningscontracten dat doorgaans niet wordt meegenomen binnen de optimale contracttheorie⁵⁷. Te denken valt aan contextuele elementen zoals cultuur, fiscale en boekhoudkundige verwerking van beloningsinstrumenten, etc. Deze voorbeelden zullen nu kort worden besproken.

⁵⁵ Best practice bepaling II.2.7 ten aanzien van een einde dienstverband zou gezien kunnen worden als enige uitzondering.

⁵⁶ In de economische wetenschap wordt doorgaans aangenomen dat mensen reageren op prikkels (en dus dat principe 1 geldig is). Alhoewel dit voor bestuurdersbeloning nog niet eenduidig is vastgesteld (mede ook door het gebrek aan isolerende meetmethoden en het gebrek aan controlegroepen) is de meerwaarde om deze studie voor de specifieke Nederlandse context uit te voeren beperkt (aangezien het hier om een meer universeel thema gaat). Daarom is niet gekozen om deze hypothese te onderzoeken maar zal worden ingegaan op de vraag of en in hoeverre, beloning gedreven wordt door ondernemingsprestaties binnen de Nederlandse context.

⁵⁷ Otten (2007) onderscheidt 16 verschillende theorieën die worden gebruikt in de literatuur om de beloning van bestuurders te verklaren. Deze zijn onder te verdelen in de ‘value approach’ de ‘agency approach’ en de ‘symbolic approach’. Hij concludeert dat een meer contextuele benadering van corporate governance en bestuurdersbeloningen in het bijzonder, het vakgebied verder kan helpen en diverse praktijken beter kan verklaren.

Cultuur

Zowel de cultuur van een land als de organisatiecultuur heeft invloed op beloning. In landen waar bijvoorbeeld sprake is van een grotere machtsafstand (zoals Frankrijk) en collectivisme ondergeschikt is aan individualisme (zoals de Verenigde Staten⁵⁸), verdienen CEOs meer en is een groter deel van hun beloning variabel (Tosi en Grechkhamer, 2004). Ook het beloningsverschil tussen een CEO en bijvoorbeeld een fabrieksarbeider heeft hiermee te maken (tolerantie van beloningsverschillen). In Japan is deze ratio plus minus 11, in Nederland 18, in Frankrijk 23 en in de Verenigde Staten 39 (Towers Perrin WWTR onderzoek 2005-2006).

Binnen landen is de ondernemingscultuur bepalend voor de mate waarin variabel beloond wordt. Binnen een bepaalde bandbreedte kan dit weer per organisatie verschillen op basis van een hogere dan wel lagere score op de meetlat van prestatiegedrevenheid. Binnen het eerstgenoemde type is doorgaans sprake van een groter deel variabele beloning (niet alleen voor bestuurders maar ook in de lagere echelons van de organisatie).

Fiscale behandeling beloningsinstrumenten

Dat de fiscale behandeling van beloningsinstrumenten van invloed is op het ontwerp van variabele beloningscontracten kan zowel in eigen land als in het buitenland worden waargenomen. Met name binnen landen waar optie- (of aandelen) plannen fiscaal aantrekkelijk zijn voor deelnemers wordt hiervan in het bijzonder gebruik gemaakt. In Nederland was dit het geval, in België is dit bijvoorbeeld nog steeds het geval (zie ook hoofdstuk 3). Ook de fiscale behandeling op ondernemingsniveau is van belang. Zo is door de ingevoerde VPB 2007 de aftrekbaarheid van optie- en aandelenplannen opgeheven. Dit zal ongetwijfeld invloed hebben op de structuur van lange termijn beloningsplannen. Plannen die uitbetalen in cash, zoals fantoom aandelen en opties, zullen hierdoor hoogstwaarschijnlijk aan populariteit winnen.

Boekhoudkundige behandeling beloningsinstrumenten

Boekhoudkundige regels kunnen de aard en accenten van beloningsprogramma's veranderen. Sinds 1 januari 2005 zijn de internationale financiële boekhoudkundige regels 'IFRS 2' ingevoerd. Aandelengerelateerde beloning inclusief opties dienen als kosten in de winst en verliesrekening te worden erkend. Deze verandering heeft bijgedragen aan een (voorlopig) tanende populariteit van opties waarvan de kosten voor velen met het blote oog niet waarneembaar waren (alleen op de marktwaardebalans van de organisatie) maar door de boekhoudkundige verandering de winst van de organisatie wel ineens ging drukken. Een heroverweging (mede op basis van andere ontwikkelingen zoals op fiscaal gebied "Belastingplan 2005") heeft bij diverse ondernemingen geleid tot een afschaffing van (prestatie) opties ten faveure van (prestatie) aandelen.

Accenten van bijvoorbeeld het lange termijn beloningsprogramma kunnen bovendien worden gewogen in het licht van de verschillen van boekhoudkundige verwerking binnen IFRS 2 van verschillende instrumenten. Zo zijn de administratiekosten van een aandelen gerelateerd plan dat feitelijk wordt uitbetaald in contanten een stuk hoger dan een plan

⁵⁸ Vergelijk Japan waarvoor het tegengestelde geldt.

dat afgerekend wordt in aandelen, aangezien in het eerste geval elk kwartaal een nieuwe waardering uitgevoerd dient te worden tot op het moment van afrekening (in het tweede geval hoeft dit ceteris paribus niet). Voorts worden de kosten van plannen met marktgerelateerde prestatie maatstaven (zoals aandeelhouderwaarde) niet aangepast voor het al dan niet behalen van de condities en is hiervan wel sprake bij niet-marktgerelateerde condities (zoals winst per aandeel). De optimale contracttheorie houdt met dit soort zaken geen rekening. In de praktijk kan dit resulteren in een deviatie; op basis van een kosten en baten afweging (transactie, afdekking, administratie) kunnen bepaalde accenten anders worden gelegd.

2.4 De rol van de remuneratiecommissie

Op basis van de afgelopen drie paragrafen lijkt er één spin in het bestuurdersbeloningen web te zijn, namelijk de remuneratie- (en selectie) commissie. De commissie is vanuit het oogpunt van corporate governance in de meest directe zin verbonden aan het beloningsdossier. Uiteraard heeft hij te maken met diverse beperkingen⁵⁹ en (markt)ontwikkelingen, maar kent daarnaast ook de ruimte om de hoogte en de structuur van de beloning op meer of minder adequate manier gestalte te geven. Indachtig de splitsing tussen de ex ante en ex post beloningshoogte, zoals beschreven in het begin van dit hoofdstuk, kiest de bezoldigingscommissie het interne en externe referentiepunt op basis waarvan onderhandeld wordt met de kandidaat (ex ante beloning). Paragraaf 2.1 beschreef de imperfecties van de arbeidsmarkt voor topbestuurders. Als gevolg hiervan is er niet slechts een onzichtbare hand die het beloningsniveau in deze markt stuurt maar tevens de zichtbare hand van de bezoldigingscommissie. De commissie ziet zich gesteld voor een toegenomen professionalisering van het onderhandelingsproces gedreven door zowel economische als psychologische factoren. Slechts door een actieve rol te spelen in het bevorderen van de operationele en informatie-efficiëntie van deze deelmarkt (zoals inzicht geven in het proces dat geleid heeft tot het beloningspakket) en in algemene zin het zich adequaat kwijten van zijn taken, kan het vertrouwen in deze commissie worden geoptimaliseerd en wordt voorkomen dat zijn actieradius beperkter wordt. Deze wordt anders (verder) ingeperkt/opgeëist door corporate governance codes, overheid, aandeelhouders, het publiek etc.

Ten aanzien van de ex post beloningshoogte, welke een gevolg is van de structuur van de beloning in combinatie met geleverde prestaties, zijn diverse afwegingen te onderscheiden die op een juiste manier gebalanceerd dienen te worden. Het vormgeven van een zo optimaal mogelijk variabel beloningscontract binnen een specifieke situatie (onderneming en bestuurders) is geen sinecure. Er is een groot aantal beslissingen dat genomen dient te worden dat diverse perspectieven verenigt. Een miscalculatie kan leiden tot ongewenste situaties:

- Het hanteren van een verkeerde prestatie maatstaf kan leiden tot een verkeerde focus (zoals gebleken kan een laserfocus zelfs leiden tot de ondergang van de organisatie);

⁵⁹ Beperkingen hebben te maken met alle factoren die de handelingsvrijheid van de commissie in directe of indirecte zin mede bepalen zoals: vakbonden, overheid, media, toeleveranciers, wetgeving, corporate governance codes, andere corporate governance mechanismen, boekhoudkundige standaarden, ondernemingsraad, fiscale wetgeving, cultuur etc.

- Het hanteren van doelstellingen die te ambitieus zijn, kan leiden tot gedemotiveerde bestuurders;
- Doelstellingen die te eenvoudig haalbaar zijn, zijn in strijd met het principe van beloning naar prestaties (pay for performance);
- Het gebruiken van een volledig lineaire uitbetalingscurve wordt vaak vanuit theoretisch oogpunt als optimaal gezien maar kan leiden tot grote bonusuitbetalingen die, zelfs indien er ook navenant veel waarde is gecreëerd, het risico lopen in de praktijk bekritiseerd te worden (met als mogelijk gevolg ‘outrage costs’ zoals reputatieschade);
- De vertaling van de lange termijn beloning in aantal opties en/of aandelen kan op verschillende manieren worden uitgevoerd (alleen al omdat IFRS 2 in de waardebepaling van aandelengerelateerde beloning ruimte laat voor interpretatie) zodat een mogelijke desoriëntatie ontstaat in vergelijking met andere ondernemingen;
- Het gebruik van aandelen wordt steeds vaker als positief gepercipieerd in relatie tot het gebruik van opties (zie ook bijvoorbeeld Eumedion, 2006 aanbeveling 12) vanuit het perspectief van het creëren van een gelijksoortig belang als de aandeelhouder. Echter, aangezien de risicopositie van de bestuurder een volledig andere is (deze wordt blootgesteld aan systematisch alsmede ondernemingsspecifiek risico) dan van de aandeelhouder (door diversificatie kan het ondernemingsspecifieke risico worden ontlopen) kunnen opties in individuele gevallen juist tot een betere overeenstemming van belangen leiden (opties kennen geen neerwaarts risico waardoor gewenste maar risicovolle investeringen eerder ondernomen zullen worden). De juiste ‘dosering’ is hierbij overigens essentieel⁶⁰. Dit noopt de remuneratiecommissie om zijn eigen oordeel te vormen, gegeven de specifieke ondernemingssituatie. Nadelen van de standaardoptie dienen hierbij zorgvuldig in ogenschouw genomen dienen te worden. Deze nadelen kunnen via verdere verfijning van het instrument overigens worden gemitigeerd. Een optievariant / derivaat dat in contanten afrekent op basis van het gemiddelde totale aandeelhoudersrendement (koersstijging plus uitbetaald dividend) gemeten over een langere periode⁶¹ ten opzichte van een geïndexeerd ijkpunt (naar analogie met het begrip ‘uitoefenprijs’)⁶² welke bijvoorbeeld gekoppeld is aan de marktbeving van een specifieke referentiegroep, elimineert mogelijke oneigenlijke dividendoverwegingen, beloont slechts voor relatieve prestaties en reduceert uitschieters (natuurlijk plafond op de uitbetaling gerelateerd aan een koerspiek, aangezien sprake is van koersmiddeling over de volledige periode). Het instrument kan tevens de gevolgen reduceren van tijdelijke onder- ofwel overwaardering op de beurs, die de standaardoptie voorts minder geschikt maakt als beloningsinstrument (Porter, 2007).
- Afruil complexiteit versus eenvoud; eenvoudige plannen zijn vaak makkelijker te communiceren naar de betrokkenen en de buitenwereld maar gaan soms voorbij aan de inherente complexiteit van het creëren en meten van de juiste prikkels.
- Etc.

⁶⁰ Het is van belang op te merken dat Sanders & Hambrick (2007) hebben aangetoond dat een te stevige optiecomponent contraproductief kan werken. In hun onderzoek naar Amerikaanse ondernemingen over de periode 1993-2000, werden (relatief) extreme ondernemingsresultaten geboekt door CEOs die sterker werden beloond met opties. Deze extreme resultaten waren vaker negatief dan positief.

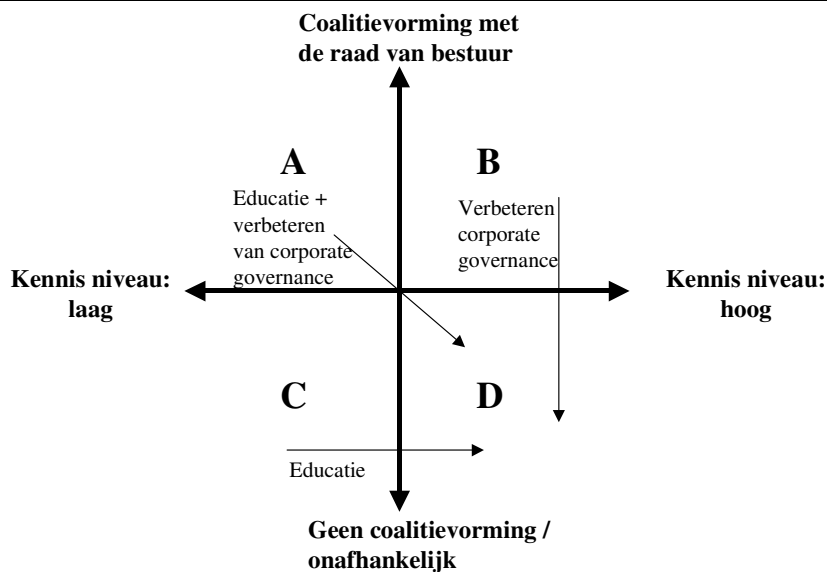
⁶¹ Hier is sprake van een analogie met de DARECO, Duffhues (2000).

⁶² Zie ook Rappaport (1999) inzake geïndexeerde opties.

De belangrijke rol van de bezoldigingscommissie wordt nog eens onderstreept door het belang van het proces dat leidt tot de totstandkoming van bestuurdersbeloningen. Aangezien in standaard economische zin geen sprake is van volstrekt rationeel handelende individuen, context van belang is, en bovendien sprake kan zijn van coalitievorming lijkt de sleutel tot een beter begrip van bestuurdersbeloningen eerder te liggen bij het proces dan het resultaat.

In dit verband is het belang van een goed werkende remuneratiecommissie evident. Verwacht wordt dat als de commissie gecategoriseerd kan worden in cel 'D' zoals gereflecteerd in Figuur 2.6 sprake is van de meest optimale uitkomsten. De commissie is dan onafhankelijk gepositioneerd ten opzichte van de raad van bestuur en heeft voldoende kennis van de organisatie en beloningsinstrumenten om de juiste afwegingen te maken. In cel A en B wordt verwacht dat de uitkomsten meer in lijn zullen zijn met een aantal voorspellingen vanuit de 'managerial power' theorie (Bebchuk en Fried, 2004). De commissie wordt negatief beïnvloed door de raad van bestuur. In veld C is sprake van een laag relevant kennisniveau. Door een tekort aan kennis over de organisatie en haar processen kunnen verkeerde beslissingen genomen worden ten aanzien van bijvoorbeeld adequate prestatie maatstaven of het bepalen van doelstellingen. Onvoldoende kennis van beloningsinstrumenten kan leiden tot het kiezen van de verkeerde of het toekennen van teveel instrumenten. Het gevolg hiervan kan zijn dat juist waarde vernietigd in plaats van gecreëerd wordt. De hypothese van Murphy (2002) is bijvoorbeeld dat de significante toename van optiebeloningen in de Verenigde Staten in de negentiger jaren voor een belangrijk deel te wijten is aan een verkeerde perceptie van gemoeide kosten (welke te laag zouden zijn ingeschat).

Figuur 2.6
Categorisatie bezoldigingscommissie



Figuur 2.6 laat de oplossingsrichtingen zien van de suboptimale situaties in veld A tot en met C. Onafhankelijkheid en educatie spelen hierbij een sleutelrol. Dit heeft overigens ook gevolgen voor de adviseur, die de bezoldigingscommissie op dit onderwerp bijstaat. Zoals reeds vermeld in aanbeveling 2 van Eumedion (2006) dient de adviseur te rapporteren aan de remuneratiecommissie en dienen, bij de opdrachtverstrekking, eventuele belangenconflicten bij de beloningsconsultant te worden vermeden.

2.5 Samenvatting en Conclusies

Het bepalen van een zo optimaal mogelijke hoogte en structuur van het arbeidscontract van een topbestuurder is geen sinecure. De arbeidsmarkt voor topbestuurders kent een bijzondere en eigen dynamiek. Gezien de relatieve inelasticiteit van vraag en aanbod kunnen kleine verschuivingen reeds resulteren in grote marktgedreven sprongen in compensatie⁶³. Wanneer bijvoorbeeld risico's en verantwoordelijkheden toenemen en / of sprake is van de mogelijkheid tot alternatieve aanwending van het menselijk kapitaal (bijvoorbeeld in door private equity partijen gedomineerde ondernemingen) is de verwachting dat de beloningen in deze markt (significant) zullen toenemen. Echter, als gevolg van imperfecties die leiden tot een onderhandelingsproces kan zelfs sprake zijn van stijgende beloningen zonder noemenswaardige verschuivingen in vraag en aanbod (binnen een zekere bandbreedte die in elk geval aan de bovenkant beperkt wordt door het risico op verontwaardiging van diverse stakeholders). Indien in het onderhandelingsproces de macht te makkelijk bij de aanbodzijde (bestuurder) komt te liggen kan dit resulteren in een situatie die lijkt op een bilateraal monopolie waarbij prijs nauwelijks een rol speelt. Voorlopig ontbreekt een eenduidige maatstaf op basis waarvan de uitkomst van het onderhandelingsproces met de kandidaat (hier: ex ante beloningshoogte), kan worden beoordeeld⁶⁴.

Naast de ex ante beloningshoogte, bepaalt de structuur van het contract na het leveren van de vastgestelde prestaties de uiteindelijk uitbetaalde of ex post beloningshoogte. De totnogtoe dominante stroming ten aanzien van het ontwerpen van een optimaal contract waarin vaste en variabele beloning gecombineerd worden is de agency theorie. Deze geeft niet zozeer concrete aanbevelingen die in elke situatie kunnen worden toegepast maar onderstreept het feit dat op een adequate manier diverse afwegingen gemaakt dienen te worden, bijvoorbeeld tussen toezicht en beloningsprikkel, vaste versus variabele beloning, over- versus onderinvestering, beïnvloedbaarheid versus doelrealisatie in de selectie van prestatie maatstaven, objectieve versus subjectieve prestatie maatstaven, expliciete versus impliciete prikkels (voortkomend uit de relatie,

⁶³ In theorie kunnen deze sprongen opwaarts alsmede neerwaarts zijn maar het laatste lijkt in de praktijk niet dikwijls voor te komen.

⁶⁴ In de tussentijd zouden ondernemingen in de peer group niet slechts gekozen dienen te worden in termen van vergelijkbaarheid in activiteiten, grootte etc, maar ook context waarin de bestuurders werd aangetrokken. Ondernemingen in financiële moeilijkheden kunnen het (markt)plafond van de peer group verhogen (bestuurder wordt aangetrokken met additionele risicopremie). Indien andere ondernemingen in een onvergelykbare 'going concern' situatie zich hiermee toch vergelijken wordt bijgedragen aan immer stijgende beloningen (opwaartse beloningsspiraal).

reputatie dan wel carrièreoverwegingen). In de praktijk spelen bovendien diverse zaken die niet worden meegenomen in typische optimale contractmodellen zoals het feit dat er sprake is van niet één maar meerdere agency problemen (tussen aandeelhouder en management maar ook bijvoorbeeld tussen aandeelhouder en commissarissen), meerdere principals met (deels) tegengestelde motieven (zoals heterogeniteit van aandeelhouders), zowel economische als sociale / psychologische factoren een rol spelen (materiële als immateriële factoren worden gebalanceerd), individuen beperkt rationeel zijn en een verschillende context kan leiden tot een verschillende uitkomst (verschillen in corporate governance, wetgeving, fiscale en boekhoudkundige behandeling, cultuur etc.).

Hiermee is ook een veelheid aan theorieën ontstaan die in de literatuur wordt gebruikt om bestuurdersbeloningen te verklaren (een recente inventarisatie leidt tot 16 verschillende theoretische modellen⁶⁵). Veel van deze modellen lijken stukjes te bevatten van dezelfde grote puzzel. Het simpelweg in elkaar schuiven van deze modellen ligt echter niet voor de hand aangezien diverse theorieën vanuit verschillende vertrekpunten starten (conflicterende aannames bezitten). Een eclectische benadering die oog heeft voor het onderliggende proces kan het vakgebied verder helpen. Additioneel empirisch onderzoek dient meer duidelijkheid te verschaffen welk element in welke situatie de boventoon voert. Hierbij zijn zaken als context, ‘passende besluitvorming’ (op basis van gewoonte, vuistregels, imitatie of autoriteit) en coalitievorming belangrijke parameters (en afwijkend van het traditionele agency model).

Voor de praktijk is de constatering van belang dat de sleutel tot een beter begrip van bestuurdersbeloningen eerder bij het proces ligt dan bij het resultaat. Het maken van een aantal theoretisch geïnformeerde afspraken over dit proces kan een meer optimale uitkomst van het proces bewerkstelligen. Binnen het proces kan met name de bezoldigingscommissie een belangrijke kracht zijn, om ervoor te zorgen dat de uitkomst van het proces zo optimaal mogelijk is. Indien de samenstelling van deze commissie multidisciplinair van aard is, hij zoveel mogelijk onafhankelijk van het bestuur opereert ten aanzien van het beloningsontwerp en beschikt over specifieke kennis van de onderneming en het beloningsdossier/beloningsinstrumenten, is hij in staat de juiste afwegingen te maken.

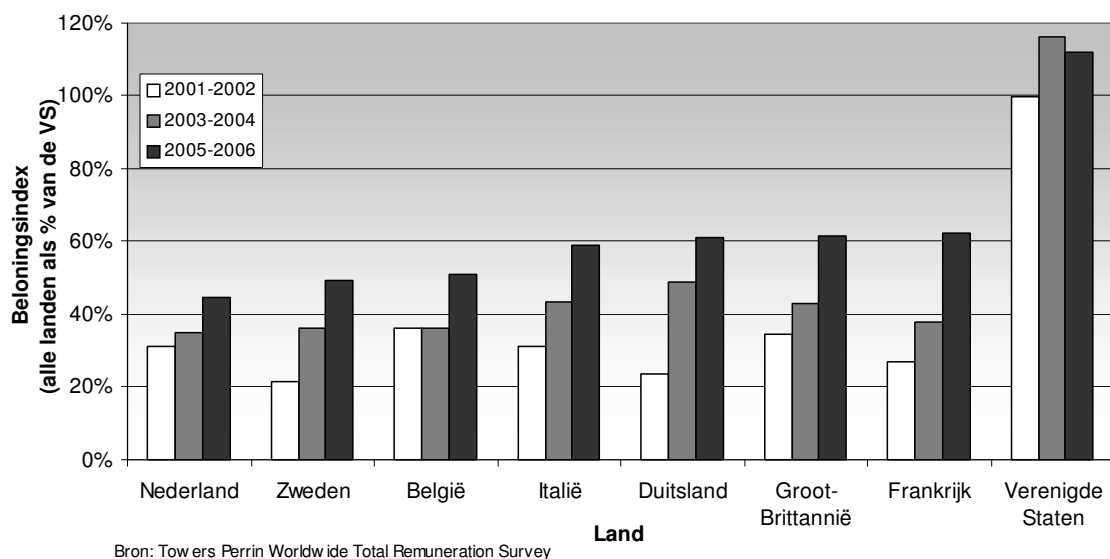
⁶⁵ Otten (2007)

3. Nederland in internationaal perspectief

Vanuit de (hoofdzakelijk) theoretische beschrijving van hoofdstuk 2 omtrent de werking van de arbeidsmarkt voor topbestuurders en het proces van de totstandkoming van beloningen gaat dit tweede hoofdstuk verder in op de resultante van dit proces; de huidige beloningspraktijk in Nederland gezien vanuit een internationaal perspectief. Dit internationale perspectief bestaat uit een aantal grote Europese landen⁶⁶. Als additioneel referentiepunt fungeert de Verenigde Staten. De interesse voor de Amerikaanse beloningspraktijk wordt dikwijls veroorzaakt door het vermeende ‘glazen bol effect’. Als de Amerikaanse praktijk inderdaad voorspellend is⁶⁷ voor Nederland (en de rest van Europa) wat staat Nederland dan te wachten? Figuur 3.1 geeft een gevoel voor de huidige internationale beloningsverschillen voor de voorzitter van de raad van bestuur⁶⁸. Voor vergelijkingdoeleinden is een ‘typische bestuursvoorzitter’ gecreëerd binnen vergelijkbare ondernemingen in de verschillende landen. Voor dit overzicht zijn dus niet de grootste ondernemingen in de verschillende landen gebruikt aangezien significante verschillen de vergelijking zouden vertroebelen. Ten aanzien van de structuur van de beloning zal later in dit hoofdstuk wel met name ingezoomd worden op grootste Europese en Amerikaanse ondernemingen.

Figuur 3.1

Geïndexeerde internationale beloningsverschillen als percentage van de VS (2001-2002) – typische bestuursvoorzitter positie van een productieonderneming met \$ 500 miljoen omzet



⁶⁶ Steeds zal worden uitgegaan van Groot-Brittannië, België, Frankrijk, Zweden, Duitsland en Italië.

⁶⁷ Cheffins & Thomas (2005) spreken in dit verband over de ‘Americanization of executive pay’.

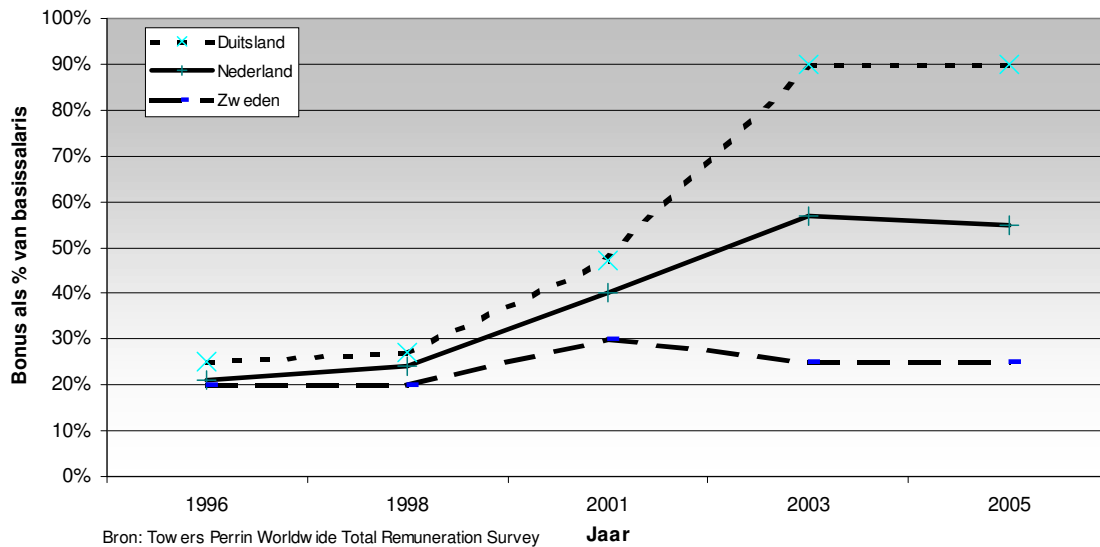
⁶⁸ Hierbij dient te worden opgemerkt dat het vergelijken van beloningshoogten niet zonder haken en ogen is. Ondernemingen van vergelijkbare omvang en complexiteit dienen met elkaar te worden vergeleken om een zinnige uitkomst te verkrijgen. Towers Perrin heeft hiervoor een ‘typische bestuursvoorzitter’ gecreëerd. Bij deze representatieve positie wordt uitgegaan van een productieonderneming met \$ 500 miljoen aan jaarlijkse omzet. Alle directe en indirecte beloningselementen zijn meegenomen.

De afgelopen jaren zijn de beloningen in Europa gestegen. Figuur 3.1 laat zien dat de totale beloning van de 'Europese bestuursvoorzitter dichter in de buurt is gekomen van de Amerikaanse bestuursvoorzitter. Het verschil blijft tot op de dag van vandaag overigens aanzienlijk; een Amerikaanse bestuursvoorzitter verdient al snel het dubbele van een gemiddelde bestuursvoorzitter binnen een onderneming met Europees hoofdkantoor. Figuur 3.1 laat ook zien dat Nederland in internationaal verband geen koploper is en eerder aan de onderkant dan aan de bovenkant van de band scoort in termen van beloningshoogte. Voorts zijn de stijgingen in de haar omringende landen over de afgelopen paar jaar groter geweest. Ook in vergelijking met het algemene beloningsniveau binnen de diverse landen, bijvoorbeeld uitgedrukt in de beloningsafstand tot een fabrieksarbeider, loopt Nederland niet aan kop. Sterker nog in relatieve zin is Nederland tussen het moment van de eerste meeting (2001/2002) en de laatste (2005/2006) gedaald van een top 3 positie naar de positie van hekkensluiter waarmee Nederland de kleinste afstand kent tussen de typische bestuursvoorzitter en een typische fabrieksarbeider, overigens redelijk vergelijkbaar met de positie in Zweden, België en Duitsland. In deze landen verdient de bestuursvoorzitter plusminus 20 keer zoveel als een fabrieksarbeider. In Groot-Brittannië is dit eerder 30 keer zoveel en in de Verenigde Staten 40 keer.

Het is van belang op te merken dat de opbouw van de beloning in verschillende landen er verschillend uitziet. In Zweden spelen allerlei vormen van 'benefits' (vrijwillige en onvrijwillige bijdragen van de onderneming) een belangrijke rol in het totale remuneratiepakket. Variabele beloning kent een lager gewicht. Voor een land als de Verenigde Staten geldt het omgekeerde.

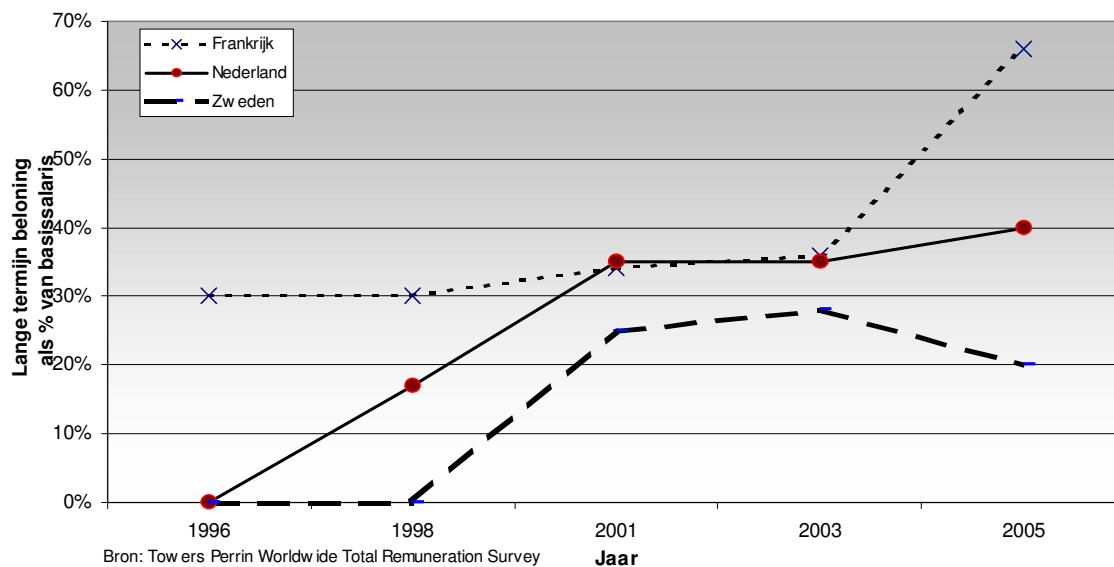
Over het algemeen heeft de ontwikkeling van variabele beloning een belangrijke rol gespeeld bij de stijging van de totale beloning (Conyon, 2006). In Europa is deze ontwikkeling met name over de afgelopen 10 jaar waar te nemen. In Figuur 3.2 is de *bonusontwikkeling* van de eerdergenoemde representatieve bestuursvoorzitter te zien als percentage van het vaste salaris over de periode 1996-2005. Waar in 1996 de teller stakte op rond de 20% is deze in 2005 naar plusminus 55% gestegen voor de Nederlandse context (met name de ontwikkeling is hier van belang en in mindere mate de absolute hoogte, die voor de grootste beursgenoteerde ondernemingen uitgebreid aan bod komt in paragraaf 3.2). Ter referentie is Duitsland en Zweden gegeven die respectievelijk het hoogste en laagste punt weerspiegelen binnen de gekozen Europese landen. Duitsland staat bekend om zijn hoge bonussen, Zweden om zijn algehele bescheiden variabele beloning. Opmerkelijk is voorts dat de meest extreme groei ten aanzien van de verhouding bonus – basissalaris achter de rug lijkt.

Figuur 3.2
Bonusontwikkeling in Nederland in het licht van de onder- en bovenkant van de markt



Ten aanzien van de *langetermijnbeloning* geeft Figuur 3.3 gevoel voor de relevante ontwikkelingen op dit gebied voor de eerdergenoemde ‘typische CEO’. Waar in 1996 nog nauwelijks tot geen sprake was van langetermijnbeloning (zoals opties en /of aandelen) is deze vorm van beloning in 2005 gestegen naar 40% van het basissalaris binnen de Nederlandse context (wederom is met name de ontwikkeling hier relevant en in mindere mate de absolute hoogte, welke uitgebreid aan bod komt in paragraaf 3.2). Referentiepunten zijn dit keer Frankrijk, die de bovenkant van de ontwikkeling representeert en bekend staat om zijn grote langetermijnbeloningscomponent, en Zweden die de onderkant van de ontwikkeling weergeeft.

Figuur 3.3
Ontwikkeling langetermijnbeloning in Nederland in het licht van de onder- en bovenkant van de markt



De Verenigde Staten zijn in Figuur 3.2 en 3.3 niet weergegeven. Waar de ontwikkeling van de jaarlijkse bonus in Amerika nog een redelijke gelijkenis vertoont met de Europese groei is deze voor de langetermijnbeloning op geen enkele manier in overeenstemming te brengen. De Franse niveaus maal 3 komen in de richting van wat een explosieve groei mag worden genoemd. Over de oorzaak van deze ontwikkeling zijn tekstboeken volgeschreven. Jensen, Murphy en Wruck (2004) vatten samen en zien meerdere oorzaken, onder meer fiscale bevoordeling van variabele beloning en de gepercipieerde lage kosten van opties. Ook academici gaan niet vrijuit, Jensen en Murphy voorop, aangezien zij in 1990 aantoonde dat CEOs zouden worden betaald als 'bureaucraten' met weinig prikkels om de waarde van de onderneming te verhogen (Jensen & Murphy 1990a, 1990b).

Bovenstaande ontwikkelingen voor de voorzitter van de raad van bestuur gelden grosso modo ook voor de andere leden van het bestuur maar minder geprononceerd. Als gevolg van de toegenomen (ex ante) variabele beloningscomponent is bovendien een grotere variatie waar te nemen van gerealiseerde ex post beloningen. Waar voorheen het vaste salaris en een bescheiden bonus de belangrijkste directe beloningselementen waren, kunnen een toegenomen bonus en langetermijnbeloning nu uitschieters veroorzaken, die ook de aandacht van het grote publiek niet missen. Met de toegenomen waarde van variabele beloning heeft ook de structurering hiervan aan belang gewonnen; hoe komt deze tot stand, hoe is deze in de praktijk vormgegeven en waaraan is deze gerelateerd?

Deze vragen zullen in de volgende paragrafen centraal staan alsmede de vraag hoe Nederland zich verhoudt tot de eerdergenoemde internationale context. De data voor dit

hoofdstuk zijn betrokken van Towers Perrin en betreffen een combinatie van ervaring, databasegegevens en publieke bronnen. Vragenlijsten zijn ingevuld door consultants in de diverse landen voor wat betreft de grootste beursgenoteerde ondernemingen in de verschillende landen. Tabel 3.1 geeft een overzicht van de landen die betrokken zijn in het onderzoek en de specifieke ondernemingsfocus:

Tabel 3.1
Landen en ondernemingen betrokken in het onderzoek

| Land | Specifieke ondernemingsfocus | Mediaan marktkapitalisatie (oktober 2007 x mln) |
|------------------|------------------------------|--|
| Nederland | AEX 25 | € 11.972 |
| Groot-Brittannië | FTSE 30 | € 48.118 |
| Duitsland | DAX 30 | € 20.477 |
| Frankrijk | CAC 40 | € 25.406 |
| België | BEL 20 | € 6.535 |
| Italië | MIB 30 | € 10.889 |
| Zweden | OMXS 30 | € 6.825 |
| Verenigde Staten | Fortune 500 | € 6.500 ⁶⁹ |

Voor Europa zijn de ondernemingen in de belangrijkste beursgraadmeter genomen (20 tot 40 ondernemingen). Voor de Verenigde Staten is uitgegaan van een veel bredere groep ondernemingen voornamelijk uit de Fortune 500 om een representatief beeld te schetsen van de top van de Amerikaanse markt (welke aanzienlijk breder is dan in de individuele Europese landen). Het hoofdstuk is als volgt gestructureerd: paragraaf 3.1 heeft aandacht voor de generieke context waarin beloningsbeslissingen in de diverse landen worden genomen (zoals bestuursstructuur en fiscale behandeling). Paragraaf 3.2 richt zich op de ex ante beloningshoogte. Hoe komt deze tot stand (welke referentiegroep wordt gebruikt) en wat zijn de uitkomsten op dit moment (2006 beeld) binnen de grootste beursvennootschappen (kortetermijnbeloning, langetermijnbeloning, vast versus variabel)? Paragraaf 3.3 gaat in op de beloningsstructuur. Hoe is de korte- en langetermijnbeloning vormgegeven (vorm van uitbetaling, gebruik van prestatie maatstaven, doelstellingen etc.)? Ontslagvergoedingen, onder meer in geval van fusies en overnames (change in control), staan centraal in paragraaf 3.4.

3.1 Generieke context waarin beloningsbeslissingen worden genomen

In deze paragraaf wordt kort de context waarin beloningsbeslissingen worden genomen gekenschetst. Zoals is beargumenteerd in hoofdstuk 2 is context één van de bepalende factoren voor beloningsuitkomsten.

Tabel 3.2 geeft een overzicht van het meest voorkomende bestuursmodel in de landen betrokken in dit onderzoek: enkelvoudig ('one-tier') of dual ('two-tier'), en geeft

⁶⁹ Het mediaan getal voor Amerika lijkt relatief klein. Hier is echter sprake van 500 ondernemingen. Dit betekent dat 250 ondernemingen boven deze waarde zitten en 250 eronder (boven en onderkant van de Fortune 500). In de overige landen is het aantal ondernemingen van deze omvang aanzienlijk beperkter en zijn maximaal 40 ondernemingen aan de bovenkant van de markt meegenomen.

antwoord op de vraag of er sprake is van een kerncommissie die zich in het bijzonder bezighoudt met het onderwerp bestuurdersbeloningen.

Tabel 3.2

Meest voorkomende bestuursstructuur plus prevalentie aparte kerncommissie

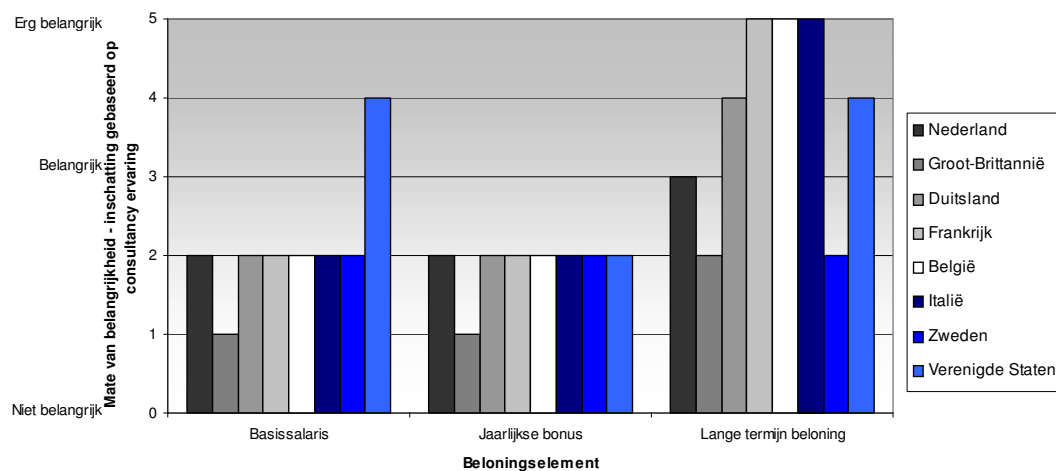
| Land | Meest voorkomende bestuursstructuur | Aanwezigheid van beloningscommissie of aparte kerncommissie |
|------------------|-------------------------------------|---|
| Nederland | Duaal | 96% |
| Groot-Brittannië | Enkelvoudig | 100% |
| Duitsland | Duaal | 90% |
| Frankrijk | Enkelvoudig | 95% |
| België | Enkelvoudig | 100% |
| Italië | Enkelvoudig | 100% |
| Zweden | Duaal | 100% |
| Verenigde Staten | Enkelvoudig | 100% |

In de meeste ondernemingen is sprake van een aparte kerncommissie die zich bezighoudt met het beloningsonderwerp. In diverse landen is dit een expliciete ‘best practice’ bepaling in de nationale corporate governance code. In 2006 heeft binnen de Nederlandse AEX ondernemingen alleen TomTom geen aparte kerncommissie (gezien de beperkte omvang van de raad van commissarissen).

Een vaak besproken en waarneembare contextuele factor die het beloningsontwerp kan beïnvloeden is de fiscale behandeling van diverse beloningselementen. Figuur 3.4 maakt een opsplitsing tussen basissalaris, kortetermijnbonus en de langetermijnbeloning. Het gepercipieerde belang van fiscaliteit in de vaststelling van het beloningspakket is direct gerelateerd aan de mate waarin beloningselementen anders worden behandeld. Deze specifieke behandeling kan betrekking hebben op de onderneming of de individuele bestuurder.

Figuur 3.4

Belang van belastingrestricties bij het ontwerp van het beloningspakket



Ten aanzien van het basissalaris gelden in Europa nauwelijks specifieke bepalingen, alhoewel er (significante) verschillen bestaan in de hoogte van bijvoorbeeld de inkomstenbelasting. Bij een adequate beoordeling van salarissen tussen bestuurders, belastingplichtig in verschillende landen, dient dit in het achterhoofd te worden gehouden. Figuur 3.4 neemt deze politieke realiteit als gegeven. In het Europa van de onderzochte landen is geen sprake van specifieke regelingen zoals in de Verenigde Staten waarbij binnen beursgenoteerde ondernemingen vast salaris boven \$ 1 miljoen van de bestuursvoorzitter (en andere namen uit de ‘proxy statements’) niet fiscaal mag worden afgetrokken. Slechts prestatiegerelateerde beloning boven dit bedrag komt hiervoor in aanmerking waarbij in de ‘sectie 162(m) provisies’ gedetailleerde regels worden gegeven voor het begrip ‘prestatiegerelateerd’⁷⁰.

Met betrekking tot de jaarlijkse bonus (die meestal in cash wordt uitbetaald) spelen geen specifieke bijzonderheden. In Amerika moet deze vorm van beloning wel kwalificeren als gerelateerd aan de prestaties van de onderneming om voor de onderneming fiscaal aftrekbaar te zijn, doorgaans in lijn met de bedoeling van deze beloningsvorm⁷¹.

De algemene trend in Figuur 3.4 is duidelijk zichtbaar. Met name de langetermijnbeloningscomponent is omgeven door fiscale afwegingen. Indien sprake is van een ongelijke fiscale behandeling van verschillende verschijningsvormen wordt hiermee rekening gehouden. In het Groot-Brittannië en Zweden waar nauwelijks tot geen sprake is van een andere behandeling speelt fiscale optimalisatie binnen de beloningspakketten voor topbestuurders een zeer beperkte rol⁷². In Nederland was hiervan ook even sprake na de gelijkstelling van de fiscale behandeling tussen opties en aandelen voor de ontvanger. Sinds het begin van 2007 is echter de vennootschapsbelasting aangepast en zijn optie- en aandelenplannen niet langer fiscaal aftrekbaar (tenzij sprake is van zogenaamde ‘fantom opties of aandelen’ die uitbetaald worden in cash). De verwachting is dat dit leidt tot een belangrijker gewicht van fiscaliteit in het ontwerp van de langetermijnbeloning. In Duitsland waar een dergelijke regeling al langer van kracht is speelt fiscale optimalisatie inderdaad een belangrijke rol en is vaker dan in Nederland sprake van uitbetaling in contanten. Met name in landen waar opties en of aandelen fiscaal aantrekkelijk zijn lijkt fiscale optimalisatie zelfs een doorslaggevende rol te spelen. Frankrijk, België en Italië zijn hiervan voorbeelden⁷³. Voor ‘gekwalficeerde’ optie en aandelenplannen bestaat in Frankrijk een voordelige behandeling. In België en Italië is sprake van fiscaal voordelige optieplannen. Het een en ander komt tot uitdrukking in de prevalentie van plannen (zie paragraaf 3.3 inzake langetermijnbeloning).

⁷⁰ Indien hieraan wordt voldaan ontstaan zogenaamde ‘qualified incentives’.

⁷¹ Interessant om op te merken is dat de regels hieromtrent bepalen dat sprake moet zijn van een objectieve formule die vastgesteld dient te zijn aan het begin van de prestatieperiode en door een derde partij nagerekend moet kunnen worden. Discretionaire aanpassingen zijn mogelijk maar slechts indien deze de uitbetaling neerwaarts beïnvloeden.

⁷² In Groot-Brittannië zijn wel fiscaal aantrekkelijke constructies mogelijk, zoals: Savings Related Share Option Scheme (SAYE), Enterprise Management Incentive (EMI), Company Share Option Plan (CSOP) en Share Incentive Plan (SIP), in lijn met vastgestelde criteria en binnen bepaalde grenzen.

⁷³ In de VS is een mogelijkheid voor een fiscaal aantrekkelijk optieplan (Incentive Stock Option of ISO) maar deze vorm kent een jaarlijkse (vesting) limiet van \$ 100,000 (gebaseerd op de uitoefenprijs).

3.2 Manier waarop de beloningshoogte wordt vastgesteld en resultaat

De ex ante beloningshoogte wordt bij grote beursgenoteerde ondernemingen hoofdzakelijk bepaald op basis van een externe referentiegroep. Interne verhoudingen worden in de overweging meegenomen maar zijn voor het raad van bestuur niveau niet van doorslaggevende betekenis. Hiermee wordt de aard van de externe referentie zeer van belang; hoeveel ondernemingen zijn opgenomen in de 'peer group', betreffen het ondernemingen met hetzelfde type activiteiten (zelfde sector) of andere, is hoofdzakelijk sprake van ondernemingen uit het eigen land of betreft het een internationale groep van ondernemingen? In Tabel 3.3 worden de eerste twee vragen beantwoord, Tabel 3.4 beantwoordt de laatste.

Tabel 3.3
De opbouw van de externe arbeidsmarktreferentiegroep ('peer group')

| Externe referentiegroep | Aantal | Cross sector | Combinatie | Sector specifiek |
|-------------------------|-----------|--------------|------------|------------------|
| Nederland | 15 tot 25 | 27% | 27% | 46% |
| Groot-Brittannië | 15 tot 30 | 70% | n/a | 30% |
| Duitsland | 10 tot 30 | 80% | n/a | 20% |
| Frankrijk | 10 tot 30 | 85% | n/a | 15% |
| België | 15 tot 25 | Regelmatig | n/a | Indien mogelijk |
| Italië | 6 tot 15 | 70% | n/a | 30% |
| Zweden | 5 tot 15 | 80% | n/a | 20% |
| Verenigde Staten | 15 tot 40 | Voornamelijk | n/a | Zelden |

In termen van het aantal ondernemingen waar de referentiegroep uit bestaat is niet erg veel verschil waar te nemen tussen de landen. Italië en Zweden zitten overigens wel duidelijk aan de onderkant van de band en de Verenigde Staten aan de bovenkant. Het is een interessant gegeven dat buiten Nederland met name cross sector 'peer groups' worden gebruikt. De Nederlandse (AEX) ondernemingen kiezen vaker voor een sector specifieke groep of een combinatie van beiden.

Tabel 3.4 toont de mate waarin deze referentiegroepen nationaal of internationaal zijn georiënteerd.

Tabel 3.4
Het karakter van de externe arbeidsmarktreferentiegroep

| Externe referentiegroep | Nationaal | Internationaal |
|-------------------------|---------------------|-------------------------|
| Nederland | 8% | 92% |
| Groot-Brittannië | 70% | 30% |
| Duitsland | 90% | 10% |
| Frankrijk | 85% | 15% |
| België | Indien cross sector | Indien sector specifiek |
| Italië | 35% | 65% |
| Zweden | 80% | 20% |
| Verenigde Staten | Voornamelijk | Zelden |

Binnen de grote Europese landen en Amerika wordt met name naar ondernemingen binnen de eigen landsgrenzen gekeken. Ook de Zweedse referentiegroepen zijn met name nationaal georiënteerd. De meeste Nederlandse ondernemingen, opgenomen in de AEX,

hebben een internationale referentiegroep (in mindere mate geldt dit ook voor Italië), waarbij overigens opgemerkt dient te worden Amerikaanse ondernemingen doorgaans niet in de vergelijking worden betrokken.

Bij het opstellen van een arbeidsmarktreferentiegroep, ten einde een ankerpunt te bepalen om de ex ante hoogte van de totale directe beloning voor de raad van bestuur op te enten, zijn twee vragen met name van belang:

- Waarvandaan verwacht de onderneming toekomstig toppotentieel aan te trekken?
- Aan wie verwacht de onderneming bestuurders kwijt te raken?

Deze twee vragen worden door ondernemingen met een Nederlands hoofdkantoor vaker dan door buitenlandse ondernemingen, beantwoordt met een verwijzing naar ondernemingen buiten de eigen landsgrenzen en binnen de eigen of aanverwante sector. Tabel 3.3 en 3.4 staan hiermee ook in onderling verband. Aangezien Nederland een relatief klein land is zal het samenstellen van een robuuste groep sectorgenoten (van gelijke omvang / complexiteit) binnen Nederland een lastige aangelegenheid zijn en daarmee wordt al snel het blikveld verruimt.

In het algemeen kijken ondernemingen met name naar de mediaan (middelste waarneming) van de gedefinieerde markt als referentiepunt. Voor de variabele beloning wordt hier in enkele gevallen van afgeweken en wordt een boven-mediaan referentieniveau genomen (bijvoorbeeld tussen het 60^{ste} en 75^{ste} percentiel) om de prestatiegedrevenheid te verhogen.

Om een gevoel te geven voor waar dit toe geleid heeft binnen de ondernemingen in de verschillende landen wordt in Tabel 3.5 een overzicht gegeven van de hoogte van de variabele beloning als percentage van het basissalaris, onderverdeeld in 'target bonus' (bonus die wordt verdiend als de doelstellingen worden gehaald), maximum bonus (maximale bonus die kan worden verdiend als een significant beter resultaat is behaald) en de verwachtingswaarde van de langetermijnbeloningscomponent voor de voorzitter en lid van de raad van bestuur. Alle cijfers zijn verzameld op het 25^{ste} percentiel van de markt, de mediaan en het 75^{ste} percentiel om de spreiding van de markt in beeld te krijgen.

De verschillen tussen de voorzitter en lid van de raad van bestuur zijn in de verschillende landen in verschillende mate aanwezig. De aard van de verschillen geeft een initiële aanwijzing voor de mate waarin sprake is van een collegiaal bestuur met de bestuursvoorzitter als primus inter pares versus een 'CEO-model' waarin de bestuursvoorzitter een aparte status kent. Overigens is het een simplificatie om te spreken van 'de leden van de raad van bestuur' in de verschillende landen. In een enkelvoudige bestuursstructuur is het niet ongebruikelijk dat vanuit het management slechts de bestuursvoorzitter onderdeel is van de 'one tier board' en hierdoor een andere verantwoordelijkheid kent dan de 'overige leden van de raad van bestuur'.

Figuur 3.5
Variabele beloning als percentage van het (vaste) basissalaris

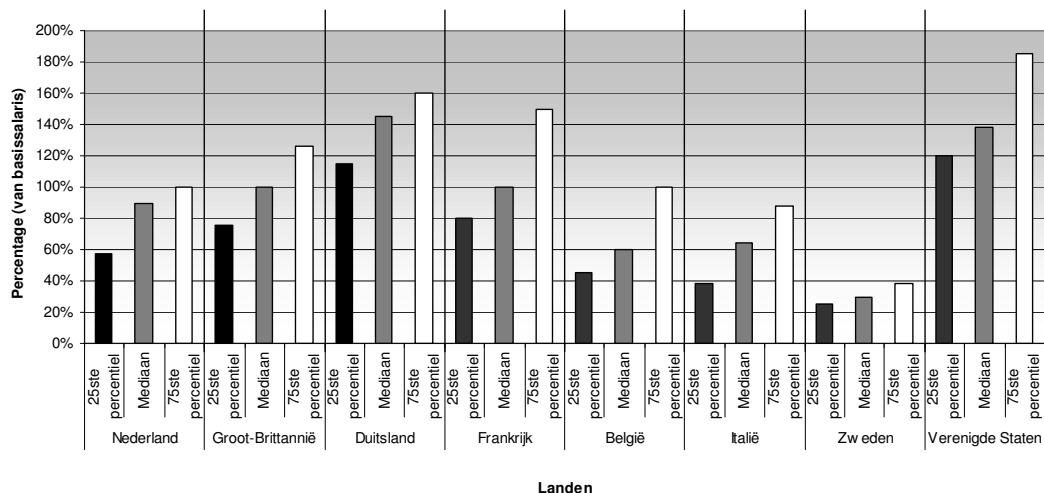
| | Voorzitter Raad van Bestuur / CEO | | | Lid Raad van Bestuur | | |
|---|-----------------------------------|---------|------------------|-------------------------|---------|------------------|
| | 25ste percentiel | Mediaan | 75ste percentiel | 25ste percentiel | Mediaan | 75ste percentiel |
| | Nederland | | | Nederland | | |
| Target bonus | 57% | 90% | 100% | 53% | 61% | 80% |
| Maximum bonus | 81% | 144% | 159% | 77% | 100% | 125% |
| Verwachtingswaarde lange termijn beloning | 42% | 62% | 126% | 47% | 58% | 89% |
| | Groot-Brittannië | | | Groot-Brittannië | | |
| Target bonus | 76% | 100% | 126% | 60% | 75% | 113% |
| Maximum bonus | 125% | 180% | 205% | 100% | 150% | 164% |
| Verwachtingswaarde lange termijn beloning | 80% | 132% | 184% | 56% | 98% | 130% |
| | Duitsland | | | Duitsland | | |
| Target bonus | 115% | 145% | 160% | 100% | 140% | 160% |
| Maximum bonus | 200% | 280% | 320% | 190% | 270% | 300% |
| Verwachtingswaarde lange termijn beloning | 30% | 70% | 120% | 30% | 70% | 125% |
| | Frankrijk | | | Frankrijk | | |
| Target bonus | 80% | 100% | 150% | 40% | 50% | 65% |
| Maximum bonus | 120% | 160% | 220% | 60% | 75% | 100% |
| Verwachtingswaarde lange termijn beloning | 100% | 150% | 250% | 80% | 100% | 140% |
| | België | | | België | | |
| Target bonus | 45% | 60% | 100% | 30% | 50% | 70% |
| Maximum bonus | 80% | 100% | 145% | 60% | 80% | 100% |
| Verwachtingswaarde lange termijn beloning | 25% | 50% | 85% | 20% | 30% | 70% |
| | Italië | | | Italië | | |
| Target bonus | 38% | 64% | 88% | 28% | 40% | 50% |
| Maximum bonus | 60% | 100% | 200% | 35% | 55% | 80% |
| Verwachtingswaarde lange termijn beloning | 35% | 65% | 92% | 26% | 38% | 79% |
| | Zweden | | | Zweden | | |
| Target bonus | 25% | 30% | 38% | 20% | 25% | 30% |
| Maximum bonus | 50% | 55% | 75% | 36% | 50% | 80% |
| Verwachtingswaarde lange termijn beloning | 0% | 15% | 31% | 0% | 10% | 26% |
| | Verenigde Staten | | | Verenigde Staten | | |
| Target bonus | 120% | 138% | 185% | 60% | 85% | 100% |
| Maximum bonus | 240% | 276% | 370% | 120% | 170% | 200% |
| Verwachtingswaarde lange termijn beloning | 360% | 499% | 609% | 180% | 256% | 347% |

Als gekeken wordt naar de mediaan totale variabele beloning als percentage van het vaste salaris, staat Duitsland bovenaan en vervolgens Nederland in termen van 'collegialiteit'. Hier zijn de verschillen het kleinst tussen de voorzitter en het lid. De Verenigde Staten en vervolgens Frankrijk scoren het hoogst op het CEO-model. In de Verenigde Staten lopen de verschillen op tot ongeveer 100%, in welk geval de bestuursvoorzitter recht heeft op het dubbele van wat het representatieve lid van de Raad van bestuur verdient. In termen van waarde zijn de verschillen tussen de voorzitter en het bestuurslid over de gehele linie meer geprononceerd door verschillen in het onderliggende basissalaris.

Kortetermijnbonus

Voor verder inzicht in de relatieve positie van Nederland in termen van variabele beloning geven de Figuren 3.6 tot en met 3.9 staafdiagrammen met een weergave van de hoogte van de target bonus en de langetermijnbeloning.

Figuur 3.6
De hoogte van de jaarlijkse target bonus als percentage van het basissalaris
Bestuursvoorzitters



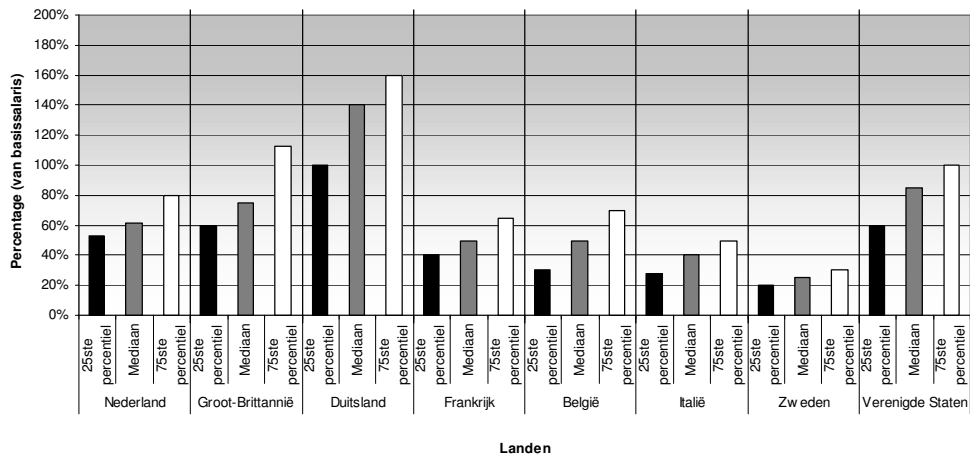
Figuur 3.2 gaf reeds een overzicht van de ontwikkeling van de bonuscomponent voor een ‘typische CEO’ die direct vergelijkbaar was tussen de verschillende landen. Figuur 3.6 en 3.7 geven de huidige daadwerkelijke stand van zaken binnen de grootste beursgenoteerde fondsen in de verschillende landen. Een directe vergelijking is daardoor lastiger. Toch zijn de figuren informatief over specifieke ‘gebruiken’ binnen de verschillende markten. Als gekeken wordt naar de stand van zaken binnen de DAX 30 ondernemingen versus de ondernemingen in de andere Europese beursgraadmeters, kent Duitsland de hoogste bonussen. De maximale bonus (in tegenstelling tot de ‘target bonus’) kan in Duitsland meer dan 3 keer het jaarsalaris bedragen. In de Nederlandse context wordt dit niet geobserveerd. Een maximale bonus van rond de 150% is eerder een representatief getal. De mediaan target bonus binnen de AEX ligt op 90% van het basissalaris. Zweden kent een zeer beperkte bonuscomponent. De Verenigde Staten dienen weer als ‘absoluut’ referentiepunt. De bonusgetallen komen redelijk overeen met de Duitse situatie. Het 75^{ste} percentiel van de Amerikaanse markt ligt echter hoger, wat mede wordt veroorzaakt door de grootte van de ondernemingen in de Amerikaanse steekproef (welke in het hoogste kwart boven de Duitse ondernemingen zit).

Aangezien er verschillen zijn in de aard van bestuursstructuur en hiermee ook de mate waarin collegialiteit een rol speelt, liggen de verhoudingen voor het lid van de raad van bestuur iets anders, zoals te zien in Figuur 3.7.

Voor de landen met een sterk CEO-model zoals Frankrijk en de Verenigde Staten, geldt dat de niveaus sterk teruglopen voor het lid van de raad van bestuur in vergelijking met de voorzitter. In een land als Duitsland maar ook landen als België en Zweden is dit veel

minder het geval. Duitsland, Groot-Brittannië en Nederland vormen de top 3 in Europa met de hoogste bonussen voor de leden van de raad van bestuur.

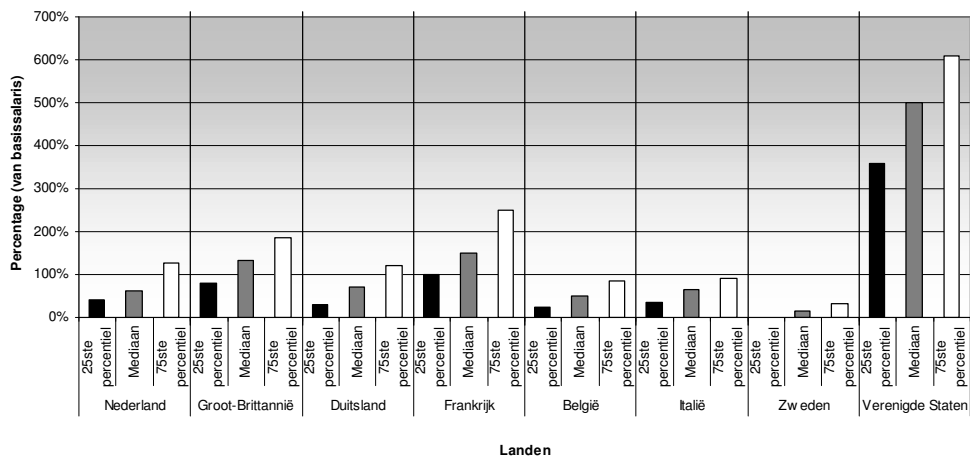
Figuur 3.7
De hoogte van de jaarlijkse target bonus als percentage van het basissalaris
Overige bestuurders



Langetermijnbeloning

Ten aanzien van de langetermijnbeloning geeft Figuur 3.8 de internationale context voor de positie van bestuursvoorzitter.

Figuur 3.8
De verwachtingswaarde van de langetermijnbeloning als % van het basissalaris
Bestuursvoorzitters

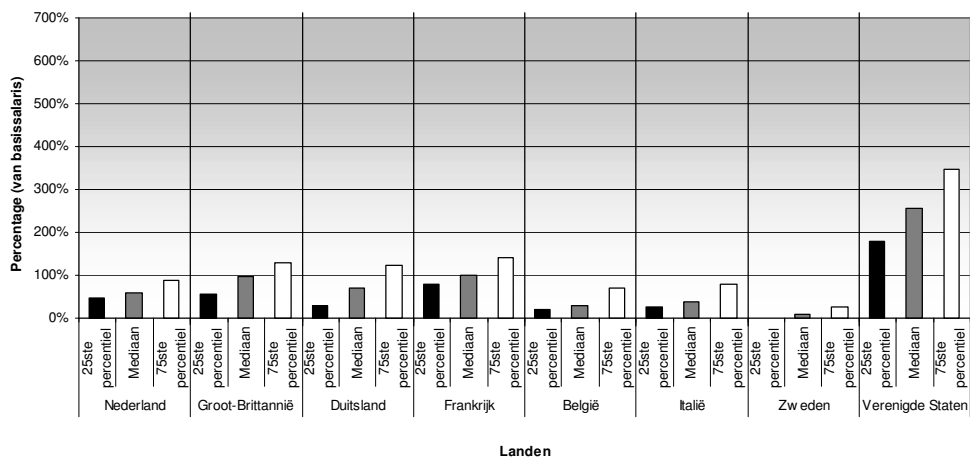


Ten aanzien van de ontwikkeling over de afgelopen jaren gaf Figuur 3.3 reeds te kennen dat in Frankrijk deze groei heeft geresulteerd in de hoogste langetermijnbeloningsniveaus

van het onderzochte Europa. Nederland bevindt zich ongeveer op hetzelfde niveau als Duitsland, beiden onder Groot-Britannië. Ook in deze steekproef van de grootste beursgenoteerde ondernemingen kent Zweden de laagste percentages. De Verenigde Staten staan op eenzame hoogte als het gaat om het langetermijnbeloningsniveau (hierbij dient onder meer in het achterhoofd te worden gehouden dat pensioentoezeggingen in Amerika doorgaans schraler zijn en vermogensopbouw plaatsvindt via de langetermijnbeloning).

Voor het lid van de raad van bestuur neemt de langetermijnbeloningscomponent als percentage van het basissalaris over de gehele linie af, behalve in Duitsland. Voor een adequate vergelijking zijn de assen van Figuur 3.9 op gelijke schaal gelaten als in Figuur 3.8 (bestuursvoorzitter vergelijking). Frankrijk, Groot-Britannië en Duitsland voeren de Europese lijst aan. Nederland kent een mediaan positie.

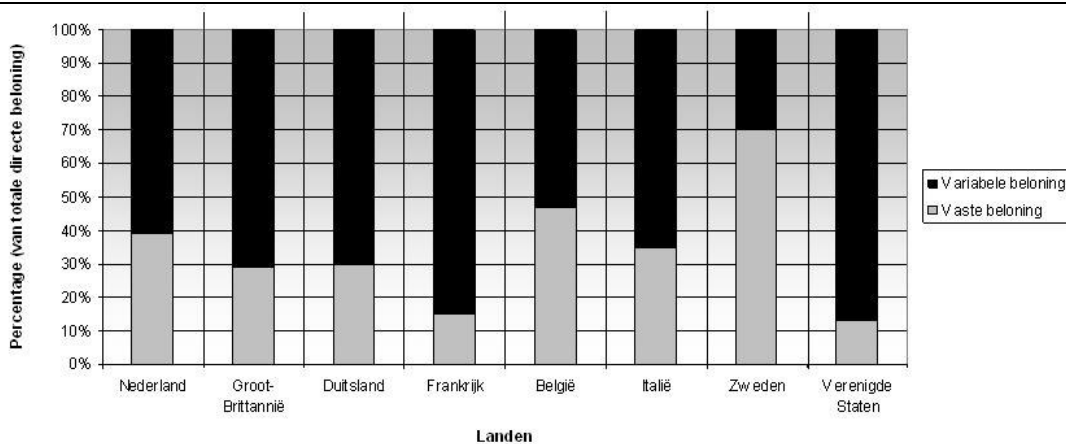
Figuur 3.9
De verwachtingswaarde van de langetermijnbeloning als % van het basissalaris
Overige bestuurders



Beloningsmix – vast versus variabel

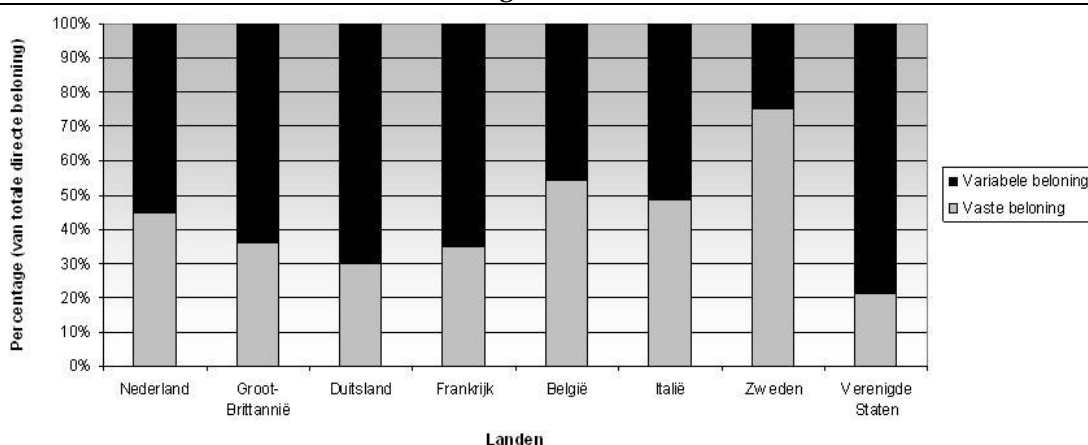
De typische verhouding tussen vaste en variabele beloning (mediaan van de markt) is weergegeven in Figuur 3.10.

Figuur 3.10
Mediaan beloningsmix als percentage van totale directe beloning
Bestuursvoorzitters



Figuur 3.10 laat zien dat Nederland op de derde plek staat na België en Zweden als het land met hoogste verhouding vast versus variabel. Met andere woorden, hoewel variabele beloning aan importantie heeft gewonnen over de afgelopen jaren vormt de variabele beloningscomponent nog steeds minder dan in de andere Europese landen de totale directe beloning van de voorzitter van de raad van bestuur. Het contrast is mat name groot tussen Zweden en de Verenigde Staten. Tussen deze twee landen bestaan volledig andere beloningsfilosofieën gezien het significante verhoudingsverschil; vast versus variabel is 70:30 in Zweden en 13:87 in Amerika. Figuur 3.10 geeft deze verhoudingen voor een lid van de raad van bestuur.

Figuur 3.11
Mediaan beloningsmix als percentage van totale directe beloning
Overige bestuurders



Alhoewel de verschillen voor het lid van de raad van bestuur minder uitgesproken zijn dan zoals waarneembaar voor de bestuursvoorzitterpositie, zijn er duidelijk landen waarin

sprake is van een kleinere dan wel een grotere variabele beloningscomponent. Zweden zit wederom aan de onderkant van de band (75:25 vast versus variabel). België kent daarna de laagste variabele component gevolgd door Italië en Nederland welke op ongeveer dezelfde beloningsmix zitten (plus minus 45: 55).

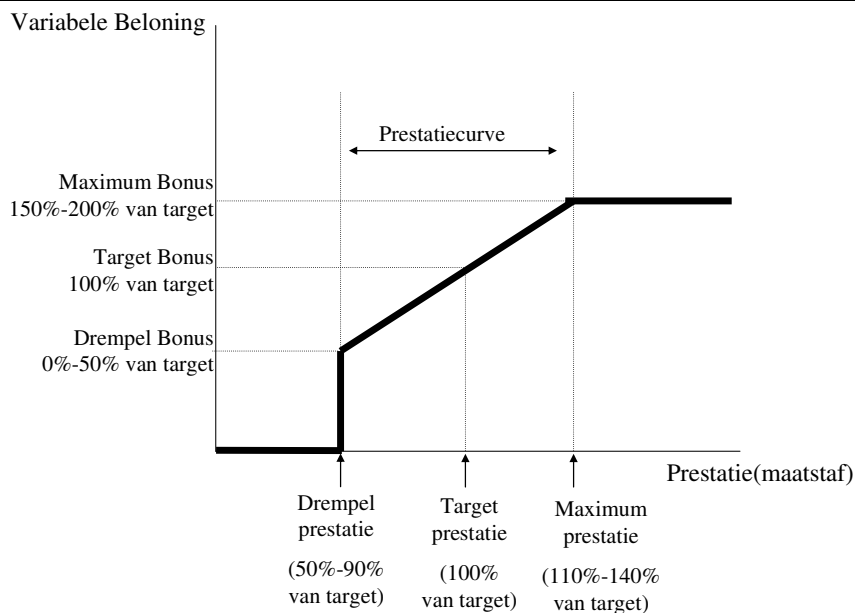
3.3 Beloningsstructuur

Na de hoogte van de variabele beloning te hebben besproken en de mate van importantie in de totale directe beloning te hebben geduïd, geeft deze paragraaf een overzicht van de beloningsstructuur. Een splitsing wordt aangebracht tussen de kortetermijnbeloning (jaarlijkse bonus) en de langetermijnbeloning die doorgaans kan worden verdiend over een periode van meerdere jaren.

Kortetermijnbeloning

De kortetermijnbeloning wordt doorgaans over één jaar verdiend op basis van de geleverde prestatie(s) ten opzichte van de vooraf bepaalde doelstelling(en). Vaak is er een minimum prestatieniveau vastgesteld waaronder geen bonus wordt uitbetaald. Binnen de meeste ondernemingen is tevens een maximum vastgesteld dat correspondeert met een overeengekomen ‘maximum prestatieniveau’; zelfs indien de bestuurder beter presteert is de uitbetaling op dit niveau gemaximeerd. Het gebied tussen deze twee punten wordt dikwijls verbonden met een lineaire lijn; de ‘prestatiecurve’, zoals weergegeven in Figuur 3.12.

Figuur 3.12
Meest voorkomende kortetermijnbeloningsstructuur



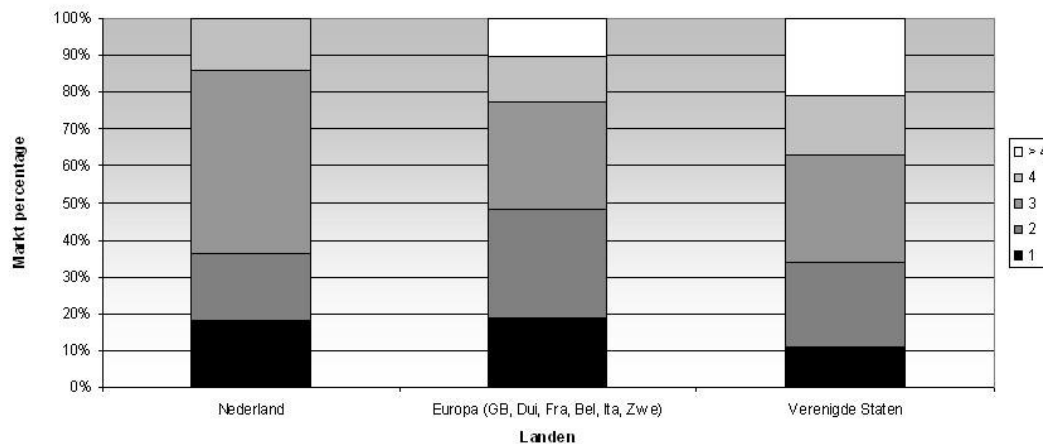
De uitbetaling van de bonus vindt, binnen de onderzochte groep ondernemingen, over het algemeen volledig plaats in cash. In de meeste Europese landen inclusief Nederland (maar exclusief Duitsland) kent 5% tot 15% van de ondernemingen een gecombineerde

uitbetaling in cash en aandelen. In Groot-Brittannië is hiervan veel vaker sprake en kent ongeveer de helft van de onderzochte ondernemingen een dergelijke gecombineerde uitbetaling. In de Verenigde Staten is een uitbetaling in contanten de norm. Plusminus 5% van de ondernemingen betaalt geen cash maar kent opties of aandelen toe.

Het grootste deel van de bonus is gebaseerd op financiële prestatemaatstaven. Het gebruik van meerdere financiële maatstaven om de prestatie van de bestuurder / onderneming te meten is veelvoorkomend. Figuur 3.13 geeft het marktoverzicht waarbij de Europese markt geaggregeerd is weergegeven.

Het gebruik van één financiële maatstaf is ongebruikelijk. In de Nederlandse en geaggregeerde Europese markt wordt dit niet vaker geobserveerd dan binnen 1/5^{de} van de ondernemingen. Binnen de individuele Europese markten Italië, Frankrijk en Groot-Brittannië liggen deze cijfers nog lager. In Duitsland en Zweden is hiervan echter vaker spraken (plus minus 1/3^{de} en 1/2^{de} respectievelijk). Binnen de Verenigde Staten gebruikt ongeveer 1/10^{de} van de onderneming één financiële maatstaf. De meeste ondernemingen gebruiken 2 of 3 maatstaven. In Nederland is het gebruik van 4 financiële maatstaven ongebruikelijk en meer dan 4 financiële maatstaven niet geobserveerd (zie ook paragraaf 4.4). Het gebruik van meer dan 4 financiële maatstaven wordt wel in Groot-Brittannië en de Verenigde Staten aangetroffen.

Figuur 3.13
Aantal financiële prestatemaatstaven dat wordt gebruikt in de jaarlijkse bonus



Tabel 3.6 geeft inzicht in de aard van de meest gebruikte maatstaven (volgorde van prevalentie).

Tabel 3.6
Top 5 van de meest gebruikte maatstaven binnen de kortetermijnbeloning

| | Nederland | Europa (GB, Dui, Fra, Bel, Ita, Zwe) | Verenigde Staten |
|---|-------------------------|--------------------------------------|--------------------|
| 1 | Operationale winst | Operationale winst | Omzet |
| 2 | Omzet | Omzet | Winst per aandeel |
| 3 | Economische winst (EVA) | Winst per aandeel | Operationale winst |
| 4 | Kasstroom | Rendement op vermogen | Nettowinst |
| 5 | Nettowinst | Nettowinst | Kasstroom |

De meest gebruikte maatstaven zijn te kwalificeren als (boekhoudkundige) groeimaatstaven in tegenstelling tot bijvoorbeeld waardecreatie- of rendementmaatstaven. Er bestaat bovendien een interessant verschil in gebruik. Zowel in Duitsland als Groot-Brittannië is ‘winst onder aan de streep’ de meest voorkomende manier om prestaties te meten. In Duitsland wordt hiervoor echter nettowinst gebruikt en is geen sprake van het gebruik van winst per aandeel binnen bonusplannen. In Groot-Brittannië is precies het tegenovergestelde het geval. Het is van belang op te merken dat rendementmaatstaven net buiten de top 5 vallen in Nederland en de Verenigde Staten (in Europa staat deze maatstaf op de vierde plaats).

Meerdere maatstaven worden doorgaans via de ‘additieve methode’ gecombineerd. Dit wil zeggen dat bonusuitkeringen per individuele maatstaven wordt toegekend en vervolgens opgeteld om de uiteindelijke bonus te bepalen. Een zeer beperkt aantal ondernemingen hanteert de ‘multiplicatieve methode’. Verschillende bonuselementen zijn binnen dit systeem onderling verbonden en beïnvloeden op deze wijze de hoogte van de uiteindelijke uitkering. Een onderneming die bijvoorbeeld een omzetgroei-doelstelling heeft geformuleerd maar vindt dat dit niet ten koste mag gaan van het rendement (winstgevende groei) kan de bonus die verdiend is op basis van omzetgroei naar boven of beneden aanpassen op basis van een vooraf vastgestelde rendementseis.

De vraag hierbij is op elke wijze de doelstellingen (of ‘targets’) worden bepaald. Tabel 3.7 geeft een algemeen overzicht van de meest voorkomende grondslagen voor de doelstellingen.

Tabel 3.7
De grondslagen voor de bepaling van doelstellingen/targets

| Grondslag | Nederland | Europa (GB, Dui, Fra, Bel, Ita, Zwe) | Verenigde Staten |
|-----------------------------------|-----------|--------------------------------------|------------------|
| Budget | 68% | 63% | 37% |
| Jaarlijkse groei | 8% | 19% | 27% |
| Management verwachtingen | 8% | 13% | 25% |
| Relatief (t.o.v. referentiegroep) | 4% | 3% | 1% |
| Tijdloze standaard | 12% | 1% | 1% |
| Anders | 0% | 2% | 9% |
| Totaal | 100% | 100% | 100% |

In alle markten worden doelstellingen met name gekoppeld aan het vastgestelde budget. Waar het budget soms nog wat conservatief kan zijn, kunnen de verwachtingen van management hier tot op zekere hoogte van afwijken. Derhalve is deze vorm van het bepalen van doelstellingen als een aparte categorie weergegeven. Jaarlijkse groeidoelstellingen, waarbij ieder jaar een vastgestelde groei gehaald dient te worden, worden ook vaak gebruikt, zoals te zien in tabel 3.7. Relatieve prestatiemeting komt in de jaarlijkse bonus niet vaak voor. Min of meer hetzelfde geldt voor de tijdloze standaard. Deze vorm kan worden gebruikt bij rendementmaatstaven die jaarlijks eenzelfde eis kennen. Overigens dient het begrip ‘tijdloos’ niet al te letterlijk genomen te worden. Zelfs een dergelijke standaard dient periodiek op zijn merites te worden beoordeeld. In Nederland wordt zo’n standaard vaker gebruikt dan in de overige onderzochte Europese landen en de Verenigde Staten. In algemene zin kan worden opgemerkt dat ter zake de grondslag voor de bepalingen van de doelstelling sprake is van een betrekkelijk uniforme

methodiek in Europa. Zweden vormt hierop de uitzondering met een gelijke score voor ‘budget’ en ‘jaarlijkse groei’, beide goed voor plus minus 40% van de ondernemingen.

Tabel 3.8
De prevalentie en dominantie van niet-financiële maatstaven

| Land | Percentage bedrijven | Percentage van de bonus |
|------------------|----------------------|-------------------------|
| Nederland | 75% | 20% |
| Groot-Brittannië | 89% | 35% |
| Duitsland | 47% | 20% tot 50% |
| Frankrijk | 80% | 25% |
| België | 90% | 25% |
| Italië | 30% | 10% |
| Zweden | 65% | 10% tot 30% |
| Verenigde Staten | 59% | 30 tot 40% |

Naast financiële maatstaven bestaat doorgaans een beperkt deel van de bonus uit niet-financiële maatstaven waaronder persoonlijke doelstellingen. Tabel 3.8 laat zien binnen hoeveel ondernemingen hiervan sprake is en welk deel van de (target) bonus typisch gevormd wordt door dergelijke doelstellingen.

Tabel 3.8 kent voor Nederland weinig bijzonderheden. Nederland bevindt zich noch aan de bovenkant noch aan de onderkant met 75% van de ondernemingen die niet-financiële doelstellingen hanteert, die doorgaans 20% van de (target) bonus bepalen.

Samenvattend kan worden gesteld dat de kortetermijnbeloning diverse bouwstenen kent. Er worden dikwijls meerdere financiële maatstaven gebruikt, die per onderneming kunnen verschillen. Voorts is sprake van een onderscheid tussen financiële en niet-financiële maatstaven. Er zijn diverse manieren waarop doelstellingen worden bepaald en de uitkering wordt berekend. Aangezien het begrip ‘prestatie’ binnen de kortetermijnbeloning meerdimensionaal gedefinieerd is, is het binnen empirisch onderzoek lastig om een adequate correlatiestudie naar de relatie tussen prestaties en de hoogte van de kortetermijnbeloning uit te voeren.

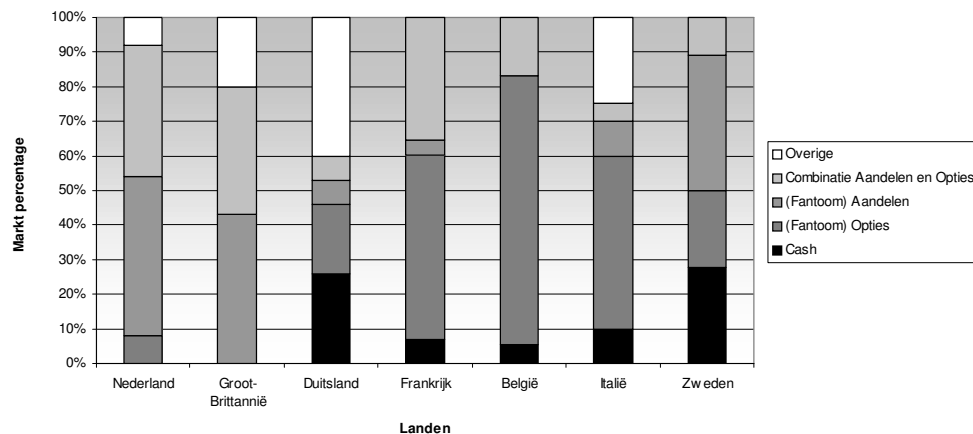
Langetermijnbeloning

In tegenstelling tot de kortetermijnbeloningscomponent wordt de langetermijnbeloning doorgaans over meerdere jaren verdiend. Traditioneel bestond de langetermijnbeloningscomponent uit opties. Nederland kende aan het begin van deze eeuw een traditie van de toekenning van ‘onder-water’ opties aangezien dit fiscale voordelen voor de ontvanger met zich meebracht. Door de herziening van de fiscale wetgeving per 2005 en de invoering van de Nederlandse corporate governance code in 2004 is aan deze praktijk een einde gekomen. Tegenwoordig bestaan diverse aandelen- en optieplannen alsmede lange termijn cash plannen. Figuur 3.14 laat zien hoe Nederland staat ten opzichte van de rest van Europa op dit punt. Met name in de landen waar optieplannen fiscaal aantrekkelijk zijn, zijn deze plannen belangrijk, zoals in Frankrijk, België en Italië. In Nederland en Groot-Brittannië komen aandelenplannen en combinatieplannen met opties en aandelen het meeste voor. Opgemerkt zij dat deze trend van recente aard is en vooral snog buiten de AEX in beperkte mate wordt aangetroffen.

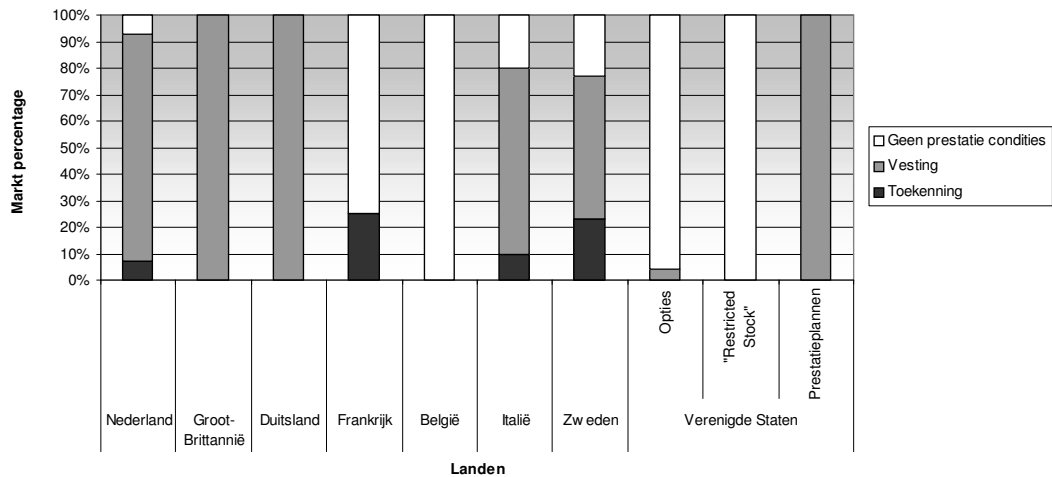
De categorie ‘overige’ bestaat hoofdzakelijk uit andere combinaties (bijvoorbeeld opties met cash of aandelen met cash). In tegenstelling tot de rest van Europa wordt in Duitsland 60% van de aandelen en optieplannen uitgekeerd in cash en is dus sprake van zogenaamde fantoom plannen. Dit heeft alles te maken met de fiscale nadelen van ‘echte’ opties en aandelen voor de vennootschapsbelasting (zie ook paragraaf 3.1).

De Verenigde Staten zijn in Figuur 3.14 niet adequaat weer te geven aangezien het gelijktijdig bestaan van twee of meer type langetermijnprogramma’s niet ongebruikelijk is. Overigens is in Amerika bij de grote meerderheid van de ondernemingen (plusminus 75%) nog steeds sprake van een optieplan, doorgaans aangevuld met een aandelenplan (‘restricted stock’ kent plus minus 60% van de ondernemingen toe). Prestatieplannen worden steeds populairder (voornamelijk aandelen of cash plannen met prestatieconditie). Ongeveer de helft van de ondernemingen heeft een dergelijk plan. In Nederland zijn binnen de AEX, langetermijnplannen met prestatiecondities het meest voorkomend. De drijvende kracht achter de koppeling van prestatie maatstaven aan langetermijnbeloningsinstrumenten is de Nederlandse Corporate Governance Code (II.2.1 tot en met II.2.3). Opties en aandelen worden pas onvoorwaardelijk als vooraf vastgestelde criteria zijn gehaald. Figuur 3.15 laat zien dat deze condities in Nederland met name een vooruitkijkend karakter kennen (conditie verbonden aan ‘vesting’), hoewel bepaling II.2.2 het toepassen van voorwaarden op de toekenning ook open laat. In Groot-Brittannië en Duitsland is dit eveneens het geval. In Frankrijk en België is het minst sprake van condities (deels fiscaal gedreven).

Figuur 3.14
Type langetermijnbeloning/betalingsinstrument

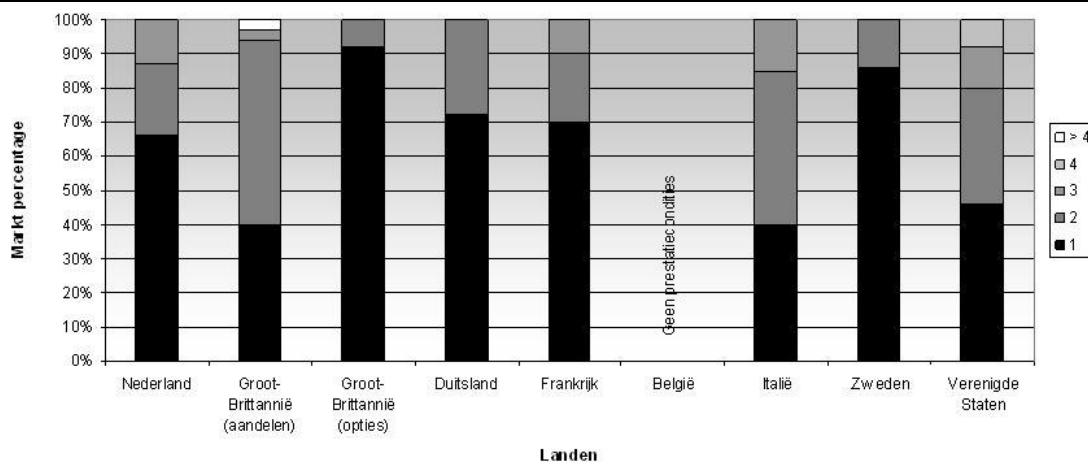


Figuur 3.15
Prestatiecondities binnen de langetermijnbeloning – verbonden aan toekenning of vesting?



De vraag hierbij is op welke manier deze prestatiecondities verder zijn vormgegeven. Figuur 3.16 geeft antwoord op de vraag hoeveel maatstaven verbonden zijn aan de langetermijnbeloning en Tabel 3.9 van welke maatstaven sprake is. In tegenstelling tot de kortetermijnbeloning is bij de langetermijnbeloning ten aanzien van prestatemaatstaven sprake van belangrijke verschillen tussen de Europese landen en zelfs binnen één land tussen de toekenning van opties en aandelen (zie Groot-Brittannië). Derhalve is hier niet een geaggregeerd beeld weergegeven maar een staafdiagram gedetailleerd per land (en voor Groot-Brittannië een separate indeling tussen aandelen en opties).

Figuur 3.16
Aantal prestatemaatstaven dat gehanteerd wordt binnen de langetermijnbeloning



Het grootste aantal ondernemingen gebruikt één maatstaf. Tabel 3.9 laat de top twee maatstaven zien per land.

Tabel 3.9
Top 2 van de meest gebruikte maatstaven binnen de langetermijnbeloning

| Land | 1 | 2 |
|-----------------------------|---|---|
| Nederland | Relatieve aandeelhouderswaarde | Winst per aandeel |
| Groot-Brittannië (aandelen) | Relatieve aandeelhouderswaarde | Winst per aandeel |
| Groot-Brittannië (opties) | Winst per aandeel | Relatieve aandeelhouderswaarde |
| Duitsland | Aandeleprijsappreciate (absoluut en relatief) | Economische/operationele winst |
| Frankrijk | Absolute en relatieve aandeelhouderswaarde, omzet, operationele winst, nettowinst | |
| België | n.v.t. | n.v.t. |
| Italië | Operationele winst | Relatieve aandeelhouderswaarde, winst per aandeel |
| Zweden | Economische winst (EVA) | Winst per aandeel |
| Verenigde Staten | Winst per aandeel | Absolute aandeelhouderswaarde |

In sommige landen is de prevalentie van de meest gebruikte maatstaf veel groter dan in andere landen. In Nederland en Groot-Brittannië (aandelen) is het gebruik van relatieve aandeelhouderwaardecreatie respectievelijk 75% en 93%. In de andere landen is het gebruik van maatstaven meer gelijk verdeeld over de eerste en tweede plek (en soms derde en vierde). In Frankrijk worden diverse maatstaven in gelijke mate gebruikt. Deze zijn weergegeven in de tabel.

Het een en ander vindt zijn weerslag in de manier waarop ‘targets’ worden bepaald. De methode hangt immers direct samen met de aard van de gebruikte maatstaf. De budgetmethode wordt in landen als Frankrijk, Italië en Zweden veelvuldig gehanteerd vanwege het gebruik van operationele maatstaven. Bij relatieve aandeelhouderwaardecreatie worden doelstellingen vanzelfsprekend gedefinieerd in termen van de relatieve positie ten opzichte van concurrenten (of ‘peers’), veelvuldig voorkomend in Nederland en Groot-Brittannië. Winst per aandeel kent dikwijls een groei-doelstelling (bijvoorbeeld Groot-Brittannië).

Het bezit van aandelen in de onderneming kan de belangen van bestuurder en aandeelhouder meer op één lijn krijgen. Derhalve wordt aandelenbezit in diverse landen gestimuleerd. Aandelen kunnen verkregen zijn uit een langetermijnbeloningsprogramma of gekocht door de bestuurder. Tabel 3.10 laat zien of en op welke wijze aandelenbezit wordt gestimuleerd in de verschillende landen.

Tabel 3.10
Wordt aandelenbezit onder bestuurders gestimuleerd?

| | (Nationale) corporate governance code | Institutionele beleggers | Anders |
|------------------|--|---|---|
| Nederland | Code Tabaksblat en Monitoring Commissie (aanhouden van aandelen die zonder financiële tegenprestaties zijn verkregen). | Eumedion (aanhouden van verkregen aandelen alsmede het opbouwen van een betekenisvol aandelenbezit). | |
| Groot Britannië | | Aangemoedigd door o.a. ABI en NAPF. Over het algemeen door 75 procent van de ondernemingen ingevoerde richtlijn om 1x basissalaris na 5 jaar in aandelen te hebben opgebouwd (zogenaamde “share ownership guidelines”). | |
| Duitsland | | | |
| Frankrijk | Aanbeveling uit de Code om aandelen aan te houden. | | Wet verplichte beslissing van het bestuur om de bestuursvoorzitter te vragen (een aantal) aandelen, verkregen bij het uitoefenen van opties, vast te houden tot aftreden. |
| België | | | |
| Italië | | | |
| Zweden | | | |
| Verenigde Staten | | | Gebruikelijk in de Verenigde Staten, maar niet vastgelegd. |

Samenvattend kan worden gezegd dat de verschijningsvormen van langetermijnbeloning zijn toegenomen alsmede de complexiteit (voornamelijk veroorzaakt door de praktijk van het verbinden van prestatiecondities aan het onvoorwaardelijk worden van de opties en aandelen). Door het gebruik van prestatie maatstaven wordt een directer verband met de prestaties van de onderneming beoogd. Het een en ander zou aangetoond moeten kunnen worden met een empirische studie, gezien de directe verbintenis die langetermijnbeloningsprogramma's kennen met de waardecreatie voor de aandeelhouder (zie verder hoofdstuk 5).

3.4 Ontslagvergoedingen

Ontslagvergoedingen worden gedefinieerd als vergoedingen aan bestuurders ingeval van een onvrijwillige beëindiging van het dienstverband. Dergelijke vormen van beëindiging komen in specifieke gevallen voor, zoals herstructurering, opvolging of onvoldoende overeenstemming over het te voeren beleid tussen bestuurder en commissarissen. Het komt ook voor dat arbeidsovereenkomsten na een fusie of overname worden beëindigd. Deze situatie wordt apart beschreven.

Deze paragraaf geeft inzicht in de ontslagvergoedingen in verschillende landen. Daarbij is het van belang op te merken dat er per land geen duidelijk kwantificeerbare marktpraktijk bestaat. Individuele regelingen verschillen sterk en de hieronder opgenomen informatie heeft tot doel een algemeen beeld van de markt te geven, zoals deze door beloningsspecialisten op basis van beschikbare data wordt ingeschat. Daarbij is het van belang op te merken dat het ontslagrecht een sterk juridische verankering heeft en dat de informatie en de weergave hieronder vanuit dat perspectief onvoldoende recht doet aan de complexiteit van het onderwerp.

Basis voor bepaling ontslagvergoeding

In Nederland, maar ook in een aantal andere Europese landen, werden ontslagvergoedingen tot voor kort niet geregeld in contracten of beïnvloed door externe richtlijnen. In Nederland werden ontslagvergoedingen vaak niet in het arbeidscontract opgenomen. Indien de onderneming de arbeidsovereenkomst wilde beëindigen, dan werd de vergoeding gezamenlijk bepaald, of werd de kantonrechter geraadpleegd. Dat laatste was echter zelden het geval, vooral vanwege het commerciële risico van een rechtsgang, evenals de – in veel gevallen – mogelijk hoge uitkomst van de kantonrechterformule.

De Nederlandse Corporate Governance Code vergemakkelijkt de introductie van specifieke clausules in contracten die de ontslagvergoeding beperken. De flexibiliteit die de Code toestaat maakte het mogelijk bestaande afspraken of een bestaand beleid te respecteren.

Het onderwerp is in andere landen aan soortgelijke ontwikkelingen onderhevig. In Groot-Brittannië is deze ontwikkeling vooral toegespitst op de contractuele opzegtermijn en de daaraan gekoppelde ontslagvergoeding, in andere Europese landen leidt de langzaam toegenomen transparantie en een aantal incidenten tot een brede discussie en een toename van betrokkenheid van aandeelhouders.

Specialisten in verschillende landen is gevraagd welk regulerende kracht de meeste invloed heeft op de hoogte en vormgeving van de ontslagvergoeding. Tabel 3.11 geeft deze informatie weer, waarbij in aanmerking moet worden genomen dat de mate van detail te beperkt is om recht te doen aan de praktijken in verschillende landen.

Tabel 3.11
Regulerende kracht met de meeste invloed op de hoogte en vormgeving van de ontslagvergoeding?

| | Arbeidsmarkt- overeenkomst | Wetgeving | Corporate governance codes | Rechterlijke beslissing |
|------------------|-------------------------------|-----------|-------------------------------|----------------------------|
| Nederland | X | | X | |
| Groot-Brittannië | X | X | X | |
| Duitsland | X | | X | |
| Frankrijk | X | X | X | |
| België | X | | | X |
| Italië | X | | | |
| Zweden | X | | X | |
| Verenigde Staten | X | | | |

Tabel 3.11 laat zien dat een belangrijk deel van de ontslagvergoedingen contractueel wordt vastgelegd. Deze trend is, met uitzondering van landen als de Verenigde Staten of Groot-Brittannië, relatief nieuw. De suggestie dat arbeidsovereenkomsten in alle gevallen de ontslagvergoedingen reguleren is echter niet correct. Veel ondernemingen hebben nog geen contractuele afspraken, en in Groot-Brittannië wordt een contractuele vergoeding vaak gebruikt in onderhandelingen op het moment dat een overeenkomst wordt beëindigd.

Er vindt op dit moment een belangrijke ontwikkeling op het gebied van ontslagvergoedingen plaats, veelal beïnvloed door corporate governance richtlijnen of wetgeving die zich richt op transparantie ten behoeve van aandeelhouders. Specifiek in Frankrijk dienen ontslagvergoedingen voorgelegd te worden aan aandeelhouders. In andere landen kan de directe invloed van corporate governance richtlijnen meer beperkt zijn, maar is de invloed van aandeelhouders voelbaar. Vanwege de toegenomen transparantie heeft ook de media invloed op de hoogte en samenstelling van de vergoedingen.

In België, Italië en de Verenigde Staten worden corporate governance richtlijnen niet als factor van invloed gezien. In de eerste twee landen zou dit verklaard kunnen worden uit de vormgeving van corporate governance richtlijnen, die relatief gezien algemeen van aard zijn. De invloed van rechterlijke beslissingen dient in dit licht te worden gezien. In de Verenigde Staten bestaat de praktijk om ontslagvergoedingen in de arbeidsovereenkomst op te nemen al langere tijd en lijkt de noodzaak voor additionele regulering geen prioriteit te hebben.

De conclusie van het indicatieve overzicht is dat er een trend naar contractuele afspraken op voorhand waar te nemen is, waarbij de eisen van transparantie (en deels verantwoording) invloed uitoefenen op de hoogte van de regeling. Nog steeds geldt in veel landen een sterke mate van individuele afspraken en onderhandeling op het moment dat een overeenkomst wordt beëindigd. Een corporate governance richtlijn die direct de hoogte van de ontslagvergoeding aanbeveelt is in andere landen niet aanwezig.

Hoogte van de ontslagvergoeding

De hoogte van de ontslagvergoeding varieert sterk. Er is een aantal voorbeelden van buitengewoon hoge vergoedingen aan bestuurders, maar ook – vooral in Duitsland – voorbeelden van voormalige bestuurders die aanblijven als adviseur van de onderneming en uiteindelijk geen ontslagvergoeding ontvangen. Op dit moment is er geen duidelijk beeld van de totale markt van ontslagvergoedingen, omdat, zoals eerder te kennen gegeven, de transparantie historisch gezien beperkt was en alleen de gevallen waarbij een ontslagvergoeding is toegekend in de openbaarheid zijn gekomen. Tabel 3.12. geeft dan ook slechts een indicatief beeld van de hoogte van vergoedingen die door specialisten in de verschillende markten geobserveerd worden. De langetermijnbeloning wordt apart geadresseerd.

Tabel 3.12
De hoogte van de ontslagvergoeding (exclusief langetermijnbeloningsregelingen)

| | Basissalaris | Jaarlijkse bonus |
|------------------|---|---|
| Nederland | 1 jaar | Individuele situaties |
| Groot-Brittannië | 1jaar (<i>opzegtermijn</i>) | 2 tot 3 jaar |
| Duitsland | 1 tot 2 jaar | 1 tot 2 jaar |
| Frankrijk | 2 tot 3 jaar | 2 tot 3 jaar |
| België | 2 tot 3 jaar | 2 tot 3 jaar |
| Italië | 1.5 tot 2.5 jaar | 1.5 tot 2.5 jaar |
| Zweden | 1 tot 2 jaar | |
| Verenigde Staten | Bestuursvoorzitter: 2 tot 3 jaar Anderen: 1 tot 2 jaar | bestuursvoorzitter: 2 tot 3 jaar Anderen: 1 tot 2 jaar |

De cijfers in tabel 3.12 laten zich lastig vergelijken vanwege grote individuele verschillen. Desalniettemin wordt in Nederland de aanbeveling om de vergoeding te beperken tot eenmaal het basis jaarsalaris door ondernemingen in meerderheid overgenomen. Bestuurders van voor 2004 hebben in veel gevallen andere afspraken die gerespecteerd worden.

In Groot-Brittannië is de ontslagvergoeding gebaseerd op de opzegtermijn van de onderneming, maar biedt deze regeling ruimte om nader te onderhandelen. Veelal wordt die ruimte beperkt door de invloed van aandeelhouders en media.

In andere landen ziet men een praktijk die tot voor de Nederlandse Corporate Governance Code vergelijkbaar was met die in Nederland. Ontslagvergoedingen zijn afhankelijk van de specifieke omstandigheden van ieder geval, maar overtreffen meestal de eenjaarsbeperking die in Nederland geldt. Daarnaast is het niet ongebruikelijk om de bonus en het pensioen te betrekken in de vaststelling van de hoogte van de vergoeding.

Alleen Zweden kent een soortgelijke beperking als in Nederland, waarbij bonus en pensioen niet in aanmerking worden genomen.

Opgebouwde rechten worden in vrijwel alle gevallen gehonoreerd. Dit heeft gevolgen voor de bonus die gedurende een deel van het jaar is verdiend en langetermijnaanspraken.

Langetermijnbeloning

De langetermijnbeloning wordt hieronder apart geadresseerd vanwege de verscheidenheid aan manieren waarop uitstaande aandelen- en optieregelingen worden behandeld.

Aandelen en opties worden in meerderheid onder voorwaarden toegekend. De voorwaarden hebben veelal betrekking op verkoop, (onder meer vanuit een retentieperspectief) en prestaties en gelden gedurende een periode van – meestal - drie jaar. De opties en aandelen in bezit van een bestuurder waarvoor aan alle voorwaarden is voldaan, worden over het algemeen niet teruggevorderd. Bij beëindiging van het

dienstverband door de bestuurder zelf, of bij ontslag op staande voet, vervallen alle voorwaardelijk toegekende opties en aandelen.

Ingeval van onvrijwillige beëindiging van het dienstverband zonder dringende reden verschillen de wijzen waarop uitstaande opties en aandelen worden behandeld.

De verschillende mogelijkheden betreffen:

- Onmiddellijke onvoorwaardelijke toekenning van alle uitstaande opties en aandelen, zonder dat de verstreken tijd en/of prestaties in aanmerking worden genomen;
- Onmiddellijke onvoorwaardelijke toekenning van alle uitstaande opties en aandelen, pro rata op basis van verstreken tijd en/of prestaties tot het moment van beëindiging dienstverband;
- Reguliere toekenning volgens het geldende plan;
- Alle voorwaardelijke rechten vervallen.

De eerste mogelijkheid zorgt voor een directe afhandeling van alle uitstaande voorwaardelijke rechten, en kan naar haar aard relatief gunstig zijn voor de bestuurder. Deze wijze van afhandeling komt vooral in België, Italië en in minderheid in de Verenigde Staten voor.

Bij de tweede mogelijkheid wordt voor iedere toekenning beoordeeld welk deel van de voorwaardelijke toekenning is verstreken en kent een deel pro rata toe. In Nederland is het een gangbare praktijk om voorwaardelijke toekenningen te prorateren aan de hand van de verstreken tijd. In Groot-Brittannië en de Verenigde Staten geldt deze praktijk ook, maar wordt daarenboven vaak de gerealiseerde prestatie in aanmerking genomen. Hierbij wordt overigens vaak de toekenning geprorateerd op basis van tijd, maar is de definitieve toekenning afhankelijk van het behalen van de prestatiecriteria na drie jaar. De onvoorwaardelijke toekenning vindt derhalve pas na drie jaar plaats.

De derde mogelijkheid laat alle voorwaardelijke rechten intact. Deze mogelijkheid wordt vooral in Frankrijk en Zweden toegepast. In Frankrijk wordt deze praktijk echter als controversieel beoordeeld, daar het bestuurders na beëindiging dienstverband een volledige toekenning kan geven, zonder dat zij daar zelf (de volledige looptijd) aan hebben bijgedragen.

De Verenigde Staten is de enige regio waar de toekenning in de meerderheid van de gevallen vervalt. Hierbij dient te worden aangetekend dat individuele contractuele overeenkomsten vaak afwijken.

In Duitsland was onvoldoende data beschikbaar om een indicatie te kunnen geven van de gangbare praktijk in dit land.

Fusies en overnames

Zoals te kennen gegeven in de inleiding van deze paragraaf, worden ontslagvergoedingen in het geval van een fusie of overname apart geadresseerd. De reden hiervoor is de volgende. Een bestuurder is vaak direct betrokken bij de besprekingen van de

onderneming met welke hij of zij een dienstverband heeft. Daarnaast kan een overname of fusie ertoe leiden dat de arbeidsovereenkomst van de bestuurder wordt beëindigd. De uitkomst van de fusie- of overnamebesprekingen kunnen derhalve directe gevolgen hebben voor de carrière van de bestuurder. De regelingen in het geval van een dergelijke situatie dienen ervoor te zorgen dat de bestuurder te allen tijden het belang van de onderneming voor zijn of haar eigenbelang stelt. Dit leidt er tevens toe dat de ontslagvergoeding vaak afwijkt van de vergoeding in een reguliere situatie van beëindiging dienstverband.

Een marktpraktijk is moeilijk weer te geven, daar de arbeidsovereenkomst vaak (nog) geen aparte clause voor dit soort situaties kent, of dat het uiteindelijke resultaat afhankelijk is van de aard en omstandigheden van het geval.

Indicatief kan gesteld worden dat de ontslagvergoedingen hoger zijn dan in reguliere omstandigheden. Een schatting in verschillende landen laat zien dat dit kan oplopen tot een- à tweemaal het jaarsalaris. De basis voor de vaststelling (in- of exclusief bonus en pensioen) blijft in vrijwel alle gevallen gelijk als in reguliere omstandigheden.

Transparantie en de druk van aandeelhouders heeft er – vooral in Groot-Brittannië – toe geleid dat een zekere matiging van de directe ontslagvergoeding waar te nemen is.

Duidelijk waarneembaar is een verschil in de wijze waarop voorwaardelijke toegekende opties en aandelen worden behandeld. De reden hiervoor is dat bij een overname of fusie, de aandelen van een van de betrokken ondernemingen ophouden te bestaan. Het omzetten van de ene aanspraak in een andere is complex en derhalve worden de lopende plannen vaak beëindigd voor alle werknemers.

In Nederland, Frankrijk, Zweden, Groot-Brittannië en de Verenigde Staten wordt in de meerderheid van de gevallen opties en aandelen onmiddellijk onvoorwaardelijk toegekend. De pro rata toekenning die in reguliere situaties wordt toegepast, lijkt in een aantal overnamesituaties te vervallen. Als sprake is van een prestatieconditie wordt de prestatie van de onderneming, tot het moment waarop het aandeel niet langer bestaat, veelal in aanmerking genomen.

In het geval van een overname, waarbij de koers van een onderneming stijgt, kan dit leiden tot relatief hoge onvoorwaardelijke toekenningen van opties en aandelen, daar zowel de prestatie van de onderneming verbetert alsmede de koers van het aandeel invloed heeft op de waarde van de langetermijnbeloning.

3.5 Samenvatting en conclusie

Dit derde hoofdstuk heeft een overzicht gegeven van de Nederlandse marktpraktijk op het gebied van variabele beloningscontracten in internationaal perspectief. Gesteld kan worden dat het beeld in Europa fundamenteel afwijkt van het beeld in de Verenigde Staten. Zowel de beloningshoogte als mix zijn onvergelykbaar met de Europese situatie. Bestuursleden in Amerika, en in het bijzonder de bestuursvoorzitter, verdienen significant

meer dan hun Europese collega's en hun totale directe beloning wordt voor een groter deel bepaald door de variabele beloningscomponent. Nederland loopt op een groot aantal elementen in de pas met het Europese beloningsbeleid waar eigenlijk alleen Zweden een afwijkend patroon kent. Uiteraard zijn er binnen de landen accentverschillen. Zo staat Duitsland bekend om relatief hoge bonussen en Frankrijk om een relatief hoge langetermijnbeloningscomponent. Nederland voert op deze punten een middenpositie waarbij Nederland de Europese lijn eerder volgt dan aanvoert.

Het volgen van internationale ontwikkelingen is (deels) het gevolg van de arbeidsmarktreferentiegroep die gekozen wordt. Voor de Nederlandse AEX bedrijven is deze met name internationaal georiënteerd (alsmede sectorspecifiek). Nederland wijkt hiermee af van het algemene patroon van de andere onderzochte landen, die met name binnen de eigen landsgrenzen kijken. Hierbij dient te worden opgemerkt dat de mogelijkheden om een nationaal beloningsbeleid te voeren groter zijn naarmate het land groter is en sprake is van een groter aantal ondernemingen. Binnen Europa is de variabele beloning over de afgelopen 10 jaar toegenomen. Dit is niet ten koste gegaan van de vaste beloning, waardoor ook de totale directe beloning over de genoemde periode is gestegen (in lijn met de theorievorming inzake risicopremies). Alhoewel in relatieve zin Duitsland en Nederland het hoogst scoren op het collegiale model wordt de bestuursvoorzitter sterker. De verhouding vast-variabel is inmiddels ten faveure van de variabele beloning met uitzondering van Zweden die bekend staat om algehele bescheiden variabele beloning (wat overigens gevolgen kan hebben voor het aantrekken van gekwalificeerd managementtalent uit het buitenland voor het raad van bestuur niveau).

Ten aanzien van de structurering van de kortetermijnbeloning is een redelijk eenduidig beeld te schetsen. Een beperkt aantal financiële maatstaven wordt hoofdzakelijk gebruikt en doelstellingen worden met name geënt op het budget. Niet-financiële maatstaven komen bij de meerderheid van de ondernemingen voor en bepalen over het algemeen 20% tot 30% van de jaarlijkse bonus.

Ten aanzien van de structurering van de langetermijnbeloning kan worden gesteld dat deze in diverse landen met name fiscaal is gedreven (indien daarvoor een 'fiscale aanleiding' bestaat). Mede hierdoor is het beeld van prestatiecondities niet voor alle landen kenmerkend. In België is hiervan bijvoorbeeld nauwelijks sprake, noch van het gebruik van aandelen als beloningsinstrument (hoofdzakelijk fiscaal gedreven optieplannen). In de landen waar wel sprake is van prestatiecondities is minder sprake van een uniform beeld dan het geval was bij de kortetermijnbeloningscomponent. De Nederlandse AEX ondernemingen maken met name gebruik van relatieve aandeelhouderswaardecreatie ('relative Total Shareholder Return'). In Groot-Brittannië wordt dit ook hoofdzakelijk gebruikt voor het onvoorwaardelijk worden van aandelen, maar vaak in combinatie met een tweede maatstaf (winst per aandeel ontwikkeling).

Er is geen uniform beeld inzake ontslagvergoedingen. De hoogte van de ontslagvergoeding hangt af van individuele situaties / contractbepalingen beïnvloedt door de corporate governance omgeving. Over het algemeen is er wel een verschil waar te

nemen in de praktijk per land. In sommige landen (zoals Frankrijk en België) is sprake van hogere vergoedingen dan in andere landen (bijvoorbeeld in Duitsland en Nederland).

4. Feitelijke beloning 2002-2006

In dit en de hierop volgende hoofdstukken wordt de feitelijke beloning bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen geanalyseerd. Het onderhavige hoofdstuk geeft een beschrijving van de fondsen (paragraaf 4.1), de methode van dataverzameling (paragraaf 4.2) en presenteert beschrijvende statistieken. Hoofdstuk 5 behandelt de relatie tussen de prestaties van de vennootschap en de bezoldiging, terwijl in hoofdstuk 6 nader op ontslagvergoedingen wordt ingegaan.

4.1 Steekproef en groepering van fondsen

Voor de analyse van de feitelijke beloning zijn alle aan Euronext Amsterdam genoteerde fondsen meegenomen die gedurende 2002-2006 minstens drie jaren een notering hadden, waarvan er minimaal twee na 2004 vallen. Op deze manier vallen fondsen die slechts een korte periode een notering hebben gehad buiten de steekproef. Dergelijke fondsen bieden vanwege statistische redenen onvoldoende informatie om meegenomen te kunnen worden in de analyse in Hoofdstuk 5. Om de aanwezigheid van jaarverslagen te garanderen, is ervoor gekozen fondsen zonder recente notering uit te sluiten van het onderzoek. Niettemin werd bij de verzameling van de data geconstateerd dat jaarverslagen voor enkele fondsen niet voorhanden waren, en dat bovendien niet gereageerd werd op het verzoek deze alsnog in te sturen.

Uiteindelijk is de dataverzameling beëindigd met 107 vennootschappen die op enkele uitzonderingen na over de gehele periode 2002-2006 genoteerd stonden. De steekproef omvat vrijwel alle Nederlandse AEX, AMX en AScX fondsen die in de periode 2002-2006 een notering hadden en een ruime selectie van lokale fondsen. In dwarsdoorsnede onderzoek is het gebruikelijk deze fondsen in te delen naar de index waarin het fonds genoteerd staat, derhalve AEX, AMX, AScX en overige –lokale– fondsen. In het onderhavige onderzoek is dit niet mogelijk aangezien de samenstelling van de indices jaarlijks wijzigt. Bovendien is het in het kader van dit onderzoek onwenselijk deze indeling te gebruiken, aangezien de variatie in fondsen binnen de indices dusdanig is dat van homogene groepen fondsen niet op voorhand sprake is.

Om deze redenen is ervoor gekozen fondsen door middel van clusteranalyse in te delen in intern homogene en onderling onderscheidende groepen. De clustering heeft plaatsgevonden aan de hand van de volgende variabelen: aantal werknemers, omzet, marktwaarde, en totale activa in 2005. Deze variabelen zijn stuk voor stuk benaderingen voor het concept ondernemingsomvang. Bovendien bevat de selectie die variabelen die volgens het onderzoek *'Topmanagement Remuneratie'* van Hewitt en Rijksuniversiteit Groningen uit 2006 de variatie in beloning verklaren. Tevens zijn twee variabelen geconstrueerd die de jaren meten waarin het fonds in – respectievelijk – de AEX en de AMX index genoteerd stond in de periode 2002-2006. Er zijn oplossingen met meerdere aantallen clusters gegenereerd en gekozen voor een indeling in vier groepen. Deze indeling is afdoende om de conclusie te kunnen interpreteren (dit zou bij meer groepen moeilijker worden), terwijl anderzijds de fondsen in de groepen relatief vergelijkbaar zijn.

Bijlage B geeft de indeling van de fondsen in de diverse clusters weer; enkele beschrijvende statistieken zijn opgenomen in Tabel 4.1. De vier clusters kennen aflopende gemiddelden op alle variabelen en de clusters zijn dan ook goed van elkaar te onderscheiden. Er is, met uitzondering van de fondsen in cluster 4 en totale activa in cluster 2, geen groot verschil tussen de gemiddelde en de mediaan, wat een volgende aanwijzing is van homogeniteit (overigens is deze bevinding niet opmerkelijk aangezien een uitschieter logischerwijs in een volgend cluster zou worden geplaatst).

Tabel 4.1
Gemiddelde Waarden en Medianen per Cluster

| | Cluster 1 | | Cluster 2 | | Cluster 3 | | Cluster 4 | |
|----------------|-------------------|---------|---------------------|---------|----------------|---------|----------------|---------|
| | Gem. | Mediaan | Gem. | Mediaan | Gem. | Mediaan | Gem. | Mediaan |
| Aantal fondsen | 7 | | 16 | | 28 | | 56 | |
| Totale activa | 410.911 | 381.070 | 25.490 | 4.512 | 1.583 | 1.336 | 710 | 101 |
| Omzet | 54.364 | 44.496 | 7.412 | 5.742 | 1.808 | 1.158 | 379 | 130 |
| Marktwaaarde | 34.672 | 34.987 | 8.637 | 7.081 | 1.297 | 1.026 | 211 | 133 |
| Werknemers | 146.895 | 159.226 | 31.944 | 21.820 | 9.723 | 7.189 | 1.696 | 741 |
| Jaren in AEX | 4,33 | 5,00 | 4,69 | 5,00 | 0,29 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Jaren in AMX | 0,00 | 0,00 | 0,31 | 0,00 | 3,14 | 3,00 | 0,00 | 0,00 |
| Naam cluster | Grote AEX fondsen | | Overige AEX fondsen | | Midkap fondsen | | Lokale fondsen | |

Totale activa, omzet en marktwaaarde in miljoenen euro's over 2005, werknemers in voltijdequivalenten in 2005. Jaren in AEX en AMX: gemiddeld aantal jaren in 2002-2006 dat een fonds in dit cluster is opgenomen in de index.

Het is praktisch om de groepen van een label te voorzien. In het eerste cluster zijn 7 fondsen opgenomen⁷⁴ die gekarakteriseerd zouden kunnen worden als grote AEX fondsen. In cluster 2 zijn de overige AEX fondsen opgenomen. In het derde cluster zijn fondsen te vinden die voornamelijk in de AMX (en – niet weergegeven in Tabel 4.1 – de AScX) index genoteerd zijn of waren. Deze worden verder 'Midkap fondsen' genoemd. Tenslotte zijn er 56 fondsen die nimmer in de AEX of AMX index te vinden waren en zelfs in de AScX-index niet veelvuldig vertegenwoordigd waren. Deze fondsen worden dan ook 'lokale fondsen' genoemd.

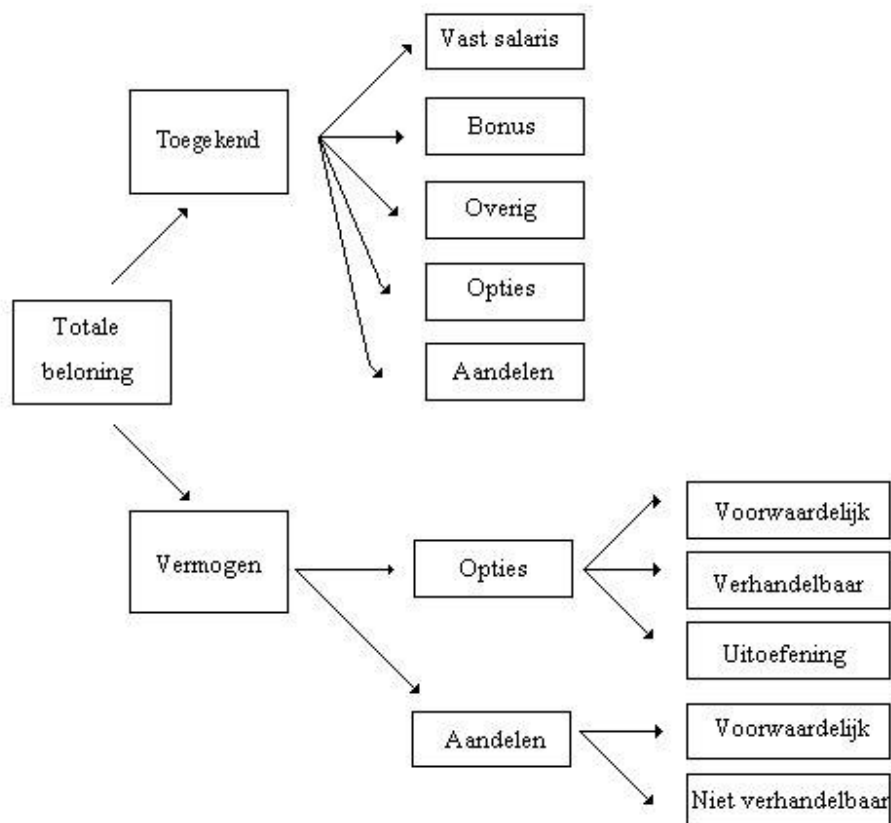
⁷⁴ Naast de financiële dienstverleners ABN AMRO, Fortis en ING, zijn dit Ahold, Mittal Steel, Philips, en Unilever. Oorspronkelijk was ook Randstad in dit cluster opgenomen. Voor Randstad en Mittal Steel gelden kwalificerende opmerkingen. De telling van werknemers is bij Randstad inclusief de uitzendkrachten. Van de 267.000 werknemers die Randstad in 2005 telde, zijn 254.000 zogenaamde flexwerkers en vallen 13.000 onder de 'eigen werknemers' (Jaarverslag 2005). De monitoring commissie heeft het aantal werknemers voor dit onderzoek gedefinieerd als 'eigen werknemers' en op basis hiervan is Randstad opgenomen in het cluster met overige AEX fondsen. Verder is de indeling gemaakt op basis van 2005. Voor fondsen die een graduele groei doormaakten over de steekproefperiode, is deze benadering bij uitstek geschikt. Mittal Steel kende voor 2005 een andere structuur en is pas sinds dat jaar opgenomen in de AEX index. Voor 2005 past het fonds dus minder goed in het beeld dat met 'Grote AEX fondsen' wordt opgeroepen.

Uiteraard is de naamgeving zoals boven gebruikt niet volledig accuraat en dient zij zuiver het gemak. Onder de lokale fondsen zijn ondernemingen opgenomen die marktleider zijn in hun specifieke niche en de techniek van clustering brengt met zich mee dat enkele fondsen balanceren op de rand van twee clusters.

4.2 Methode van dataverzameling

In dit onderzoek wordt onderscheid gemaakt tussen verschillende beloningscomponenten zoals weergegeven in Figuur 4.1. De totale beloning is gedefinieerd als de verandering in de waarde van het vermogen van de bestuurder in het betreffende boekjaar, voorzover deze verandering gerelateerd is aan door de onderneming verstrekte betalingen of rechten op (derivaten van) aandelen in de vennootschap. De totale beloning valt uiteen in twee componenten: de verandering van de waarde van vermogenstitels die reeds in het begin van het boekjaar aan de bestuurder waren toegekend, al dan niet onder voorwaarden, en de in het boekjaar toegekende contante uitkeringen en vermogenstitels (zie ook Hall en Liebman (1998)).

Figuur 4.1
Beloningscomponenten



4.2.1 In het boekjaar toegekende beloning

Zoals in Figuur 4.1 is weergegeven, bestaat de in het boekjaar toegekende beloning uit vijf componenten. Voor het *vaste salaris* wordt het werkelijk uitgekeerde salaris genomen. Indien een bestuurder in de loop van het boekjaar is benoemd of opgestapt, wordt het feitelijk uitgekeerde salaris geëxtrapoleerd naar een volledig jaarsalaris⁷⁵.

De in contanten uitgekeerde *bonus* wordt opgenomen tegen de werkelijke waarde, zonder te corrigeren voor bestuurders wiens/wier termijn gedurende het boekjaar begon of eindigde. De prestatie maatstaven voor de bonus worden voor 2005 en 2006 tevens geïventariseerd. Hierover wordt in een separate paragraaf (paragraaf 4.4) gerapporteerd.

Overige betalingen in contanten worden ook niet geëxtrapoleerd. Deze bezoldigingscomponent valt in twee typen uiteen⁷⁶. Reguliere overige bezoldiging betreft, bijvoorbeeld, het gebruik van activa van de onderneming door de bestuurder. Incidentele overige betalingen betreffen, bijvoorbeeld, betalingen verricht bij het aantreden van de bestuurder of beloningen voor incidentele prestaties zoals het succesvol integreren van een aangekocht bedrijfsonderdeel. Deze bedragen worden tegen de werkelijke waarde opgenomen. In dit rapport wordt niet afzonderlijk gesproken over ‘eenmalige’ en ‘overige’ betalingen omdat de vennootschappen zeker in eerdere jaren dit onderscheid niet maken en het derhalve complex is een heldere scheiding tussen beide variabelen te maken⁷⁷.

Onder optiecontract wordt verstaan: een aantal opties uitgegeven tegen één prijs, al dan niet onder voorwaarden. Bestuurders krijgen soms een getrapte optiebeloning toegekend waarbij naarmate de koers stijgt meer opties een positieve waarde aannemen. In dat geval wordt elke optieserie separaat gewaardeerd.⁷⁸

Voor de waardering van *toegekende optierechten* wordt het binomiaal model toegepast. In dit model wordt op basis van historische koersen een verwachte boven- en ondergrens aan de koers in een opeenvolgende periode bepaald. De waarde van het optiecontract wordt bepaald indien de werkelijke koers gelijk is aan deze boven- en ondergrens. Voor de waardering van opties die langer dan één periode niet vervallen – hetgeen van

⁷⁵ Elk jaar geldt dat voor gemiddeld 78 bestuurders geen sprake is van een dienstverband dat het volledige kalenderjaar betreft (23 procent). In voorkomende gevallen is het aantal maanden geteld waarin de bestuurder in het jaar niet in dienst was. De correctiefactor varieert dan tussen 1,09 (1 maand niet in dienst) en 12 (1 maand in dienst). Het blijkt dat het gemiddelde (de mediaan) van de correctiefactor gelijk is aan 2,9 (1,7). Uiteraard vindt in de 1.306 gevallen waar van een volledig dienstjaar sprake is geen correctie plaats.

⁷⁶ Pensioenen worden expliciet niet meegenomen. Enerzijds is dit vanwege de grote variatie die tussen de fondsen en over de verschillende jaren bestaat. Een voorbeeld hiervan is de rapportage van ‘defined contribution’ of ‘defined benefit’. Anderzijds is er geen reden om een relatie tussen prestatiecriteria en beloningsvormen te veronderstellen, en is medeneming dus weinig zinvol.

⁷⁷ Voorts zij opgemerkt dat in 64 procent van de 1.695 beloningscontracten geen sprake is van eenmalige of overige contante uitkeringen en dat in slechts 30 procent (9,5 procent) van de gevallen sprake is van eenmalige of overige uitkeringen die opgeteld meer dan EUR10.000 (EUR100.000) bedragen.

⁷⁸ In enkele gevallen krijgen bestuurders rechten toegekend op aandelen of opties van dochterondernemingen of (groot)aandeelhouders. Deze zijn in dit rapport buiten beschouwing gelaten.

toepassing is op vrijwel alle opties in deze studie – wordt in lijn met bovenstaande een ‘beslissingenboom’ getekend met potentiële realisaties van de aandelenkoers in de betreffende periode en de daarbij horende waarde van het optiecontract. De waarde die aan het optierecht wordt toegekend is een ongewogen gemiddelde van de waarden bij elk van de mogelijke realisaties van de aandelenkoers. Dit betekent dat aangenomen wordt dat elk van de aandelenkoersen a-priori even waarschijnlijk is.

Hoewel het bepalen van de waarde van een optieserie met het binomiale model triviaal is, moeten voor het stellen van de parameters van het model enkele vooronderstellingen worden gemaakt waarvan niet in alle gevallen a-priori duidelijk is of deze triviaal zijn. Het aantal opties dat verstrekt is, alsmede de prijs⁷⁹ waartegen dit gebeurt, levert in dat opzicht geen discussie op. Voor de volatiliteit van de aandelenkoers, de onderliggende waarde van het aandeel, de dividendratio en de verwachte looptijd van de optie geldt dit niet zondermeer. Er is in de wetenschap een discussie over de periode die genomen moet worden en de intervallen tussen de koersen, die als input dienen voor de berekening van de volatiliteit. In dit onderzoek wordt een veilige oplossing gekozen door dagkoersen over de periode van de drie kalenderjaren voorafgaand aan het jaar van waardering te nemen. Voor de koers van het aandeel zelf, die bepalend is voor de intrinsieke waarde van de optie op het moment dat deze uitvoerbaar is, wordt in de literatuur geopteerd voor een dagkoers, die – om het risico op uitschieters te voorkomen – uitgemiddeld is over een relatief korte periode rondom een bepaalde datum. Hier wordt het gemiddelde van de koersen in de periode van half december tot en met half januari in het opvolgende jaar genomen, waarbij waardering per einde kalenderjaar plaatsvindt.

Voor de dividendratio wordt volstaan met het dividendpercentage van het afgelopen boekjaar. Hierbij wordt het dividend in het jaar voor waardering gedeeld door de gemiddelde slotkoers in de periode 15 juni tot en met 15 juli in datzelfde jaar. Voor de risicovrije interestvoet wordt de driejaarrente van DNB genomen op het moment van waardering.

Voor de verwachte werkelijke looptijd van het optiecontract zijn twee beslissingsregels gangbaar. Deze variabele benadert het besluitvormingsproces van de bestuurder. Zolang de opties in de vestingperiode verkeren, is uitvoering niet toegestaan. Na het vervallen van de optie is dit uiteraard ook het geval. Het is in zekere zin arbitrair een punt te kiezen tussen het moment waarop de opties verhandelbaar worden en het moment waarop ze vervallen, en dit moment te bestempelen als het verwachte moment van uitvoering. In deze studie wordt gewaardeerd volgens twee beslissingsregels. In de eerste plaats wordt uitgegaan van een verwachte periode die halverwege het einde van de vestingperiode en de datum van vervallen ligt. Indien, bijvoorbeeld, een optie in 2005 wordt toegekend met een vestingperiode van 3 jaar en een looptijd van 9 jaar, dan wordt ervan uitgegaan dat de optie in 2011 wordt uitgeoefend (de optie is verhandelbaar in 2008 en vervalt in 2014). In

⁷⁹ Er zijn door twee fondsen opties toegekend op elders genoteerde aandelen van het bedrijf zelf. Indien opties waarvoor teveel informatie ontbreekt om deze te kunnen waarderen achterwege worden gelaten, is van deze constructie sprake in 409 gevallen (7,8 procent van het aantal waardeerbare opties). Deze opties zijn gewaardeerd met de koersinformatie van de buitenlandse notering en vervolgens tegen de gangbare wisselkoers omgerekend naar euro's.

de tweede plaats wordt de optie gewaardeerd met een zogenaamde ‘exercise multiple’. Er wordt vanuit gegaan dat een optie wordt uitgeoefend zodra de koers van het aandeel twee keer de uitoefenprijs van de optie is, mits de optie op dat moment verhandelbaar is⁸⁰.

Sinds de Nederlandse Corporate Governance Code (Code Tabaksblat) worden opties veelal voorwaardelijk toegekend. Dit betekent dat gedurende de vestingperiode aan een aantal criteria voldaan moet worden en dat het aantal opties dat werkelijk wordt toegekend, afhangt van de mate waarin aan die criteria is voldaan. Het is dan ook niet reëel om in voorkomende gevallen aan te nemen dat alle opties uiteindelijk uitgekeerd zullen worden. Derhalve wordt een zogenaamde prestatieverdiscontering toegepast. Ter illustratie het volgende voorbeeld: voor de bepaling van het aantal opties dat verhandelbaar wordt, neemt de (fictieve) onderneming de positie van de onderneming in een referentiegroep van 7 fondsen. Als de onderneming op de eerste twee plaatsen uitkomt, worden alle opties uitgekeerd. Indien de laatste twee plaatsen worden behaald, vindt geen uitkering plaats. Voor de tussenliggende plaatsen geldt dat het aantal toegekende opties lineair afneemt met de plaats die in de referentiegroep wordt ingenomen (zie de twee linkerkolommen van Tabel 4.2). Vervolgens wordt aangenomen dat de kans dat een positie wordt behaald uniform is verdeeld (derde kolom Tabel 4.2)

TABEL 4.2
Prestatieverdiscontering: Voorbeeld

| Plaats in de referentiegroep | Percentage dat verhandelbaar wordt | Kans op deze plaats | |
|------------------------------|------------------------------------|---------------------|-------|
| 1 | 100 | 0.125 | 0.125 |
| 2 | 100 | 0.125 | 0.125 |
| 3 | 80 | 0.125 | 0.100 |
| 4 | 60 | 0.125 | 0.075 |
| 5 | 40 | 0.125 | 0.050 |
| 6 | 20 | 0.125 | 0.025 |
| 7 | 0 | 0.125 | 0.000 |
| 8 | 0 | 0.125 | 0.000 |
| | | Som | 0.500 |

Daarna wordt het product van de derde en de tweede kolom genomen en deze waarden worden gesommeerd. Het blijkt dat voor deze hypothetische situatie verwacht wordt dat 50 procent van de opties uitgekeerd zal worden. Afhankelijk van het aantal posities waarop 0 en 100 procent van de opties wordt uitgekeerd en de sterkte van de daling van het toekenningspercentage naar opeenvolgende posities in de referentiegroep is het optiecontract in meer of mindere mate competitief, wat weergegeven wordt in het verwachte uitkeringspercentage. Indien niet de positie in de referentiegroep het prestatie criterium is, maar bijvoorbeeld de relatieve stijging in aandeelhouderswaarde of winst per aandeel, wordt analoog aan het voorbeeld gerekend: alle realisaties worden even waarschijnlijk geacht en een ongewogen gemiddelde van de verwachte

⁸⁰ Het is gebleken dat de correlatie tussen de waarde van de opties die bij de twee beslissingsregels horen gelijk is aan 0,96. Statistisch gezien is het dan ook zinloos analyses met beide waarderingen uit te voeren. In dit rapport wordt gekozen voor de eerste beslissingsperiode (er wordt uitgeoefend halverwege het einde van de vestingperiode en het einde van de looptijd van het optiecontract). Er mag echter vanuit worden gegaan dat de conclusies generaliseerbaar zijn naar de andere waarderingmethode.

uitkeringspercentages in elk scenario wordt genomen. De prestatieverdiscontering is gelijk aan dit percentage en de waarde van de opties zoals boven beschreven wordt hiermee vermenigvuldigd. Voor onvoorwaardelijke opties wordt uiteraard geen prestatieverdiscontering toegepast.

De waardering van *toegekende aandelen* geschiedt als volgt. De waarde van het (onvoorwaardelijke) aandelenpakket is gelijk aan de koers minus een eventuele verkrijgprijs, vermenigvuldigd met het aantal aandelen dat verkregen wordt. De koers wordt benaderd door het gemiddelde van de dagkoersen tussen half december en half januari te nemen. Aandelen kunnen ook voorwaardelijk worden toegekend. In dat geval wordt – analoog aan de opties – een prestatieverdiscontering toegepast. In lijn met de Nederlandse Corporate Governance Code dient een aanhoudperiode van 5 jaar in acht genomen te worden. Feitelijk betekent deze onmogelijkheid tot het verkopen van het aandeel een verlies voor de bestuurder. Omdat dit verlies niet eenduidig te kwantificeren is, wordt in dit onderzoek deze opschortingsperiode echter niet verdisconteerd in de waardebepaling van de aandelen.

4.2.2 Verandering van het vermogen

De verandering van het vermogen van bestuurders betreft uitsluitend die waardeverandering die gerelateerd is aan vermogenstitels die de bestuurder uit eerdere jaren in bezit heeft. De waarde van particulier (vrij verhandelbaar) aandelenbezit wordt niet meegenomen. Voorzover het geen portefeuilleprikkels (*portfolio incentives*) betreft, valt deze waardeontwikkeling immers buiten de invloedssfeer van de onderneming en wordt – evenals bijvoorbeeld rente-inkomsten op uitgekeerde bonussen – niet meegenomen.

De waardering van *opties in portefeuille* geschiedt analoog aan die van toegekende optierechten (zie paragraaf 4.2.1 hierboven). Er zijn drie wijzigingen mogelijk in de status van optierechten en enkele wijzigingen in de parameters van het model. Aangaande de status van optierechten, kunnen deze (gedeeltelijk) onvoorwaardelijk worden en/of komen te vervallen (danwel uitgeoefend worden). Op opties die onvoorwaardelijk worden toegekend is geen prestatieverdiscontering meer van toepassing. Als, in het hypothetische voorbeeld van Tabel 4.2, de onderneming de vierde plaats in de referentiegroep blijkt te hebben ingenomen, wordt veertig procent van de opties niet toegekend en de overige zestig procent onvoorwaardelijk. In plaats van uit te gaan van een verwachte uitkering van vijftig procent, wordt het aantal opties nu bijgesteld tot zestig procent van het oorspronkelijke aantal zonder in de waardering een prestatieverdiscontering toe te passen. Deze opties zijn verhandelbaar, en kunnen dus gebruikt worden om aandelen te verkrijgen. Een tweede wijziging in de waarde van optierechten komt voort uit het uitoefenen of vervallen van opties. Het vervallen van opties zal veelal geen waarde-effecten hebben aangezien naarmate de vervaldatum nadert, de kans dat deze met winst konden worden uitgeoefend afgenomen is. Door het

uitoefenen van een optie worden aandelen verkregen waarvan de waardeontwikkeling als portefeuilleprikkel wordt aangemerkt⁸¹.

Bovendien wordt met de uitoefening van opties eenmalig winst gemaakt doordat de verkrijgprijs van het aandeel lager is dan de koers waarvoor het aandeel verhandeld wordt. Dit wordt meegenomen door het maximum van nul en het verschil tussen de koers per half december van het voorafgaande jaar en half januari van het huidige jaar te nemen en dit te vermenigvuldigen met het aantal uitgeoefende opties. Hierbij wordt dus impliciet aangenomen dat de opties uitgeoefend zijn tegen een prijs die het jaargemiddelde representeert.

Naast de status van de optierechten, worden de parameters van het waarderingsmodel ook veranderd. Elk jaar dat een optie niet wordt uitgeoefend, verschuift de verwachte uitoefendatum (looptijd), mits de optie verhandelbaar is. Verder wordt een actuele koers en volatiliteit van het onderliggende aandeel genomen. Er is geen geaccepteerde methode in de literatuur voorhanden voor het updaten van de prestatieverdiscontering die op deze steekproef toegepast zou kunnen worden. In beginsel is het zo dat naarmate de vestingperiode verloopt, meer zekerheid omtrent de verwachte positie in de referentiegroep ontstaat. Indien een vennootschap al twee jaar laag in de referentiegroep noteert, is het onwaarschijnlijk dat in een derde jaar een toppositie wordt bereikt (gemeten over de drie voorgaande jaren). De vooronderstelling van gelijke kansen op het behalen van elke positie – zoals in het waarderingsmodel wordt gedaan – wringt hier dan ook. De mate waarin deze afwijking invloed heeft op de benadering van de waarde van de opties is niet bekend, al zou geponeerd kunnen worden dat opties die niet verhandelbaar zijn voor de bestuurder nog geen waarde vertegenwoordigen aangezien hij/zij hierover nog niet kan beschikken en dat het bepalen van de waarde van opties derhalve sowieso triviaal is.

De verandering van de waarde van *aandelen in portefeuille* kent twee mogelijke overgangen in status, waarvan één niet gewaardeerd wordt. In de eerste plaats is het – analoog aan de situatie bij optierechten – mogelijk dat voorwaardelijk toegekende aandelen onvoorwaardelijk worden. Hier wordt dan tevens de prestatieverdiscontering achterwege gelaten en het feitelijk toegekende aantal aandelen genomen. Bovendien wordt de waarde van toegekend aandelenbezit aangepast aan de koersontwikkeling van het onderliggende aandeel. In de tweede plaats is het mogelijk dat aandelen verhandelbaar worden. Voor het niet verhandelbaar zijn van aandelen wordt niet gecorrigeerd, aangezien er geen geaccepteerde en toepasbare methode is voor de onderhavige steekproef en derhalve heeft de overgang van aandelen uit de opschortingsperiode geen consequenties voor de waarde van de aandelen zoals in deze studie opgenomen. Wel is het zo dat op het moment dat aandelen verhandelbaar worden, ze buiten het bereik van het onderzoek vallen aangezien ze dan particulier bezit zijn.

⁸¹ Waar aandelen (zie verderop) die vrij verhandelbaar zijn niet worden meegenomen in de inventarisatie, geldt dit voor vrij verhandelbare optierechten wel. Naast het feit dat vrij verhandelbare optierechten beter gerapporteerd worden dan verhandelbare aandelenrechten (het is veelal niet duidelijk welke aandelen in bezit van de bestuurder verkregen zijn door toekenningen van de vennootschap en welke door de bestuurder zelf zijn aangeschaft), stelt dit ons ook in staat de eenmalige winst bij uitoefening van opties mee te nemen.

4.3 Beschrijving van het basissalaris

Tabel 4.3 geeft de mediaan van de vaste salarissen in de jaren 2002-2006 weer in de vier clusters, waarbij een onderscheid is gemaakt tussen bestuursvoorzitters en overige bestuurders. Het is mogelijk dat er meer bestuursvoorzitters dan fondsen bestaan indien in de loop van het kalenderjaar een verandering in de bezetting van deze positie heeft plaatsgehad. In het geval van benoemde of vertrekkende bestuurders is het vaste salaris geëxtrapoleerd naar één volledig jaar vanwege de vergelijkbaarheid met collega-bestuurders. Indien uitkeringen in valuta anders dan de euro plaatshadden, zijn deze naar euro's geconverteerd⁸².

Tabel 4.3
Mediaan van het basissalaris (x €1)

| | 2002 | | 2003 | | 2004 | | 2005 | | 2006 | |
|----------------------------|------|---------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|
| | n | € | n | € | n | € | n | € | n | € |
| <i>Grote AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 7 | 870.574 | 8 | 1.018.279 | 9 | 1.015.000 | 7 | 1.020.000 | 7 | 1.289.000 |
| Bestuurders | 32 | 646.220 | 32 | 672.000 | 29 | 650.000 | 27 | 650.000 | 34 | 660.000 |
| <i>Overige AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 18 | 563.643 | 20 | 603.940 | 19 | 694.034 | 16 | 659.678 | 15 | 685.000 |
| Bestuurders | 60 | 445.318 | 58 | 458.510 | 59 | 461.040 | 51 | 467.000 | 53 | 499.636 |
| <i>Midkap fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 30 | 383.500 | 29 | 422.000 | 29 | 428.000 | 30 | 442.000 | 31 | 490.800 |
| Bestuurders | 63 | 310.000 | 61 | 313.000 | 65 | 309.000 | 60 | 337.841 | 70 | 347.833 |
| <i>Lokale fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 56 | 226.945 | 60 | 239.391 | 60 | 257.000 | 59 | 264.000 | 59 | 280.500 |
| Bestuurders | 79 | 222.546 | 71 | 211.916 | 66 | 213.000 | 65 | 268.000 | 71 | 240.000 |

Het blijkt dat als naar de mediaan gekeken wordt, alle vaste salarissen over de periode 2002-2006 zijn gestegen. Deze stijging is groter voor bestuursvoorzitters dan voor overige bestuurders. De vaste beloning steeg het meest (48 procent) voor bestuursvoorzitters van grote AEX fondsen, van EUR 870.574 in 2002 naar EUR 1.289.000 in 2006. Het mediaan basissalaris van de bestuursvoorzitters steeg voor alle

⁸² Er is gebruik gemaakt van de wisselkoersinformatie van de Europese Centrale Bank per 1 juli van het betreffende jaar. Er is sprake van uitkering in vreemde valuta in 65 gevallen (gemiddeld 13 bestuurders per jaar). Eenmaal wordt een uitkering in Australische dollars gedaan, 10 keer in Britse ponden en de overige 54 keer in Amerikaanse dollars. De conversie kan leiden tot vertekening in de groeicijfers voor individuele bestuurders aangezien niet alleen het nominale bedrag wijzigt, maar ook de waarde in euro's. Op het niveau van clusters is het onwaarschijnlijk (met uitzondering van Mittal Steel) dat deze conversie substantiële invloed heeft op de analyses omdat het aantal gevallen beperkt is. Mittal Steel keert de beloning aan alle bestuurders uit in Amerikaanse dollars en is bovendien onderdeel van een cluster met een beperkt aantal fondsen. Het basissalaris van bestuursvoorzitter Lakshmi Mittal stijgt tussen 2002 en 2006 van USD 863.000 (EUR 870.000) naar USD 2.005.000 (EUR 1.568.000), een stijging van 132 procent in US dollars over 5 jaar, of 80 procent in euro's (de stijging van de beloning hangt uiteraard ook samen met de wijzigingen die de onderneming onderging). Aangezien zowel de Amerikaanse dollar als het Britse pond inflerden ten opzichte van de euro (één euro wordt duurder), zullen de groeicijfers enigszins onderschat worden.

clusters met minimaal 22 procent over de periode 2002-2006⁸³. Verder valt het op dat de beloning van overige bestuurders in de overige AEX fondsen en de Midkap fondsen fluctueert rond 75 procent van het basissalaris van de bestuursvoorzitter. Voor de overige bestuurders van de 7 grote AEX fondsen blijkt dat het verschil met het vaste salaris van de voorzitter toeneemt. In de groep lokale fondsen zijn de beloningsverschillen tussen de voorzitters en overige bestuurders kleiner. Opgemerkt moet worden dat het aantal overige bestuurders hier ook kleiner is: waar bij de lokale fondsen er in het algemeen één of – soms – twee overige bestuurders zijn, zijn dit in de grote AEX fondsen en bij de overige AEX fondsen veelal drie tot vier overige bestuurders per onderneming. In 2005 is de mediaan voor de lokale fondsen van overige bestuurders zelfs hoger dan voor de bestuursvoorzitters.

Een vervolgvraag is hoe het mediaan basisinkomen van de Nederlandse topbestuurder afsteekt tegen het inkomen van de modale Nederlander. Figuur 4.2 laat de verhouding zien tussen het basissalaris van de verschillende typen bestuurders en de gemiddelde Nederlander⁸⁴.

Het bovenste paneel in Figuur 4.2 geeft het aantal malen weer dat het inkomen van de werkende Nederlander in het basissalaris van de verschillende bestuursvoorzitters past (gegroepeerd per cluster). Het salaris van de gemiddelde Nederlander steeg over de periode van 2002-2005 van EUR 40.080 tot EUR 41.750, een stijging van 4,2%. Aangezien het mediaansalaris van de bestuursvoorzitters met minimaal 22 procent steeg, is sprake van een grotere inkomensongelijkheid voor alle groepen bestuursvoorzitters. De bestuursvoorzitter van een groot AEX fonds verdiende in 2002 ruim 21 keer meer dan de gemiddelde Nederlander, een getal dat opliep tot ruim 24 in 2005⁸⁵. De bestuursvoorzitters van de overige AEX fondsen, Midkap fondsen, en lokale fondsen namen gemiddeld 15, 10 en 6 keer het bruto jaarloon van de gemiddelde Nederlander mee naar huis. In de grafiek is 2006 vanwege beschikbaarheid van data niet meegenomen. De bestuursvoorzitters verdienden in 2006 tussen de 3,8 procent (overige AEX fondsen) en 26,4 procent (grote AEX fondsen) meer dan in 2005 en het is dan ook waarschijnlijk dat de inkomensongelijkheid in deze periode verder is gegroeid. Het is overigens opvallend dat de salarissen van de bestuursvoorzitters van grote AEX fondsen

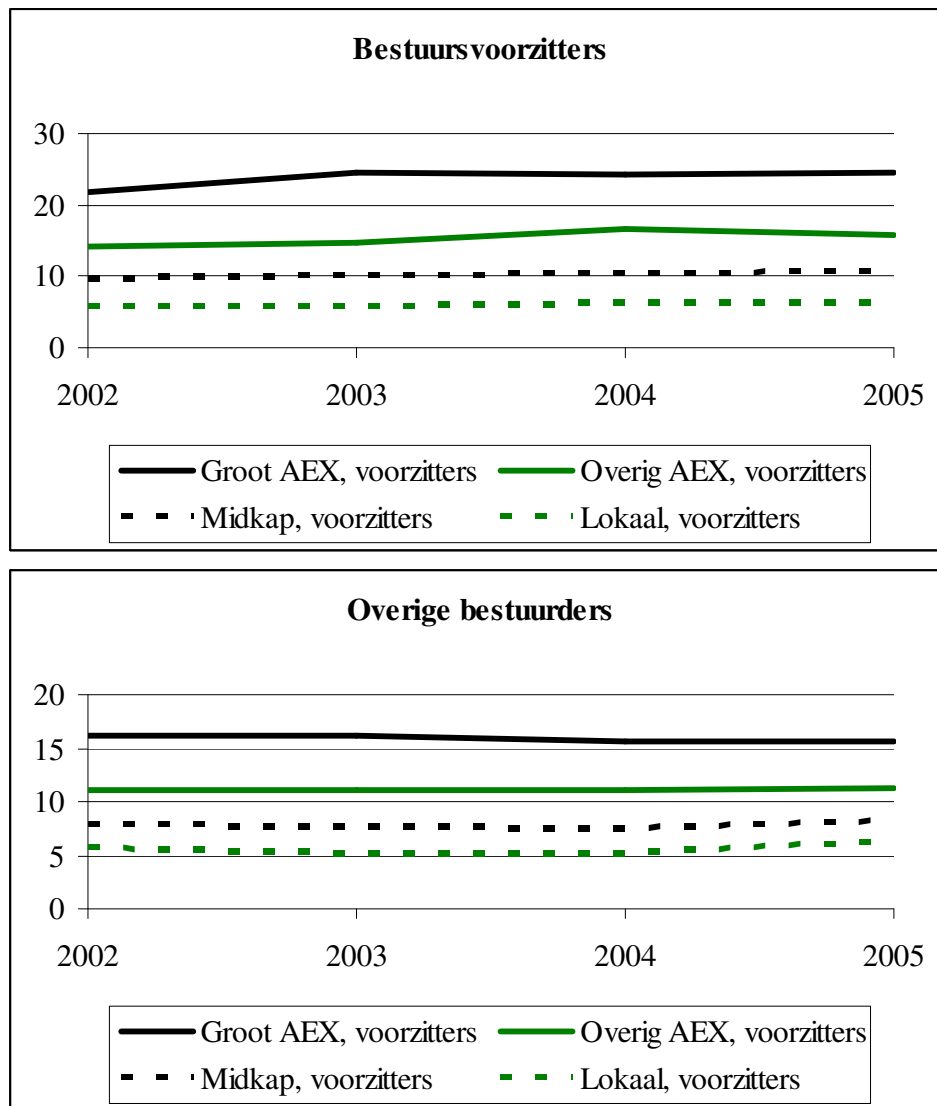
⁸³ Hoewel dit bij de inventarisatie niet expliciet is meegenomen, en deze conclusie dus niet volledig absoluut is, wordt opgemerkt dat bij geen van de vennootschappen een maximum (*cap*) aan enige beloningscomponent is gesteld.

⁸⁴ Van het CBS is voor de periode 2002-2005 de informatie verkregen voor alle mannelijke werknemers in de leeftijdscategorie 55 tot 65 jaar (een groep die op deze karakteristieken vergelijkbaar is met de bestuurders). Het bruto jaarloon inclusief sociale verzekeringen, werknemersbijdragen voor pensioen en VUT, inclusief vakantiegeld, maar exclusief overwerk is genomen. Merk op dat dergelijke aanvullende bedragen bij de bestuurders niet zijn meegenomen vanwege een grote variatie in rapportage over deze posten. Het inkomen voor de gemiddelde Nederlander bedraagt (x €1): 40.080 (2002), 41.310 (2003), 41.660 (2004) en 41.750 (2005).

⁸⁵ De relatieve groei kan, zoals in hoofdstuk 2 is gemeld, het gevolg zijn van een relatief sterkere groei in het vereiste menselijke kapitaal van de bestuursvoorzitter, vergeleken met de gemiddelde Nederlander. Zo zal door acquisities en autonome groei de omvang en wellicht de complexiteit van de vennootschappen in 2006 groter zijn dan in 2002. Het is echter niet duidelijk in welke mate de vereisten aan de gemiddelde Nederlander is gestegen, en in welke mate de grotere inkomensongelijkheid hieraan te wijten is, is dan ook niet te bepalen.

nagenoeg ongelijk zijn gebleven in de periode 2003-2005 en dat de inkomenssprong die over de gehele periode geobserveerd wordt, voornamelijk in 2006 is veroorzaakt. Hier zou nivellering plaats kunnen hebben gehad, indien uitsluitend naar de vaste beloning wordt gekeken.

Figuur 4.2
Verhouding bestuurdersbeloning tot beloning gemiddelde Nederlander



In het onderste paneel van Figuur 4.2 is de beloning van de overige bestuurders afgezet tegen dat van de gemiddelde Nederlander. Aangezien eerder is opgemerkt dat het vaste salaris van deze groepen bestuurders in overige AEX en Midkap fondsen in een min of meer vaste verhouding tot het salaris van de bestuursvoorzitter lijkt te staan, is het niet verwonderlijk dat grote verschillen met de bovenstaande analyse niet bestaan. Voor deze groepen wordt ten opzichte van de gemiddelde Nederlander een stijging van 0,7 versus 4,6 procent geobserveerd. Voor de bestuurders van de lokale fondsen is de trend sterk

vergelijkbaar met die van de bestuursvoorzitters van deze fondsen. Wat opvallend is, echter, is dat de gemiddelde Nederlander in delen van de steekproefperiode meer loonsverhogingen genoot dan de overige bestuurders in de steekproef. Voor de grote AEX fondsen is over de gehele periode een daling van 3,4 procent ten opzichte van de gemiddelde Nederlander te zien. Voor de overige AEX fondsen zijn de beloningsverschillen over de gehele steekproefperiode nagenoeg constant gebleven. Het beeld dat bestuurders van grote Nederlandse ondernemingen zich verrijken terwijl de werknemers van die bedrijven op de nullijn blijven staan, lijkt in deze situatie dus niet gerechtvaardigd⁸⁶.

Voor de overige bestuurders van Midkap fondsen is na een initiële daling van 7,7 naar 7,4 in 2004 wel een stijging tot 8,1 keer het bruto jaarinkomen van de gemiddelde Nederlander geobserveerd. Over de volledige periode is het beloningsverschil hier dus met 4,6 procent gestegen. Aangezien de beloning van overige bestuurders van lokale fondsen nagenoeg gelijk is aan de beloning van de bestuursvoorzitters van deze fondsen, is het niet verwonderlijk dat de trend hier vergelijkbaar is: het inkomensgat tussen overige bestuurders en de gemiddelde Nederlander steeg hier met 15,6 procent van 5,6 naar 6,4.⁸⁷

In deze paragraaf verdienen tenslotte de overige en eenmalige uitkeringen in contanten enige aandacht. De medianen zijn weergegeven in Tabel 4.4. Zoals eerder is vermeld is in 64 procent van de beloningen geen sprake van dergelijke uitkeringen. In 30 procent (9,5 procent) van de gevallen worden eenmalige of overige uitkeringen gedaan die opgeteld meer dan EUR10.000 (EUR100.000) bedragen. Grofweg vijf procent van de totale beloning – over alle fondsen en alle jaren opgeteld – betreft een eenmalige of overige uitkering. Deze categorie is dus van economisch beperkte relevantie op populatieniveau, hoewel de beloning in individuele gevallen uiteraard sterk door deze uitkeringen beïnvloedt kan worden⁸⁸: tussen 2002 en 2006 wordt in totaal EUR 82,8 miljoen aan overige uitkeringen gedaan (gemiddeld EUR 48.877 per bestuurder per jaar), terwijl er voor EUR 754,9 miljoen aan vaste salarissen wordt uitbetaald (EUR 445.348 per bestuurder per jaar), waarbij bovendien geldt dat de top 1 procent van deze uitkeringen goed is voor 36 procent van de totale eenmalige en overige uitkeringen.

De variatie in deze uitkeringen is groot, evenals de typen uitkeringen. Veelal worden premies voor sociale verzekeringen en aanvullende pensioenbijdragen in deze categorie vermeld (hoewel sommige ondernemingen deze als onderdeel van het vaste salaris rapporteren). In deze groep vallen ook tekenbonussen, verhuisvergoedingen, compensatie voor belasting van langetermijnplannen, huisbier, leaseauto etc. In de meeste gevallen

⁸⁶ De kwalificatie ‘in deze situatie’ is van groot belang. De vergelijking betreft uitsluitend het vaste salaris, terwijl zal blijken dat voor deze fondsen stijgingen in de waarde van langetermijnplannen en jaarbonussen een significant deel van de beloningsontwikkeling uitmaken. Anderzijds is de selectie van de gemiddelde Nederlander er één uit meerdere mogelijkheden.

⁸⁷ Een wellicht zuiver theoretisch probleem met deze vergelijking is dat de bestuurders veelal door het CBS meegenomen zijn in de berekeningen. Aangezien er echter slechts tussen 315 en 345 bestuurders zijn opgenomen in de verschillende jaren, mag aangenomen worden dat het effect op het gemiddelde salaris van de Nederlandse man tussen de 55 en 65 jaar te verwaarlozen is.

⁸⁸ Voorts zij opgemerkt dat in veel gevallen de overige uitkeringen opgenomen zijn in het vaste salaris.

wordt echter volstaan met omschrijving als ‘overige kortetermijn beloning’ of ‘overige uitkeringen’ en is dus niet duidelijk wat onder deze post wordt inbegrepen.

Tabel 4.4
Mediaan van eenmalige en overige contante uitkeringen (x €1)

| | 2002 | | 2003 | | 2004 | | 2005 | | 2006 | |
|----------------------------|------|-------|------|---------|------|---------|------|---------|------|--------|
| | N | € | n | € | n | € | n | € | n | € |
| <i>Grote AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 7 | 9.000 | 8 | 111.500 | 9 | 128.500 | 7 | 141.000 | 7 | 0 |
| Overige bestuurders | 32 | 5.715 | 32 | 9.000 | 32 | 18.000 | 27 | 14.318 | 34 | 0 |
| <i>Overige AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 18 | 2.800 | 20 | 3.600 | 19 | 42.090 | 16 | 43.549 | 15 | 55.694 |
| Overige bestuurders | 60 | 0 | 58 | 4.750 | 59 | 27.330 | 51 | 29.040 | 53 | 31.393 |
| <i>Midkap fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 30 | 0 | 29 | 0 | 29 | 0 | 30 | 0 | 32 | 0 |
| Overige bestuurders | 63 | 0 | 61 | 0 | 65 | 0 | 60 | 0 | 70 | 0 |
| <i>Lokale fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 60 | 0 | 61 | 0 | 61 | 0 | 59 | 0 | 59 | 0 |
| Overige bestuurders | 81 | 0 | 73 | 0 | 68 | 0 | 68 | 0 | 75 | 0 |

Tabel 4.4 laat zien dat voor de lokale fondsen en de Midkap fondsen een eenmalige of overige uitkering in het algemeen niet relevant is. Voor de grotere fondsen is dit wel het geval, maar de mediaanuitkering varieert sterk van het ene jaar op het andere. Zo is van 2002-2003 een explosieve stijging in deze beloningsvorm te zien voor bestuursvoorzitters van grote AEX fondsen, die aanhoudt tot 2005 en in 2006 terugkomt op het niveau van 2002.

4.4 Prestatiemaatstaven 2005-2006

De contracten waarop de leden van de Raden van Bestuur aangesteld worden, zijn, op een paar uitzonderingen na, prestatiecontracten. Het prestatiegebonden deel bestaat doorgaans uit twee componenten: de contante bonus, gericht op de korte termijn, dat wil zeggen de prestaties over het afgelopen jaar en een lange termijn bonus – veelal uitgekeerd in opties en/of aandelen. De tijdshorizon van de lange termijn bonus is over het algemeen een periode van 3 jaar. In hoofdstuk 3 is reeds geconstateerd dat de relevante wetenschappelijke literatuur weinig uniforme voorschriften biedt ten aanzien van de bezoldigingsstructuur, de keuze van de prestatiecriteria, de bepaling van doelstellingen etc. Twee aspecten zijn hierbij relevant, enerzijds de mate waarin de agent invloed heeft op de uitkomst van de maatstaf en anderzijds, de mate waarin de maatstaf in overeenstemming is met het doel van de organisatie. Ideale prestatiecriteria scoren hoog op beide dimensies. Echter er bestaat een afruil tussen de twee dimensies die maakt de taak van de bezoldigingscommissie er niet eenvoudiger op maakt. De bezoldigingspraktijk leert dat voor elke onderneming en in elke situatie specifieke afwegingen gelden die relevant zijn voor de vormgeving van het bezoldigingscontract. (zie verder hoofdstuk 3).

Teneinde zicht te krijgen op de prestatiecriteria die Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen gebruiken bij de bezoldiging van bestuurders, is nagegaan welke

prestatimaatstaven in de jaarverslagen worden vermeld⁸⁹. Het onderzoek betreft de boekjaren 2005 en 2006. In totaal zijn er voor 2005, 52 en voor 2006, 63 vennootschappen onderzocht. Uitgesplitst naar index zijn dat in 2005 26 AEX-fondsen, 22 AMX-fondsen en 6 AscX-fondsen, en voor 2006 resp. 29, 28 en 6 fondsen.

Bij de interpretatie van onderstaande tabellen dienen de volgende aspecten benadrukt te worden. Ten eerste, in tabellen is het aantal prestatimaatstaven per fondscategorie opgenomen. Bedrijven hanteren meerdere prestatimaatstaven ter bepaling van korte- en lange termijn bezoldiging. In Tabel 4.5 is bijvoorbeeld vermeld dat in het boekjaar 2005 door 26 AEX-fondsen 49 korte en 40 lange termijn prestatimaatstaven zijn gehanteerd bij de bepaling van de korte termijn bezoldiging. Ten tweede, in een enkel geval maken de vennootschappen geen onderscheid tussen korte en lange termijn bonus. In dergelijke gevallen is op basis van de formulering in de jaarverslagen een keuze gemaakt voor de relevante termijn. Ten derde, de inventarisatie is gebaseerd op in de jaarverslagen gepubliceerde prestatimaatstaven. Daarnaast wordt het discretionaire deel van de korte termijn bonus bepaald door de RvC op grond van overwegingen die niet altijd (van te voren) zijn gespecificeerd.

Bij de weergave van de inventarisatie is allereerst onderscheid gemaakt tussen prestatimaatstaven voor de korte termijn en voor de lange termijn. Daarnaast worden financiële prestatimaatstaven onderscheiden van niet-financiële prestatimaatstaven. De reden hiervoor is gelegen in de mate van transparantie: het effect van de eerstgenoemde prestatimaatstaven op de beloning kan in principe worden geverifieerd, voor de tweede groep van prestatimaatstaven is dat soms minder makkelijk. Tot slot is er een categorie 'overig' gecreëerd voor éénmalig aangetroffen prestatimaatstaven. Tabel 4.5 geeft de samenvatting van de bevindingen.

⁸⁹ De inventarisatie is grotendeels gebaseerd op de Towers Perrin's Top Executive Survey. De survey is aangevuld zodanig dat alle AEX- en AMX-fondsen in de inventarisatie zijn opgenomen. Voorts dient het verkennende karakter van de exercitie te worden benadrukt. Er is een keuze gemaakt voor de laatste twee boekjaren omdat de rapportage over de prestatimaatstaven in eerdere jaren van de onderzoeksperiode minder volledig is. Tevens zijn vooral de grotere fondsen meegenomen omdat ter zake de rapportage van prestatimaatstaven deze fondsen doorgaans meer informatie in de jaarverslagen opnemen dan de kleinere fondsen (zie ook Akkermans et.al. 2005, 2006, 2007). Een en ander betekent dat de groep fondsen waarvoor de prestatimaatstaven zijn geïnventariseerd niet overeenkomt met de onderzoekspopulatie van de overige onderdelen van dit hoofdstuk.

Tabel 4.5
Aantal prestatie maatstaven naar soort en jaar

| | 2005 | | | 2006 | | |
|---------------------------------------|----------------------------|--------------------------|------------------|---------------|-------------------------|------------------|
| | AEX (N=26) ¹ | AMX/ ander (N= 28) | Totaal (N=54) | AEX (N=29) | AMX/ ander (N=34) | Totaal (N=63) |
| Financiële maatstaven korte termijn | 45 | 35 | 80 | 58 | 40 | 98 |
| Overig financieel korte termijn | 2 | 3 | 5 | 7 | 17 | 24 |
| | [95%] ² | [92] | [94] | [86] | [75] | [80] |
| Kwalitatieve maatstaven korte termijn | 2 | 3 | 5 | 4 | 6 | 10 |
| Overig kwalitatief korte termijn | 0 | 0 | 0 | 6 | 13 | 19 |
| Totaal | 49 | 41 | 90 | 75 | 76 | 151 |
| Financiële maatstaven lange termijn | 38 | 22 | 60 | 37 | 30 | 67 |
| Overig financieel lange termijn | 2 | 0 | 2 | 4 | 11 | 15 |
| | [100%] | [91] | [96] | [100] | [78] | [88] |
| Kwalitatieve maatstaven lange termijn | 0 | 2 | 2 | 0 | 4 | 4 |
| Overig kwalitatief lange termijn | 0 | 0 | 0 | 0 | 7 | 7 |
| Totaal | 40 | 24 | 64 | 41 | 52 | 93 |
| Totaal-generaal | 89 | 65 | 154 | 115 | 129 | 244 |

¹ N geeft het aantal vennootschappen weer.

² Tussen vierkante haken staat het percentage korte- dan wel lange termijn financiële prestatie maatstaven t.o.v. het totale aantal korte- dan wel lange termijn prestatie maatstaven.

Het aantal gerapporteerde prestatie maatstaven in 2006 is groter dan in 2005. Daarbij spelen twee factoren een rol. De eerste is het aantal onderzochte vennootschappen, dat in 2006 groter is dan in 2005. Daarnaast worden in 2006 per bedrijf meer prestatie maatstaven gehanteerd dan in 2005. De verandering betreft vooral het aantal prestatie maatstaven voor de korte termijn bezoldiging. Voor wat betreft de aard van prestatie ligt het accent op de financiële prestatie maatstaven, hoewel ook het aantal kwalitatieve prestatie maatstaven toeneemt in 2006. Lange termijn kwalitatieve prestatie maatstaven zijn nauwelijks in de jaarverslagen aangetroffen.

Onderstaande tabellen geven een meer nauwkeurige omschrijving van de geïnventariseerde prestatie maatstaven. Allereerst de korte termijn, zie Tabel 4.6.

Tabel 4.6
Prestatiemaatstaven korte termijn 2005-2006

| | 2005 | | | 2006 | | |
|--|-----------|---------------|-----------|----------------|----------------|-----------|
| | AEX | AMX/ ander | Totaal | AEX | AMX/ ander | Totaal |
| <i>Financiële maatstaven korte termijn</i> | | | | | | |
| EBIT(D)A/ Operating profit ¹ | 9 | 6 | 15 | 13 | 7 | 20 |
| Revenue | 6 | 2 | 8 | 9 | 4 | 13 |
| Earnings per share | 5 | 7 | 12 | 3 | 9 | 12 |
| Free Cash Flow | 4 | 1 | 5 | 9 ² | 0 | 9 |
| Net working capital/sales | 1 | 1 | 2 | 4 | 3 | 7 |
| Return on Invested Capital (ROIC) | 1 | 2 | 3 | 2 | 2 | 4 |
| Economic Value Added | 2 | 0 | 2 | 3 | 0 | 3 |
| Net income/Net profit | 5 | 8 | 13 | 6 | 3 ⁵ | 9 |
| (Net) operating cash flow | 3 | 3 | 6 | 1 | 2 | 3 |
| Return on Equity | 1 | 1 | 2 | 1 | 3 | 4 |
| Return on Net Assets | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 2 |
| Economic profit | 3 | 0 | 3 | 2 | 0 | 2 |
| Gross profit | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 2 |
| Net operating profits after taxes | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 |
| Relative TSR | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 |
| Return on capital employed | 0 | 0 | 0 | 1 ² | 1 | 2 |
| Financial targets ³ | 1 | 0 | 1 | 1 | 2 | 3 |
| Gross margin | 1 | 2 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| Cash conversion rate | 2 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| Relative share price | 0 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| Totaal | 45 | 35 | 80 | 58 | 40 | 98 |
| <i>Kwalitatieve maatstaven korte termijn</i> | | | | | | |
| Market share | 1 | 0 | 1 | 2 | 0 | 2 |
| Qualitative targets ³ | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 |
| Strategische doelen ³ | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 |
| Individual/personal goals | 0 | 2 | 2 | 1 | 5 | 6 |
| Totaal | 2 | 3 | 5 | 4 | 6 | 10 |

Tabel 4.6 vervolg
Prestatiemaatstaven korte termijn

| | 2005 | | | 2006 | | |
|---|----------|---------------|----------|----------|---------------|-----------|
| | AEX | AMX/ ander | Totaal | AEX | AMX/ ander | Totaal |
| <i>Infrequent gebruikte financiële maatstaven korte termijn</i> | | | | | | |
| Budgeted result | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Cash flow return on Investment | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Efficiency ratio | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Return on economic capital | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Return on sales | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Net debt | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Jaarlijkse winst- en rendementsdoelen | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Groei opbrengsten | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| ROACE | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Omzetgroei | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| DSO (debiteurendagen) | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Beleggingsresultaat boven gemiddelde gewogen inflatie van landen waar bedrijf actief is | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Direct resultaat | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Ontwikkeling intrinsieke waarde | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Kosten onderneming vergeleken met peer group | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Groei balanstotaal | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Working capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Structurele waardeontwikkeling | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Groei ³ | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Autonome omzetgroei | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Tier 1 capital | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Total operating expenses | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Value new business | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Risk adjusted return on capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| CFROI | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Nettowinst+rentelasten langlopende leningen/gemiddeld geïnvesteerd vermogen | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Bonus ROE: adjusted net income/A*SE | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Free cash | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Net asset value | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Totaal | 2 | 3 | 5 | 7 | 17 | 24 |

Tabel 4.6 vervolg 2
Prestatiemaatstaven korte termijn

| | 2005 | | | 2006 | | |
|---|-----------|---------------|-----------|-----------|---------------|------------|
| | AEX | AMX/ ander | Totaal | AEX | AMX/ ander | Totaal |
| <i>Infrequent gebruikte kwalitatieve maatstaven korte termijn</i> | | | | | | |
| Focus op (retail)klanten | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Bezettingsgraad portefeuille | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Ontwikkeling van de strategie ³ | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Management development | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Opvolgingsvraagstukken | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Implementatie ICT | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Risicobeheersingsprocedures | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Operationele en strategische doelen ³ | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Voortgang X programma ⁴ | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Invulling strategische agenda's; uitbouw BU's | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Reductie van ongevallen met verzuim met 10% | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Operational excellence | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Personnel engagement | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Sustainable development | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Technical achievement | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Integration of businesses | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Control of entities | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| (Introduction of) profitable algorithmic trading | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Customer Satisfaction | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Totaal | 0 | 0 | 0 | 6 | 13 | 19 |
| Totaal-generaal | 49 | 41 | 90 | 75 | 76 | 151 |

¹ Hiermee wordt bedoeld op prestatimaatstaven waarbij de EBIT, EBITA of EBITDA betrokken is, ook wel 'operating profit'.

² Waarvan eenmaal voor een specifiek genoemd bedrijfs onderdeel.

³ Algemene, verder niet gespecificeerde aanduidingen. In een aantal gevallen wordt dit beargumenteerd op basis van concurrentieverhoudingen: 'not disclosed because of competition', of 'sensitive information'.

⁴ De letter X als aanduiding van de vennootschap.

⁵ Het betreft hier enerzijds het netto-inkomen van het gehele bedrijf als wel het netto-inkomen per bedrijfseenheid (business unit).

Tabel 4.6 laat een grote variatie aan gehanteerde financiële prestatimaatstaven zien, betrekking hebbende op kosten, opbrengsten en 'direct' resultaat. Tevens kan worden geconstateerd dat voor wat betreft de korte termijn, de boekhoudkundige prestatimaatstaven dominant zijn. Ook kan worden geconstateerd dat de omschrijving van de prestatimaatstaf niet altijd nauwkeurig is. Betrekkelijk algemene omschrijvingen als 'financiële doelstellingen' of 'strategische doelen' komen voor in de

remuneratierapporten. Vaak wordt een dergelijke algemene formuleringen gemotiveerd met een verwijzing naar de concurrentiegevoeligheid van de informatie. De omschrijving van de gehanteerde kwalitatieve prestatemaatstaven is eveneens betrekkelijk algemeen, bijvoorbeeld ‘ontwikkeling van de strategie’ of ‘operationele en strategische doelen’. Voor het overige verschaffen de korte termijn kwalitatieve prestatemaatstaven een zeker inzicht in de activiteiten van bestuurders (zoals verzuimreductie en risicobeheersing) en zijn zij in die zin rijker aan informatie dan de financiële prestatemaatstaven, die immers gerelateerd zijn aan resultante van al die inspanningen. Beschouwen we de prestatemaatstaven vanuit het perspectief van de belanghebbenden bij de vennootschap, dan lijkt de aandacht redelijk gelijkmatig verdeeld over verschillende stakeholders. Daarbij zijn de korte termijn prestatemaatstaven vooral gericht op de situatie van het bedrijf zelf. De prestatie van de vennootschap in relatie tot, dan wel in vergelijking met de (relevante) omgeving komt daarbij minder aan bod. Tenslotte, bezien vanuit de afruil beïnvloedbaarheid – doelrealisatie lijken de gevonden prestatemaatstaven voor de korte termijn hoger te scoren op de eerste dimensie en lager op de tweede dimensie. Ook worden nog prestatemaatstaven gebruikt die in ratio's zijn uitgedrukt, hetgeen vanuit de relevante literatuur als minder voor de hand liggend wordt beoordeeld (Murphy en Jensen 2004)

De lange termijn prestatemaatstaven – zie Tabel 4.7 – geven een wat ander beeld. Ten eerste is de prestatemaatstaf voor de lange termijn vaak gericht op de vergelijking van de vennootschappen met andere vennootschappen, de zgn. referentiegroep (peer group). Daarnaast overheerst bij de lange termijn prestatemaatstaven de (relatieve) TSR. De lange termijn bezoldiging is daarmee meer gericht op doelrealisatie, de creatie van aandeelhouderswaarde. Voorts domineren de markt- en waardegerelateerde prestatemaatstaven boven de boekhoudkundige prestatie-indicatoren. Ook bij de lange termijn prestatemaatstaven zien we het aantal indicatoren groeien in de afgelopen twee boekjaren, waarbij voor de minder grote fondsen (kolom AMX/ander) opvalt dat het aantal eenmalig gehanteerde prestatemaatstaven voor de lange termijn beloning relatief hoog is in het boekjaar 2006.

Tabel 4.7
Prestatiemaatstaven lange termijn

| | 2005 | | | 2006 | | |
|---|-----------|---------------|-----------|-----------|---------------|-----------|
| | AEX | AMX/ ander | Totaal | AEX | AMX/ ander | Totaal |
| <i>Financiële maatstaven lange termijn</i> | | | | | | |
| Relatieve TSR | 20 | 10 | 30 | 21 | 14 | 35 |
| Earnings per share | 6 | 2 | 8 | 5 | 3 | 8 |
| EBIT/Operating profit ¹ | 4 | 3 | 7 | 4 | 2 | 6 |
| Revenue | 1 | 0 | 1 | 2 | 2 | 4 |
| Economic Value Added | 2 | 3 | 5 | 0 | 2 | 2 |
| Free Cash Flow | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 |
| Relative Performance | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 |
| Relative ROIC | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 |
| Relative share price | 2 | 2 | 4 | 1 | 0 | 1 |
| Return on Equity | 1 | 1 | 2 | 2 | 0 | 2 |
| Share price development | 0 | 1 | 1 | 0 | 3 | 3 |
| Omzetontwikkeling/-groei | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 |
| Totaal | 38 | 22 | 60 | 37 | 30 | 67 |
| <i>Kwalitatieve maatstaven lange termijn</i> | | | | | | |
| Individual/personal goals | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 3 |
| Strategische doelen | 0 | 2 | 2 | 0 | 1 | 1 |
| Totaal | 0 | 2 | 2 | 0 | 4 | 4 |
| <i>Infrequent gebruikte kwalitatieve maatstaven lange termijn</i> | | | | | | |
| Productontwikkeling | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Risicobeheersing | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Kennismanagement | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Ontwikkeling van medewerkers | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Succesvolle afsluiting van een overeenkomst met een partner ² | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Lancering eerste commerciële product ² | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Aanpassing van het strategisch plan | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Totaal | 0 | 0 | 0 | 0 | 7 | 7 |

Tabel 4.7 vervolg
Prestatiemaatstaven lange termijn

| | 2005 | | | 2006 | | |
|---|-----------|---------------|-----------|-----------|---------------|-----------|
| | AEX | AMX/ ander | Totaal | AEX | AMX/ ander | Totaal |
| <i>Infrequent gebruikte financiële maatstaven lange termijn</i> | | | | | | |
| Average bonus | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| EBIT/Equity ratio | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| EVA in invested capital | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Net profit | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Profit margin | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Return on sales | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Groei in marktsegment X | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Net income company | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Net income business unit | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Groeidoelen in het strategisch plan | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Ontwikkeling winstgevendheid | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Economic profit t.o.v. de norm | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| ROIC | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Operationele en financiële doelen | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Groei van opbrengsten (returns) | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Net working capital/sales | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Groei brutomarge | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Totaal | 2 | 0 | 2 | 4 | 11 | 15 |
| Totaal-generaal | 40 | 24 | 64 | 41 | 52 | 93 |

¹ Hiermee wordt bedoeld op prestatimaatstaven als EBIT, EBITA of EBITDA en Operating profit.

² Terzijde, deze doelen werden niet gehaald. Er werd echter wel een bonus uitgekeerd, vanwege de kosteneffectieve verhuizing van het hoofdkantoor; afsluiting van een financieringsovereenkomst; aanvraag voor de toelating van een product tot de markt; het op het juiste moment rekruteren van nieuw personeel en externe adviseurs; en tenslotte het met succes vervaardigen en vrijgeven van een nieuw product.

Samenvattend komen we tot de volgende bevindingen. In de eerste plaats, de onderzochte fondsen rapporteren meer prestatimaatstaven in 2006 dan in 2005. Op zichzelf komt dit de transparantie van de rapportage ten goede. Anderzijds zijn de prestatimaatstaven soms betrekkelijk algemeen geformuleerd – al dan niet met een beroep op concurrentiegevoeligheid van informatie – hetgeen het informatiegehalte niet altijd ten goede komt. In de tweede plaats, het zwaartepunt ligt bij de financiële prestatimaatstaven, zowel voor wat betreft de korte- als de lange termijn. In de derde plaats, de korte termijn prestatimaatstaven zijn gericht op het presteren van de vennootschap (en bestuurders) in absolute zin. De kwalitatieve prestatimaatstaven zijn daarbij meer gericht op de specifieke (strategische) activiteiten van bestuurders en de financiële prestatimaatstaven op de (boekhoudkundige) resultaten van de vennootschap. In de vierde plaats, de lange termijn prestatimaatstaven zijn meer gericht op de prestaties van de vennootschap ten opzichte van vergelijkbare vennootschappen en overwegend

gerelateerd aan de creatie van aandeelhouderswaarde. Tenslotte, in de vijfde plaats, de keuze van korte termijn prestatimaatstaven lijkt meer georiënteerd te zijn op de dimensie beïnvloedbaarheid, terwijl bij de keuze van de lange termijn prestatimaatstaven de dimensie doelrealisatie lijkt voorop te staan.

Voor wat de betreft de selectie van prestatie-indicatoren in het vervolg van dit onderzoek biedt de bovenstaande inventarisatie de volgende aandachtspunten. In de eerste plaats is geconstateerd dat de relevante literatuur slechts in meer algemene zin aanknopingspunten biedt ten aanzien van de keuze van te gebruiken prestatimaatstaven. Als voorbeelden kunnen worden genoemd, het onderscheid tussen marktgerelateerde maatstaven (absolute en procentuele jaarlijkse aandelenrendementen) en boekhoudkundige maatstaven en het onderscheid tussen de beïnvloedbaarheid van de maatstaf en doelrealisatie (Cools 2005). Daarbij is de beïnvloedbaarheid van de boekhoudkundige prestatimaatstaven groter dan van de marktgerelateerde maatstaven, die weer meer gerelateerd zijn aan de waardecreatie van de vennootschap. In de tweede plaats laat de bovengenoemde inventarisatie een grote variatie in het gebruik van verschillende prestatimaatstaven zien, waarbij de variatie ten aanzien van de gebruikte criteria voor de korte termijn bezoldigingscomponenten groter is dan voor de lange termijn bezoldigingscomponenten. Bij een nadere bestudering van de inventarisatie lijken (relatieve)TSR, *Operating profit*, omzet en *Earnings per share* de meest voor de hand liggende prestatimaatstaven. Voor de belegger lijkt daarnaast de absolute waardecreatie relevant, te benaderen door absolute TSR. Teneinde eveneens rekening te houden met deze aandachtspunten worden in het vervolg van dit onderzoek de volgende prestatimaatstaven te gebruikt:

1. Omzet (*net sales*) als indicatie voor gehanteerde criteria ten aanzien van groei-doelstellingen;
2. Winst. Operating income wordt daarbij gerelateerd aan totale activa. Operating income kan vanwege extraordinaries worden gekozen;
3. Winst per aandeel (EPS); en
4. (Relatief) Aandeelhoudersinkomen, (relatieve) TSR: dividend plus koerswinst van het fonds, absoluut en in afwijking van het gemiddelde van de in het onderzoek gedefinieerde clusters.

Deze vier genoemde prestatimaatstaven komen tegemoet aan het in de literatuur genoemde onderscheid tussen boekhoudkundige criteria en marktgerelateerde prestatimaatstaven. Tevens is het onderscheid tussen de beïnvloedbaarheid van de maatstaven (omzet, (netto)winstgerelateerde doelstellingen), enerzijds, en doelrealisatie (meer marktgerelateerde criteria (aandeelhoudersinkomen)) anderzijds, in de keuze meegenomen. Tenslotte vormen de te gebruiken maatstaven ook een behoorlijke afspiegeling van de daadwerkelijk in de onderzochte steekproef gebruikte prestatimaatstaven. Indien vergelijkbare prestatimaatstaven worden samengenomen (zoals koersontwikkeling, relatieve aandelenkoers en (R)TSR onder de noemer RTSR), blijkt dat de gekozen maatstaven in 2005 62 procent van alle kortetermijnmaatstaven weerspiegelen en 50 procent in 2006. Voor de langetermijnmaatstaven zijn deze percentages 83 en 77 procent voor 2005 en 2006⁹⁰.

⁹⁰ Er is daarbij voorzichtig omgesprongen met het groeperen van doelstellingen. Opbrengst over investeringen is bijvoorbeeld niet als winstmaatstaf aangemerkt. Verder is niet duidelijk onder welke

4.5 Beschrijving van de jaarlijkse bonus

Tabel 4.8 geeft de mediaan van de jaarlijkse bonus in contanten weer voor bestuursvoorzitters en overige bestuurders in de vier groepen fondsen. Het blijkt dat over de gehele linie de bonussen een grote groei hebben doorgemaakt in de periode 2002-2006. Bestuursvoorzitters ontvingen in 2006 in nagenoeg alle mediaanondernemingen een bonus die meer dan het dubbele is van de bonus die zij in 2002 ontvingen. De enige uitzondering zijn de Midkap fondsen, waar de bonus in 2006 ‘slechts’ met 95 procent is gegroeid over deze periode. Voorts valt op dat bestuursvoorzitters en overige bestuurders van grote AEX fondsen in 2003 een substantieel lagere bonus toegekend kregen dan in 2002. Dit zou een indicatie kunnen zijn dat de beloning de prestaties van de onderneming volgt, aangezien in deze periode veel aandelenkoersen het minimum over de steekproefperiode bereikten. Voor de andere fondsen is een dergelijke trend echter niet te observeren, hoewel de aandelenkoersen hier evengoed een dieptepunt noteerden.

Tabel 4.8
Mediaan van de feitelijke jaarbonus (x €1)

| | 2002 | | 2003 | | 2004 | | 2005 | | 2006 | |
|----------------------------|------|---------|------|---------|------|---------|------|-----------|------|-----------|
| | n | € | n | € | n | € | n | € | n | € |
| <i>Grote AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 7 | 525.000 | 8 | 385.827 | 9 | 866.000 | 7 | 1.400.000 | 7 | 1.311.181 |
| Overige bestuurders | 32 | 485.000 | 32 | 186.107 | 32 | 493.000 | 27 | 705.000 | 34 | 710.000 |
| <i>Overige AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 18 | 236.000 | 20 | 243.931 | 19 | 544.374 | 16 | 493.570 | 15 | 616.000 |
| Overige bestuurders | 60 | 127.900 | 58 | 196.588 | 59 | 255.000 | 51 | 281.000 | 53 | 323.000 |
| <i>Midkap fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 30 | 115.997 | 29 | 125.000 | 29 | 156.778 | 30 | 200.125 | 32 | 226.000 |
| Overige bestuurders | 63 | 35.000 | 61 | 50.000 | 65 | 75.000 | 60 | 131.000 | 70 | 102.321 |
| <i>Lokale fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 60 | 25.000 | 61 | 37.000 | 61 | 53.500 | 59 | 83.000 | 59 | 88.020 |
| Overige bestuurders | 81 | 0 | 73 | 50.000 | 68 | 45.558 | 68 | 63.009 | 75 | 67.312 |

Verder is de verhouding tussen de bonus van overige bestuursvoorzitters en overige bestuurders wederom opvallend. Enkele uitzonderingen daargelaten, is de bonus van overige bestuurders tussen 40 en 60 procent van de bonus van de voorzitter. De lokale fondsen vormen een uitzondering op deze regel, zoals ook voor het basissalaris werd gevonden. Verder valt op dat in de regel de bonus van een bestuursvoorzitter in een cluster met kleinere fondsen minder is dan de helft van de bonus van de bestuursvoorzitters in het navolgende grotere cluster. Er lijken dus verschillen in ondernemingen en verschillen tussen de posities te zijn die leiden tot een min of meer constante verhouding – binnen enige bandbreedte – tussen de bonusbedragen in de mediaanondernemingen. Tot slot is het opmerkelijk dat van 2004 op 2005 de mediaanbonus voor voorzitters van de overige AEX fondsen is gedaald, terwijl deze voor de overige bestuurders is gestegen.

categorie sommige maatstaven vallen, hoewel ze hoogstwaarschijnlijk sterk overlappen met één van de gekozen maatstaven (bijvoorbeeld “financiële doelstellingen”). Tot slot is het zo dat enkele maatstaven waarschijnlijk sterk correleren met de gekozen vier, zoals brutomarge met omzet. Enkele maatstaven (bijvoorbeeld “opvolging” of “kennismanagement”) zijn niet in algemene maatstaven op populatieniveau te vatten.

4.6 Beschrijving van optieplannen

In de beloningspakketten van 68 vennootschappen in deze studie zijn optieplannen een onderdeel van de bezoldiging. Het is gebruikelijk deze plannen in voorwaardelijke en onvoorwaardelijke plannen in te delen. In overeenstemming met de Nederlandse corporate governance code, best practice bepalingen II.2.1 en II.2.2, wordt onder voorwaardelijke opties verstaan: opties waarbij “bestuurders na een periode van tenminste drie jaar na de toekenning vooraf gestelde prestatiecriteria hebben gerealiseerd.” Opties die worden toegekend nadat een prestatie is geleverd en die vervolgens gegarandeerd zijn – behoudens, eventueel, het beëindigen van de arbeidsrelatie met de vennootschap – zijn dus onvoorwaardelijk (in overeenstemming met best practice bepaling II.2.2)⁹¹. Naast voorwaardelijke en onvoorwaardelijke opties, worden ook vrij verhandelbare opties onderscheiden. Dit zijn opties die (inmiddels) definitief zijn toegekend en door de bestuurder uitgeoefend kunnen worden⁹².

Hoewel harde cijfers over de rapportage van optieplannen niet voorhanden zijn, is de diversiteit in wijze van rapporteren over in essentie vergelijkbare plannen opmerkelijk. Enkele ervaringen tijdens het verzamelen van de data zijn dat in minder of meer gevallen:

- geen uitsplitsing wordt gemaakt naar de verschillende bestuurders;
- geen uitsplitsing wordt gemaakt naar de verschillende series die een bestuurder heeft, waaronder:
 - het rapporteren van een gemiddelde uitoefenprijs of uitsluitend de hoogste en laagste uitoefenprijs; en
 - het rapporteren van de laatste vervaldatum of het bereik van de vervaldatum;
- geen melding wordt gemaakt van het aantal opties dat is uitgeoefend zodat dit moet worden afgeleid uit de verschillen tussen opeenvolgende jaarverslagen; en
- geen melding wordt gemaakt van wat gebeurt met opties van opgestapte bestuurders.

Bovenstaande heeft in meer of mindere mate gevolgen voor de waardering van de opties⁹³. In totaliteit valt te zeggen dat van de 5.599 optieseries die ergens in de periode

⁹¹ Vennootschappen die deze optiepakketten toekennen noemen deze soms voorwaardelijk omdat de initiële toekenning aan voorwaarden is gebonden. Echter eenmaal toegekend zijn de opties onvoorwaardelijk en derhalve in deze studie aldus aangemerkt.

⁹² Indien de vestingperiode niet eenduidig of duidelijk te bepalen was (bijvoorbeeld omdat over oude optieplannen geen informatie werd gegeven of opties gegroepeerd waren), is voor de waardering aangenomen dat deze vrij verhandelbaar waren. Dit verklaart waarschijnlijk het grote aantal vrij verhandelbaar toegekende opties. Deze categorie bestaat uit werkelijk vrij verhandelbare opties (bijvoorbeeld toegekend als tekenbonus) en uit (on)voorwaardelijke opties waarvan de vestingperiode niet (precies genoeg) was gerapporteerd. Merk bovendien op dat de voorwaardelijkheid van opties waarvan geen vestingperiode was genoemd niet meegenomen is aangezien niet duidelijk is op welk moment deze voorwaardelijkheid eindigde.

⁹³ Indien geen vervaldatum wordt gerapporteerd worden opties als ‘onbeperkt houdbaar’ bestempeld, wat wordt geoperationaliseerd als een looptijd van twintig jaren vanaf op het moment van waarden. Aangezien niet bekend is of sommige opties vervallen of uitgeoefend zijn, wordt aangenomen dat ze zijn uitgeoefend, tenzij de winst bij uitoefening negatief is. Indien de opties van een vertrekkende bestuurder vervallen, wordt dit als negatief inkomen aangemerkt; bij geen vermelding wordt dit niet toegepast. Het groeperen van optieregelingen of niet rapporteren van individuele uitoefenprijzen leidt er in de regel toe dat de optie niet te waarden is.

2002-2006 uitstonden, van 238 geen waarde te bepalen is⁹⁴. Het is frappant dat de standaardisering van beloningsinstrumenten niet gepaard gaat met een standaardisering van rapportages, terwijl best practices op dit gebied zeker aan te wijzen zijn.

Tabel 4.9 geeft weer hoeveel fondsen in elk cluster in de verschillende jaren opties toekenden die vrij verhandelbaar, onvoorwaardelijk, of voorwaardelijk zijn. Enkele fondsen kennen verschillende typen opties toe, en derhalve tellen de aantallen soms op tot meer dan het aantal fondsen in het cluster.

Tabel 4.9 laat enkele interessante trends zien. In de eerste plaats is het aantal fondsen dat geen optieregeling kende in 2002-2006 groter in de clusters met kleinere fondsen. In de twee clusters met grootste fondsen is er slechts 1 onderneming waar nooit opties werden toegekend, terwijl 54 procent van de kleinste vennootschappen nimmer opties toekende. Voorts blijkt dat het aantal toekenningen van opties zonder vestingperiode in het algemeen daalt, vooral als gevolg van de Midkap en lokale vennootschappen. Merk op dat een alternatieve interpretatie is dat over de vestingperiode van opties bij deze fondsen beter gerapporteerd wordt in 2006 dan in 2002. Het is vooral opmerkelijk dat in de jaren na de code Tabaksblat en de aanvullende aanwijzingen van de monitoring commissie deze opties minder voorkomen.

Verder is geen grote daling in het aantal toegekende onvoorwaardelijke opties waar te nemen. Bij de lokale fondsen is de stijging in deze categorie het spiegelbeeld van de trend bij de opties zonder vestingperiode. In de overige clusters is een beperkte daling waar te nemen, maar in het licht van de toenemende populariteit van aandelenplannen en de daarmee naar verwachting gepaard gaande daling in optieplannen, is deze bevinding opmerkelijk.

⁹⁴ Dit representeert een onderschatting van de werkelijke aantallen, aangezien voor een bestuurder die opties heeft ontvangen één rij wordt ingevoerd voor elke optieserie die in een jaar uitstaat, terwijl voor niet waardeerbare opties slechts één rij wordt gebruikt.

Tabel 4.9
Aantallen fondsen met optieregelingen

| | Grote AEX fondsen | Overige AEX fondsen | Midkap fondsen | Lokale fondsen |
|---------------------------|----------------------|------------------------|-------------------|----------------|
| Aantal fondsen in cluster | 7 | 16 | 28 | 56 |
| Aantal fondsen met opties | 7 | 15 | 20 | 26 |
| Vrij verhandelbaar | | | | |
| 2002 | 2 | 1 | 12 | 13 |
| 2003 | 2 | 1 | 8 | 11 |
| 2004 | 1 | 0 | 5 | 12 |
| 2005 | 2 | 0 | 2 | 4 |
| 2006 | 3 | 0 | 3 | 2 |
| Onvoorwaardelijk | | | | |
| 2002 | 4 | 9 | 3 | 5 |
| 2003 | 4 | 9 | 5 | 7 |
| 2004 | 3 | 6 | 4 | 6 |
| 2005 | 2 | 3 | 5 | 7 |
| 2006 | 2 | 4 | 2 | 7 |
| Voorwaardelijk | | | | |
| 2002 | 2 | 5 | 2 | 1 |
| 2003 | 2 | 5 | 4 | 3 |
| 2004 | 2 | 9 | 7 | 3 |
| 2005 | 3 | 9 | 6 | 4 |
| 2006 | 3 | 8 | 4 | 4 |

Er zijn in totaal 1.077 optieseries toegekend, waarvan 31 niet gewaardeerd konden worden. Tabel 4.10 geeft de mediaan van de waarde van de toegekende series weer voor de verschillende clusters.

Tabel 4.10
Mediaan van de waarde van toegekende opties (x €1)

| | 2002 | | 2003 | | 2004 | | 2005 | | 2006 | |
|----------------------------|------|---------|------|---------|------|--------|------|---------|------|---------|
| | n | € | n | € | n | € | n | € | n | € |
| <i>Grote AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 7 | 223.974 | 8 | 331.065 | 9 | 96.525 | 7 | 270.000 | 7 | 223.974 |
| Overige bestuurders | 32 | 134.800 | 32 | 168.700 | 29 | 96.525 | 27 | 115.021 | 34 | 833 |
| <i>Overige AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 18 | 0 | 20 | 178.300 | 19 | 37.200 | 16 | 63.184 | 15 | 26.654 |
| Overige bestuurders | 60 | 0 | 58 | 100.919 | 59 | 24.800 | 51 | 66.625 | 53 | 7.020 |
| <i>Midkap fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 30 | 0 | 29 | 0 | 29 | 0 | 30 | 0 | 32 | 0 |
| Overige bestuurders | 63 | 0 | 61 | 0 | 65 | 0 | 60 | 0 | 70 | 0 |
| <i>Lokale fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 60 | 0 | 61 | 0 | 61 | 0 | 59 | 0 | 59 | 0 |
| Overige bestuurders | 81 | 0 | 73 | 0 | 68 | 0 | 68 | 0 | 75 | 0 |

Als gevolg van het overzicht in Tabel 4.9, is het niet verwonderlijk dat voor lokale fondsen de mediaan overall gelijk is aan 0: de meerderheid van de fondsen heeft immers geen optieregeling gekend. Voorts geldt dat weliswaar 20 Midkap fondsen

optieregelingen hebben gekend, maar dat in één jaar nooit meer dan 17 fondsen tegelijkertijd een dergelijke regeling kenden. Blijkbaar werden in enkele regelingen niet in alle jaren opties toegekend, waardoor de mediaan nog immer nul is. Verder blijkt dat 39 procent van de opties wordt aangeboden tegen dusdanige condities dat deze bij toekenning nog geen waarde vertegenwoordigen. Een eerste bevinding op het gebied van optieregelingen is dus dat deze uitsluitend in de grootste fondsen van materiële betekenis zijn op het moment van toekenning.

Tabel 4.11 geeft de mediaan weer van de waardeverandering van opties in portefeuille. Aangezien een waarde voor de opties op het einde van 2001 niet bepaald is, is voor 2002 geen waardeverandering gedefinieerd. Het is niet waarschijnlijk dat in 2002 grote veranderingen in de waarde van optieplannen geobserveerd waren aangezien uit Tabel 4.10 blijkt dat in 2002 relatief weinig opties zijn toegekend. De overige waarden zijn in Tabel 4.11 weergegeven.

Tabel 4.11
Mediaan van de waardeverandering van opties in portefeuille(x €1)

| | 2003 | | 2004 | | 2005 | | 2006 | |
|----------------------------|------|--------|------|---------|------|---------|------|---------|
| | n | € | n | € | N | € | N | € |
| <i>Grote AEX fondsen</i> | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 8 | 20.100 | 9 | 101.850 | 7 | 573.997 | 7 | 547.325 |
| Overige bestuurders | 32 | 0 | 29 | 0 | 27 | 414.197 | 34 | 0 |
| <i>Overige AEX fondsen</i> | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 20 | 0 | 19 | 0 | 16 | 370.116 | 15 | 409.283 |
| Overige bestuurders | 58 | 0 | 59 | 0 | 51 | 268.975 | 53 | 79.941 |
| <i>Midkap fondsen</i> | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 27 | 0 | 28 | 0 | 29 | 0 | 29 | 0 |
| Overige bestuurders | 50 | 0 | 54 | 0 | 52 | 0 | 46 | 0 |
| <i>Lokale fondsen</i> | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 59 | 0 | 56 | 0 | 57 | 0 | 54 | 0 |
| Overige bestuurders | 60 | 0 | 56 | 0 | 57 | 0 | 55 | 0 |

De resultaten uit Tabel 4.11 laten nogmaals zien dat optieplannen voor lokale en Midkap fondsen over het algemeen van weinig materiële waarde zijn⁹⁵. Voor grote AEX fondsen is dit meer het geval, al variëren de bedragen hier sterk.⁹⁶

⁹⁵ Opgemerkt moet worden dat een mediaan voor deze variabele misschien niet het meest informatief is. De belangrijkste determinant voor de wijziging in de waarde van het optiepakket (exclusief de waarde van toekenningen en uitgeoefende opties) is de ontwikkeling van de aandelenkoers. Aangezien rendementen in een doorsnede van de data die gemaakt is op basis van ondernemingsgrootte (zoals hier het geval is) niet per definitie positief gecorreleerd zijn, is het over het algemeen zo dat wanneer enkele grote fondsen een positieve koersontwikkeling kennen, andere een neerwaartse koersbeweging vertonen. Geen wijziging van de waarde van opties wordt uiteraard bereikt door die bestuurders die geen opties houden. Derhalve is het over het algemeen zo dat de mediaan uitkomt bij die fondsen die geen opties toekennen, zeker wanneer deze groep – zoals in de twee clusters met Midkap en lokale fondsen – van substantiële omvang is. In 2006 varieert de verandering van de waarde van het optiepakket voor bestuursvoorzitters in Midkap (lokale) fondsen van EUR – 2.786.430 (EUR – 185.200) tot EUR 3.446.650 (EUR 2.131.480), maar omdat 41 (57) procent van de bestuursvoorzitters in deze groep geen regeling heeft in het jaar, is de mediaan gelijk aan nul. De verdeling van de waardeverandering in optieplannen is, kortom, gekenmerkt door een staart met negatieve waarden en één met positieve waarden waartussen een groot aantal nullen te observeren valt.

Tot slot wordt bij de uitoefening van opties inkomen verkregen. Aangezien uit de rapportage van de vennootschappen niet altijd duidelijk is of opties zijn vervallen of uitgeoefend (deze categorieën worden veelal samengenomen), is aangenomen dat deze opties zijn uitgeoefend. Waar dit leidt tot een negatief inkomen (dat wil zeggen: de uitoefenprijs ligt hoger dan de koers van het aandeel op het aangenomen moment van uitoefening), is de winst bij uitoefening op nul gezet. Bovendien is het inkomen uit uitoefening soms niet te bepalen indien de uitoefenprijs niet is gerapporteerd. Opties worden uitgeoefend in 48 ondernemingen en het presenteren van medianen voor de gehele populatie is dan ook weinig zinvol. Enkele statistieken kunnen echter wel geboden worden (Tabel 4.12).

Tabel 4.12
Beschrijvende statistieken winst bij uitoefening opties

| | Aantal ondernemingen | | | | Beschrijvende statistiek per bestuurder (x €1) | | |
|------|----------------------|--------|--------|--------|--|-----------|---------|
| | Gr.AEX | Ov.AEX | Midkap | Lokaal | Minimum | Maximum | Mediaan |
| 2002 | 4 | 2 | 2 | 1 | 284 | 1.605.960 | 158.828 |
| 2003 | 1 | 1 | 3 | 4 | 102.000 | 948.780 | 229.350 |
| 2004 | 2 | 4 | 5 | 6 | 10.822 | 3.368.088 | 160.262 |
| 2005 | 2 | 5 | 10 | 11 | 9.492 | 5.656.024 | 265.161 |
| 2006 | 2 | 7 | 8 | 13 | 174 | 8.430.600 | 110.894 |
| | | | | N | Minimum | Maximum | Mediaan |
| | | | Gr.AEX | 30 | 284 | 5.656.024 | 240.705 |
| | | | Ov.AEX | 44 | 2.500 | 8.430.600 | 230.709 |
| | | | Midkap | 48 | 9.965 | 4.638.040 | 273.488 |
| | | | Lokaal | 53 | 174 | 3.354.232 | 89.100 |

GrAEX = grote AEX fondsen, Ov.AEX = overige AEX fondsen; Lokaal = lokale fondsen. Boven is het aantal ondernemingen genoemd waarin opties worden uitgeoefend, onder het aantal bestuurders dat uitoefende gesommeerd over alle jaren. De bedragen betreffen alle opties uitgeoefend door een bestuurder in één jaar. Uitsluitend bestuurders met positieve winst bij uitoefening zijn opgenomen.

Er blijkt geen duidelijke structuur in de winst bij uitoefening van opties te zitten. De bedragen variëren sterk per jaar en het is niet zo dat bij lokale fondsen relatief kleinere winsten behaald worden⁹⁷.

⁹⁶ Deze variatie is deels te verklaren door de grote invloed van het jaar van benoeming van de bestuurder. Indien een bestuurder langere tijd zijn/haar positie houdt, en er elk jaar opties worden toegekend, is de waardeverandering sterker. Daarom kan het zo zijn dat overige bestuurders bij grote fondsen in 2005 een sterkere stijging van de waarde van het optiepakket vertonen dan de bestuursvoorzitters. Hier zou het zo kunnen zijn dat de bestuursvoorzitters korter geleden benoemd zijn dan de overige bestuurders en dat zij derhalve nog geen grote optiepakketten verzameld hebben.

⁹⁷ In deze tabel is niet meegenomen dat tegelijkertijd met het behalen van de winst bij uitoefening een verlies wordt geleden (het vervallen van de mogelijkheid om de optie later uit te oefenen). Deze wordt verderop bij het bepalen van het totale inkomen wel meegenomen, maar zou hier tot non-informatie leiden. In het algemeen zou het immers zo zijn dat een optie die met winst uit te oefenen is in de toekomst tegen een nog hogere koers zou kunnen worden uitgeoefend. Het ligt dus voor de hand dat het verlies van de mogelijkheid later uit te oefenen minstens zoveel kost als de winst bij uitoefening oplevert.

4.7 Beschrijving van aandelenplannen

In de beloningspakketten van 42 vennootschappen zijn aandelenplannen een onderdeel van de bezoldiging. Aangezien een tabel met medianen – vanwege het lage aantal fondsen met dergelijke pakketten – veelal zal laten zien dat de mediaan nul is, wordt in deze paragraaf dan ook uitsluitend gerapporteerd over die fondsen met een aandelenbeloning. De mediaan in deze selectie van de data representeert het tachtigste percentiel in de volledige dataset met 107 fondsen⁹⁸. Tabel 4.13 geeft de mediaan van de waarde van toegekende aandelen, waarbij gecontroleerd is voor voorwaardelijkheid.

Tabel 4.13
80^e percentiel van de waarde van toegekende aandelen (x €1)

| | 2002 | | 2003 | | 2004 | | 2005 | | 2006 | |
|----------------------------|------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|
| | n | € | N | € | n | € | n | € | n | € |
| <i>Grote AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 6 | 56.632 | 7 | 389.137 | 8 | 321.606 | 6 | 534.846 | 6 | 707.917 |
| Overige best. | 29 | 113.264 | 29 | 246.445 | 27 | 205.502 | 25 | 302.752 | 33 | 341.669 |
| <i>Overige AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 16 | 0 | 18 | 0 | 17 | 0 | 15 | 321.547 | 14 | 383.065 |
| Overige best. | 53 | 0 | 51 | 0 | 52 | 0 | 48 | 234.188 | 50 | 228.064 |
| <i>Midkap fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 13 | 0 | 11 | 0 | 12 | 25.640 | 13 | 46.002 | 12 | 208.462 |
| Overige best. | 33 | 0 | 32 | 0 | 32 | 0 | 29 | 53.325 | 33 | 64.095 |
| <i>Lokale fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 10 | 0 | 14 | 0 | 11 | 0 | 11 | 32.717 | 10 | 33.394 |
| Overige best. | 25 | 0 | 19 | 0 | 21 | 0 | 21 | 0 | 21 | 23.266 |

NB: in deze tabel komen uitsluitend die fondsen voor die in 2002-2006 een aandelenplan hebben (gehad).

Aandelenplannen blijken voor 2005 nauwelijks te bestaan. Alleen voor de grote AEX fondsen is relatief aan de overige clusters een substantiële uitkering van aandelen aan bestuurders waar te nemen. Daarbij dient echter opgemerkt te worden dat de aandelenplannen voor deze bestuurders, relatief aan de overige bezoldigingscomponenten, geen groot bestanddeel van de beloning vormen. Na 2005 is een opmars van dergelijke pakketten waar te nemen.

⁹⁸ Immers van de 107 fondsen hebben er 42 aandelen. Derhalve is voor de overige 65 fondsen de waarde van toekenningen etc. gelijk aan nul. De mediaan van de 42 fondsen (het 21^e fonds) is in de volledige populatie het 86^e fonds uit 107, derhalve het 80^e percentiel. De term ‘mediaan’ is dus enigszins misleidend aangezien het hier de bovenkant van de beloningsmarkt betreft.

Tabel 4.14
80^e percentiel van de waardeverandering aandelen in portefeuille (x €1)

| | 2002 | | 2003 | | 2004 | | 2005 | | 2006 | |
|----------------------------|------|---|------|---|------|--------|------|---------|------|--------|
| | n | € | n | € | n | € | n | € | n | € |
| <i>Grote AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 6 | 0 | 7 | 0 | 8 | 39.562 | 6 | 195.904 | 6 | 92.621 |
| Overige best. | 29 | 0 | 29 | 0 | 27 | 0 | 25 | 165.608 | 33 | 16.092 |
| <i>Overige AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 16 | 0 | 18 | 0 | 17 | 0 | 15 | 0 | 14 | 88.503 |
| Overige best. | 53 | 0 | 51 | 0 | 52 | 0 | 48 | 20.490 | 50 | 24.002 |
| <i>Midkap fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 13 | 0 | 11 | 0 | 12 | 0 | 13 | 0 | 12 | 0 |
| Overige best. | 33 | 0 | 32 | 0 | 32 | 0 | 29 | 0 | 33 | 0 |
| <i>Lokale fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 10 | 0 | 14 | 0 | 11 | 0 | 11 | 0 | 10 | 8.055 |
| Overige best. | 25 | 0 | 19 | 0 | 21 | 0 | 21 | 0 | 21 | 0 |

NB: in deze tabel komen uitsluitend die fondsen voor die in 2002-2006 een aandelenplan hebben (gehad).

Tabel 4.14 geeft de mediaan weer van de verandering van de waarde van aandelen. Aangezien een pakket een waardeverandering per definitie niet kan ondergaan voor één jaar na de toekenning, is het patroon van Tabel 4.14 niet opmerkelijk: aangezien substantiële toekenningen pas in 2005 en 2006 zijn gedaan, zijn waardeveranderingen vanaf 2006 relevant. Wel is het opmerkelijk dat de aandelen die vanaf 2002 aan bestuurders van grote AEX fondsen zijn toegekend geen waardeverandering hebben ondergaan. Een verklaring zou kunnen zijn dat – evenals bij optieplannen het geval was – te weinig informatie over de opschortingsperiode wordt geboden waardoor wordt aangenomen dat toegekende aandelen onmiddellijk tot het particulier aandelenbezit wordt gerekend. Naast informatieproblemen bestaan er ook toekenningen van aandelen zonder opschortingsperiode. Particulier aandelenbezit valt buiten het bereik van dit rapport.

Tot slot zijn in 42 gevallen aandelen vervallen. Deze variëren sterk in economische waarde maar zijn in frequentie dusdanig laag dat een tabel met medianen weinig informatief zou zijn. Het vervallen van aandelen heeft voornamelijk plaats in 2006 (69 procent van de gevallen) en is gerelateerd aan het bereiken van het einde van de prestatieperiode voor voorlopers in de introductie van aandelenplannen, danwel aan een beëindiging van het dienstverband. Hier wordt nogmaals opgemerkt dat analoog aan optieplannen in veel gevallen onduidelijk is wat met aandelenregelingen gebeurt indien een bestuurder aftreedt of ontslagen wordt.

4.8 Samenvatting en conclusies

In deze paragraaf wordt een overzicht geboden van de mediaanbeloning voor twee totale beloningsconcepten: de contante beloningsvormen (vast salaris, jaarbonus en eenmalige/overige uitkeringen) en de totale beloning. Bij de berekening blijkt dat in recente jaren voor de grote AEX fondsen een aantal incidentele verschuivingen in de beloning hebben plaatsgehad. Zo komen aandelenprogramma's niet tot uitkering, hetgeen tot een omvangrijke daling in de waarde van toegekende aandelen leidt, en kennen enkele fondsen in dit cluster een koersontwikkeling die a-typisch is in die zin dat grote

koersdalingen in 2005 en grote stijgingen in 2006 worden geobserveerd. Mede als gevolg van de beperkte omvang van dit cluster, zijn medianen dus weinig informatief gegeven de grote spreiding van de beloning. Derhalve is in deze samenvattende paragraaf de beloning van de eerste twee clusters tezamen geanalyseerd. Er is dus sprake van een cluster met alle AEX fondsen naast de in samenstelling ongewijzigde clusters met Midkap en lokale fondsen.

In de eerste plaats wordt, in Tabel 4.15, de som van de beloningscomponenten in contanten gegeven. In de tweede plaats biedt Tabel 4.16 een overzicht van de spreiding van deze beloningsvormen gegeven middels de variatiecoëfficiënt.

Tabel 4.15
Mediaan van de uitkeringen in cash (x €1)

| | 2002 | | 2003 | | 2004 | | 2005 | | 2006 | |
|-----------------------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|
| | n | € | n | € | n | € | n | € | n | € |
| <i>AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 25 | 1.005.900 | 28 | 1.079.500 | 28 | 1.560.975 | 23 | 1.802.000 | 22 | 1.852.050 |
| Overige best. | 92 | 709.343 | 90 | 777.347 | 88 | 944.986 | 78 | 961.170 | 87 | 1.148.612 |
| <i>Midkap fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 30 | 481.500 | 29 | 543.000 | 29 | 619.000 | 30 | 646.716 | 31 | 763.533 |
| Overige best. | 63 | 407.910 | 61 | 404.928 | 65 | 431.000 | 60 | 494.744 | 70 | 470.500 |
| <i>Lokale fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 60 | 289.406 | 60 | 302.913 | 60 | 324.600 | 59 | 346.000 | 59 | 490.600 |
| Overige best. | 79 | 273.000 | 71 | 285.841 | 66 | 294.500 | 65 | 326.000 | 71 | 360.000 |

Tabel 4.15 toont hetzelfde patroon als eerder bij de afzonderlijke beloningscomponenten werd aangetroffen: de beloning in contanten stijgt van het ene op het andere jaar en de verhouding tussen bestuursvoorzitters en overige bestuurders beweegt binnen een beperkte bandbreedte. Tevens is een dergelijke verhouding aangetroffen tussen bestuurders van de verschillende typen fondsen. De clusters die op basis van ondernemingsgrootte zijn gedefinieerd zijn derhalve ook onderscheidend voor wat betreft de beloningshoogte. Deze verhoudingen lijken verlaten te worden voor de Midkap fondsen, waar het inkomensverschil tussen voorzitters en overige bestuurders relatief sterker gegroeid is.

Tabel 4.16 geeft een benadering van de variatie van de beloning. Aangezien geen gemiddelden zijn gerapporteerd in dit hoofdstuk, is het presenteren van de standaarddeviatie van de beloningscomponenten weinig informatief. In plaats daarvan is in Tabel 4.16 de variatiecoëfficiënt opgenomen, de standaarddeviatie gedeeld door het gemiddelde⁹⁹. Indien deze coëfficiënt gelijk blijft van één jaar op het volgende betekent dat dat de variatie rond het gemiddelde ongeveer gelijk is gebleven¹⁰⁰. Er blijkt geen

⁹⁹ Om uitschieters te voorkomen, zijn de 5 procent meest extreme waarden verwijderd in de berekening van het gemiddelde.

¹⁰⁰ Een gemiddelde van € 500.000 met standaarddeviatie van € 400.000 impliceert een coëfficiënt van 0,8. Indien in het volgende jaar het gemiddelde gestegen is tot € 600.000 en de variatiecoëfficiënt is niet gewijzigd dan is de standaarddeviatie in dat jaar € 480.000. Relatief aan het gemiddelde is er dus geen wijziging in de variabiliteit geweest. Indien sprake is van weinig variabele variatiecoëfficiënten, kan dus gesuggereerd worden dat de beloning voor alle bestuurders in deze categorie met een vergelijkbaar percentage is gestegen.

duidelijk patroon in de variatiecoëfficiënten te zitten, en de getallen zijn in het algemeen niet hoog. Voor de AEX fondsen blijkt de variatie weinig te verschillen van het ene op het volgende jaar. Voor data als deze zou een relatief grote massa rond de mediaan te verwachten zijn met enkele uitschieters naar boven, in welk geval de variatiecoëfficiënt ruim groter dan 1 zou zijn. De interpretatie van de resultaten dient echter met zorg te worden uitgevoerd, aangezien de gemiddelden niet zijn gerapporteerd.

Tabel 4.16
Spreading van contante beloning (variatioecoëfficiënt)

| | 2002 | | 2003 | | 2004 | | 2005 | | 2006 | |
|-----------------------|------|-----|------|-----|------|-----|------|-----|------|-----|
| | n | | n | | n | | n | | n | |
| <i>AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 25 | 0,6 | 28 | 0,6 | 28 | 0,6 | 23 | 0,5 | 22 | 0,6 |
| Overige best. | 92 | 0,7 | 90 | 0,9 | 88 | 0,9 | 78 | 0,5 | 87 | 0,5 |
| <i>Midkap fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 30 | 1,1 | 29 | 0,4 | 29 | 0,3 | 30 | 2,3 | 31 | 0,4 |
| Overige best. | 63 | 1,9 | 61 | 0,5 | 65 | 1,5 | 60 | 0,6 | 70 | 1,2 |
| <i>Lokale fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 60 | 0,5 | 60 | 0,6 | 60 | 0,6 | 59 | 1,2 | 59 | 0,8 |
| Overige best. | 79 | 0,5 | 71 | 0,9 | 66 | 1,5 | 65 | 0,5 | 71 | 1,4 |

Voor de meeste fondsen in de steekproef zijn de beloningsvormen in Tabel 4.15 alle vormen die worden verstrekt. Van de 107 fondsen in de steekproef, kenden 36 (34 procent) nimmer opties of aandelen toe. Er kan gesteld worden dat voor 41 fondsen (38 procent) er sprake is geweest van min of meer structurele uitkering van deze beloningsvormen¹⁰¹. Vervolgens is het zo dat deze beloningsvormen niet altijd een groot deel van de beloning vertegenwoordigen. Het aantal fondsen waarvoor opties en aandelen een substantiële beloningsvorm waren¹⁰², is gestegen van 7 in 2002 tot 32 in 2006 (met een piek van 35 in 2005). Opties en aandelen waren in de afzonderlijke jaren dus niet van groot belang voor 67 tot 93 procent van de vennootschappen.

In Tabel 4.17 zijn alle beloningscomponenten bij elkaar opgeteld. Naast de contante beloningsvormen uit de bovenstaande tabel bevat deze ook de verscheidene bronnen van inkomen die gerelateerd zijn aan opties (toekenningen, waardeveranderingen en uitoefening¹⁰³) en aandelen (toekenningen en waardeveranderingen). Er kan een vertekening uitgaan van het feit dat met het opstappen van bestuurders niet alleen de waarde van toegekende aandelen- en optierechten daalt (indien de vennootschap deze verbeurd verklaart), maar ook een ontslagvergoeding wordt toegekend. In de onderstaande tabel is de waardevermindering van vermogenstitels opgesloten in de beloning, maar is de ontslagvergoeding niet meegenomen. Nadere studie toont aan dat de

¹⁰¹ Het aantal jaren dat opties is toegekend in 2002-2006 is opgeteld bij het aantal jaren dat aandelen zijn uitgekeerd in die periode. Het maximum van deze variabele is dus 10 voor een fonds dat in alle jaren zowel opties als aandelen toekende. Het getal van 41 fondsen in de tekst correspondeert met fondsen die minstens 4 scoorden op de geconstrueerde variabele, wat correspondeert met maximaal 4 jaar uitsluitend aandelen of opties, 2 jaar zowel aandelen als opties, of een andere combinatie van beide beloningscomponenten.

¹⁰² Gedefinieerd als: vast salaris, bonus en eenmalige/overige uitkeringen representeren samen minder dan 50 procent van de totale beloning.

¹⁰³ Hier is wel meegenomen dat de optieportefeuille in waarde daalt als gevolg van de uitoefening van opties.

ontslagvergoeding een minimaal effect heeft op de totale beloning (deze maakt ongeveer 2 procent uit van de totale beloning) en dat in deze fondsen geen noemenswaardig grotere daling in de waarde van het aandelen- en optiepakket is waargenomen. Daarom is besloten vanwege het eenmalige en speciale karakter van de ontslagvergoeding, deze niet mee te nemen. In hoofdstuk 6 wordt nader op ontslagvergoedingen ingegaan.

In Tabel 4.17 zijn de beloningspakketten van alle bestuurders in alle jaren opgenomen, met uitzondering van 20 gevallen (12 individuen in 6 vennootschappen) waar geen informatie over beloning te vinden was. Het betrof hier voornamelijk bestuurders in 2002 die in datzelfde jaar opstapten, of bestuurders die laat in 2006 waren benoemd. Wel zijn de 13 gevallen meegenomen waar de conclusie was dat de bestuurder geen beloning ontving. Het is niet uit te sluiten dat van enkele bestuurders geen informatie te vinden was en deze derhalve op nul is gesteld terwijl anderzijds enkele bestuurders geen beloning is verstrekt en dit als 'onbekend' is geïnventariseerd. Deze 33 gevallen (op een totaal van 1.695) zullen echter geen noemenswaardige invloed hebben op de medianen in Tabel 4.17.

Tabel 4.17
Mediaan van de totale beloning (x €1)

| | 2002 | | 2003 | | 2004 | | 2005 | | 2006 | |
|-----------------------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|
| | N | € | n | € | N | € | n | € | n | € |
| <i>AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 25 | 1.283.463 | 28 | 1.567.972 | 28 | 1.912.448 | 23 | 3.257.276 | 22 | 3.279.873 |
| Overige best. | 92 | 842.359 | 90 | 1.104.095 | 88 | 1.272.500 | 78 | 1.992.834 | 87 | 1.684.097 |
| <i>Midkap fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 30 | 536.477 | 29 | 658.689 | 29 | 804.141 | 30 | 951.560 | 31 | 778.620 |
| Overige best. | 63 | 411.112 | 61 | 530.463 | 65 | 503.924 | 60 | 681.558 | 70 | 601.675 |
| <i>Lokale fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 56 | 300.071 | 60 | 340.050 | 60 | 356.178 | 59 | 407.000 | 59 | 411.259 |
| Overige best. | 79 | 276.400 | 71 | 294.000 | 66 | 319.447 | 65 | 379.000 | 71 | 404.975 |

Over de periode 2002-2006 is de totale beloning van alle bestuurders gestegen. Voor bestuursvoorzitters van AEX fondsen wordt vooral een grote stijging van 2004 op 2005 waargenomen. Hier kan wellicht sprake zijn van de invoering van aandelenplannen die tegelijkertijd met optieplannen uitstonden. Voor overige bestuurders van AEX fondsen is tevens een stijging in de totale beloning waargenomen, echter in 2006 is een daling te zien ten opzichte van 2005. Het is niet geheel duidelijk waaraan dit te wijten is. Het argument dat voor Midkapfondsen opgeld doet (zie verderop), lijkt hier minder valide te zijn. Wel is het zo dat indien bestuurders vertrekken, dit grotere negatieve beloningseffecten heeft indien een fonds opties of aandelen die voorwaardelijk zijn toegekend, niet (volledig) uitkeert. Het lijkt niet zo te zijn dat bestuurders meer of minder opstappen in een bepaald jaar, maar het is wel zo dat in latere jaren meer bestuurders grotere portefeuilles van opties en aandelen aanhouden dan in 2002. Dit zou mogelijk een verklaring kunnen zijn voor de inkomensdaling in 2006.

Voor de Midkapfondsen is na een initiële stijging ook een daling van 2005 op 2006 te zien. Dit zou mogelijk het gevolg kunnen zijn van de verminderde toekenningen onder optieregelingen. Zoals uit Tabel 4.9 bleek, zijn vooral bij Midkap fondsen relatief veel

optieregelingen stopgezet. Dit betekent veelal dat oude rechten blijven uitstaan, maar dat geen nieuwe opties meer aan de portefeuille worden toegevoegd, ten faveure van – bijvoorbeeld– fantoomopties of aandelen. Indien geen nieuwe opties aan de portefeuille worden toegevoegd, neemt de gemiddelde looptijd van de uitstaande opties sterk af. Dit heeft een drukkend effect op de waarde van de opties dat dusdanig groot kan zijn dat de waarde daalt bij stijgende aandelenkoersen.

Bij lokale fondsen is een min of meer constante stijging waar te nemen. In vergelijking met Tabel 4.15 blijkt dat de totale beloning in enkele gevallen lager is dan de totale contante beloning. Dat is niet onmogelijk, immers de waardeverandering van opties en aandelen kan negatief zijn, maar is bij deze fondsen blijkbaar dusdanig het geval dat de mediaan op de totale beloning lager uitkomt dan de som van vast salaris, eenmalige uitkeringen en bonussen.

De variabiliteit van de totale beloning is weergegeven in Tabel 4.18. De variatiecoëfficiënten geven aan dat de totale beloning meer varieert (in de populatie) dan de contante beloning. Er is dus een grotere verscheidenheid aan beloningen binnen de clusters dan voor de contante beloning het geval was. Ook lijkt in veel gevallen de variabiliteit substantieel te zijn toegenomen over de steekproefperiode. Sommige fondsen binnen de clusters lijken dus een hogere groeivoet van de beloning te kennen dan anderen.

Tabel 4.18
Spreiding van totale beloning (variatiecoëfficiënt)

| | 2002 | | 2003 | | 2004 | | 2005 | | 2006 | |
|-----------------------|------|-----|------|-----|------|-----|------|-----|------|-----|
| | n | | n | | n | | n | | n | |
| <i>AEX fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 25 | 0,8 | 28 | 1,1 | 28 | 1,1 | 23 | 0,9 | 22 | 1,0 |
| Overige best. | 92 | 1,0 | 90 | 0,8 | 88 | 0,9 | 78 | 0,8 | 87 | 1,3 |
| <i>Midkap fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 30 | 1,6 | 29 | 2,1 | 29 | 1,6 | 30 | 2,5 | 31 | 2,2 |
| Overige best. | 63 | 1,4 | 61 | 1,0 | 65 | 1,5 | 60 | 2,8 | 70 | 1,7 |
| <i>Lokale fondsen</i> | | | | | | | | | | |
| Bestuursvoorzitter | 56 | 0,9 | 60 | 1,0 | 60 | 1,4 | 59 | 1,4 | 59 | 1,9 |
| Overige best. | 79 | 0,6 | 71 | 0,9 | 66 | 1,2 | 65 | 1,1 | 71 | 1,9 |

Tabel 4.19 geeft de totale groeipercentages weer over de volledige periode 2002-2006 voor de totale beloning (op basis van Tabel 4.17) en de contante onderdelen van de beloning (op basis van Tabel 4.15). Tevens is een geannualiseerd groeipercentage berekend. Dit percentage impliceert, bijvoorbeeld, dat indien vanaf 2002 de beloning van de bestuursvoorzitters van AEX fondsen met 26,4 procent per jaar was gestegen, in 2006 het beloningsniveau was bereikt dat voor dat jaar geobserveerd wordt. In de tabel is ter vergelijking ook de gemiddelde Nederlander opgevoerd.

Tabel 4.19
Groeipercentages totale en contante beloning (x 1 %)

| | Contante beloning 2002-2006 | Geannualiseerde groei contante beloning | Totale beloning 2002-2006 | Geannualiseerde groei totale beloning |
|-----------------------------|-----------------------------------|---|---------------------------------|---|
| AEX fondsen, voorzitters | 84,1 | 16,5 | 155,5 | 26,4 |
| AEX fondsen, bestuurders | 61,9 | 12,8 | 99,9 | 18,9 |
| Midkap fondsen, voorzitters | 58,6 | 12,2 | 45,1 | 9,8 |
| Midkap fondsen, bestuurders | 15,3 | 3,6 | 46,4 | 10,0 |
| Lokale fondsen, voorzitters | 69,5 | 14,1 | 37,1 | 8,2 |
| Lokale fondsen, bestuurders | 31,9 | 7,2 | 46,5 | 10,0 |
| Gemiddelde Nederlander | 4,2 | 1,4 | 4,2 | 1,4 |

NB: de beloningsgroei van de gemiddelde Nederlander betreft de periode 2002-2005. Dit beïnvloedt de groei in de contante beloning, maar met deze aangepaste periode is in de berekening van het geannualiseerde groeipercentage rekening gehouden. Voorts wordt nogmaals opgemerkt dat de definitie van de beloning van de gemiddelde Nederlander als bruto jaarloon, niet overeenstemt met de definitie van bestuurdersbeloning, hetgeen de vergelijking bemoeilijkt.

De bevindingen in Tabel 4.19 tonen aan dat de beloning van alle groepen bestuurders in deze studie een grotere stijging kenden dan de beloning van de gemiddelde Nederlander. De beloning van de bestuursvoorzitters in de lokale fondsen steeg met een gemiddeld percentage van 8,2 procent per jaar en is daarmee het laagste van alle groepen bestuurders. Het gemiddelde salaris van de mannelijke Nederlandse werknemer tussen de 55 en 65 jaar steeg in diezelfde periode met 1,4 procent per jaar. In het theoriehoofdstuk werd reeds een verklaring hiervoor geboden: bestuurders zijn relatief meer uniek dan de gemiddelde Nederlander als gekeken wordt naar geschiktheid voor de baan. Voor unieke producten bestaat per definitie geen markt en is het theoretisch voorstelbaar dat onderhandelingen leiden tot hogere beloningen¹⁰⁴. Voor bestuurders heeft de markt meer weg van een bilateraal monopolie, terwijl voor de gemiddelde Nederlander een meer competitieve arbeidsmarkt geldt. In hoofdstuk 3 bleek echter ook al dat het verschil tussen de beloning van de Nederlandse bestuurders en de Nederlandse fabrieksarbeiders niet significant afwijkt van deze zelfde ratio in andere Europese landen.

Het blijkt dat tussen fondsen van verschillende categorieën beloningsverschillen bestaan die – als gevolg van de groeicijfers in Tabel 4.19 – verder kunnen groeien. Niet alleen is het beloningsniveau in grotere fondsen hoger, maar ook groeit de beloning in deze fondsen sneller.

Door het hoofdstuk heen bleek dat er in het algemeen een min of meer vaste verhouding tussen de beloning van de bestuursvoorzitters en de beloning van de overige bestuurders te vinden was. Uit Tabel 4.19 blijkt bovendien dat de bestuursvoorzitters van AEX fondsen grotere stijgingen in hun beloningen ervoeren dan de overige bestuurders. Voor

¹⁰⁴ Als vergelijking is de markt voor topsporters inzichtelijk. Sportweek publiceert jaarlijks een top 100 van best betaalde Nederlandse sporters. De top vijf van voetballers plus de top vijf van overige sporters verdienen in 2002 tezamen EUR 40,8 miljoen, een bedrag dat steeg tot EUR 56,2 miljoen in 2006. Deze stijging impliceert een geannualiseerde groei van 8,3 procent. Vergelijking met de cijfers in Tabel 4.19 is bemoeilijkt aangezien Sportweek alleen de top 100 neemt en niet alle topsporters, zoals in dit onderzoek wel is gedaan.

de overige fondscategorieën lijkt er nivellering aan de top plaats te hebben, waar de beloningsverschillen tussen voorzitters en overige bestuurders kleiner worden. Hoewel de steekproefperiode voor deze conclusie wellicht kort is, suggereert deze bevinding dat het inkomensverschil tussen bestuursvoorzitters en overige bestuurders groeit. Het is echter interessant op te merken dat waar op het niveau van de totale beloning voor bestuurders van Midkap en lokale fondsen nivellering binnen de raad van bestuur plaatsvindt, de contante beloning van de bestuursvoorzitters sneller groeit dan die van de overige bestuurders. Nivellering lijkt dus te worden gedreven door de optie- en aandelenplannen die in de loop van de steekproefperiode belangrijker werden.

5. Relatie tussen bedrijfsprestaties en beloning 2002-2006

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de hoofdvraag van dit onderzoek: de relatie tussen bedrijfsprestaties en feitelijke beloning over de periode 2002-2006. Deze relatie is methodologisch gezien complex te noemen, en in paragraaf 5.1 wordt dan ook besproken welke uitdagingen aangetroffen zijn en welke pogingen zijn ondernomen om de problemen op te lossen. Vervolgens wordt voor de beloningscomponenten die in Figuur 4.1 en in de rest van hoofdstuk 4 zijn onderscheiden een aantal modellen geschat. In deze modellen worden bestuursvoorzitters en overige bestuurders telkens apart behandeld en wordt ook een onderscheid gemaakt naar het niveau van de beloning en de groei van de beloning. Het is immers mogelijk dat de prestaties een direct effect hebben op de hoogte van de beloning maar ook dat de beloningsgroei toe- of afneemt naar gelang de prestaties van de onderneming.

5.1 Methodologie

De beloningsgegevens die in hoofdstuk 4 beschreven zijn, betreffen 107 ondernemingen over 5 jaren. In totaal zijn er 1.695 bestuurders in de verschillende jaren geïdentificeerd (gemiddeld 339 per jaar) waarvan de beloning is geïnventariseerd. De data vormt in econometrische terminologie dus een ongebalanceerd panel waarin de bestuurder in een specifiek jaar de eenheid van analyse is.

Naast gegevens over de beloning van de bestuurders, is ook een dataset verzameld met informatie over de prestaties van de vennootschappen. Specifiek voor deze analyse zijn de volgende variabelen meegenomen, tevens op basis van de analyse van prestatie maatstaven in paragraaf 4.4:

- Omzet (net sales), in biljoenen euro's¹⁰⁵;
- Winst, gemeten als operating income gedeeld door totale activa;
- Winst per aandeel, in euro's; en
- Relatieve aandeelhouderswinst, gemeten als de afwijking van de gemiddelde aandeelhouderswinst in het cluster¹⁰⁶. Aandeelhouderswinst is gelijk aan de koerswinst plus het dividend verkregen gedurende een jaar gedeeld door de koers aan het begin van het jaar¹⁰⁷.

Als controlevariabele is het aantal werknemers meegenomen (in miljoenen)¹⁰⁸. Voor de overige verschillen tussen ondernemingen wordt één dummyvariabele per bestuurder

¹⁰⁵ De schaal is dusdanig gekozen dat de coëfficiënten leesbaar zijn. Aangezien de afhankelijke variabele getransformeerd is (zie verder), kan dat leiden tot onrealistische schaalverdelingen voor de onafhankelijke variabelen.

¹⁰⁶ De referentiegroep bestaat dus uit fondsen van gelijke omvang. Dit is veelal een andere referentiegroep dan door de fondsen zelf wordt gehanteerd. Indien een relatie tussen RTSR en een beloningscomponent wordt gevonden, is dus sprake van aandeelhouderswinst relatief aan de fondsen in hetzelfde cluster, en zijn geen uitspraken te doen over de relatie met de door de vennootschappen gehanteerde referentiegroepen.

¹⁰⁷ Voor koersen is wederom gebruik gemaakt van de koers op het einde van het boekjaar, uitgemiddeld over de periode 15 december – 15 januari.

¹⁰⁸ Het rapport *Topmanagement Remuneratie: De zin van belonen* van Hewitt en de Rijksuniversiteit Groningen uit 2006 meldt dat de variatie in omzet en aantal werknemers de variatie in beloning verklaren. Omzet (evenals de omvangsmaatstaf totale activa) zijn al meegenomen als onafhankelijke variabele.

toegevoegd. Deze zogenaamde *fixed effects* schatting stelt ons in staat kleinere verschillen tussen bestuurders en vennootschappen op te pakken dan een controlevariabele voor industrie (of vennootschap) zou kunnen¹⁰⁹. Mede gezien de grote variatie in bedrijfsactiviteiten in de steekproef, is deze methode te prefereren. Tabel 5.1 geeft de correlatie weer tussen de prestatie maatstaven.

Tabel 5.1
Correlatiematrix prestatie maatstaven

| | WPA | Omzet | RTSR | TSR | Winst |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| WPA | | 0,00 | -0,27 | -0,22 | 0,01 |
| Omzet | 0,13 | | -0,09 | -0,14 | -0,06 |
| RTSR | 0,07 | 0,02 | | 0,97 | 0,03 |
| TSR | 0,07 | -0,08 | 0,98 | | 0,02 |
| Winst | 0,23 | 0,05 | 0,45 | 0,43 | |

WPA = winst per aandeel; TSR = absolute aandeelhouderswinst; RTSR = relatieve aandeelhouderswinst. Er is per jaar een correlatiematrix bepaald. Boven de diagonale staat de laagste correlatiecoëfficiënt in 2002-2006 tussen de twee variabelen en onder de diagonaal de hoogste.

Multicollineariteit, het bestaan van sterke relaties tussen onafhankelijke variabelen, verhoogt de standaardfout van de schatting van de parameters behorende bij deze variabelen. Indien hier sprake van is, is het moeilijk de individuele bijdrage van een prestatie maatstaf aan de verklaring van de beloning te bepalen. Uit tabel 5.1 blijkt dat van een sterke relatie alleen sprake is tussen absolute en relatieve aandeelhouderswinst. Deze relatie bestaat per definitie, en leidt ertoe dat absolute aandeelhouderswinst niet wordt meegenomen in de analyse. Gesteld kan worden dat de conclusies uit dit hoofdstuk niet sterk zouden wijzigen indien in plaats van RTSR de absolute aandeelhouderswinst was meegenomen. Verder zijn sterke relaties tussen onafhankelijke variabelen afwezig. De relatie tussen winst en aandeelhouderswinst is sterk in sommige jaren (maximale correlatiecoëfficiënt is 0,45), maar in andere jaren niet (minimale correlatiecoëfficiënt is 0,03). De afwezigheid van een correlatie tussen winst per aandeel en winst kan misschien verklaard worden uit het feit dat voor WPA wel de buitengewone items zijn meegenomen, terwijl dit voor winst niet het geval is.

De vraag die hier behandeld wordt is of de beloning (positief) gerelateerd is aan de prestaties van de onderneming. De afhankelijke variabelen zijn dus de diverse beloningscomponenten. In de literatuur is ook de omgekeerde relatie veelvuldig geschat:

¹⁰⁹ Onze methode verschilt van die van Hall & Liebman (1998) voor wat betreft de berekening van elasticiteiten. Zij nemen aan in hun artikel dat bedrijven op andere karakteristieken dan marktwaarde-ontwikkeling gelijk zijn. Hall & Liebman (1998) delen alle ondernemingen in hun studie in tien groepen in, op basis van de ontwikkeling van de marktwaarde. Zij stellen vervolgens de vraag welk effect het op de beloning heeft als een onderneming van het ene naar het volgende percentiel verschuift (bijvoorbeeld van de mediaan-positie naar de 60%-positie). Daarbij wordt geen rekening gehouden met de vraag of de ondernemingen in de verschillende percentielen niet op andere karakteristieken verschillen. Indien, bijvoorbeeld, grotere fondsen eerder hogere (of lagere) rendementen behalen, is het niet realistisch te vragen wat het effect voor een lokaal fonds is, als het zou presteren gelijk een AEX fonds (parallel hieraan zijn industrie-effecten in de Nederlandse context meer relevant, omdat hier niet de wet van de grote getallen geldt op basis waarvan Hall & Liebman kunnen beargumenteren dat in hun steekproef industrie-effecten niet relevant zijn). Verder is onze studie methodisch sterk vergelijkbaar met die van Hall & Liebman (1998).

die waarin de vraag wordt gesteld of prikkels aan de bestuurder in de vorm van beloning leiden tot hogere prestaties van de onderneming. Een methodologisch probleem is dan ook het mogelijke bestaan van omgekeerde causaliteit. Hoewel de data uit een groot aantal individuen bestaat, is het aantal jaren te beperkt om gefundeerde uitspraken te doen over de richting van de causaliteit. Derhalve wordt in dit rapport voorzichtig omgegaan met termen als oorzaak en gevolg.

In de modellen is een aantal prestatie maatstaven meegenomen, zonder een voorafgaand beeld van welke maatstaf gerelateerd zou moeten zijn met de diverse beloningscomponenten. Uit de inventarisatie in paragraaf 4.4 blijkt dat veel verschillende maatstaven gebruikt worden. Indien in dit hoofdstuk geen relatie zou worden gevonden, kan dit er op duiden dat deze relatie niet bestaat, maar een alternatieve interpretatie zou zijn dat een veelvoud aan maatstaven voor deze beloningscomponent bestaat. Indien dit het geval is, zou voor deelpopulaties wel een relatie te identificeren kunnen zijn, maar is het afleiden van populatiekarakteristieken aan uitmidding onderhevig.

Een volgende opmerking bij de methode is de gekozen vertragsstructuur. Het is niet zondermeer duidelijk op welke termijn prestatie maatstaven de beloning beïnvloeden. Een mogelijk effect kan dan ook niet gevonden worden doordat de vertragsstructuur verkeerd gekozen is. In de modellen is veelal gekozen voor twee modellen met zowel een direct effect (prestaties in het huidige jaar beïnvloeden de huidige beloning) als een vertraagd effect (prestaties beïnvloeden de prestaties over een jaar). Aangezien niet voor alle prestatie maatstaven de waarde in 2001 aanwezig is, wordt de steekproefperiode hier aangepast naar 2003-2006. Voor de modellen die de verandering van beloning schatten is uitsluitend met één jaar vertraging geschat. Het alternatieve model met gelijktijdige invloed is hier conceptueel betekenisloos aangezien de verandering van de beloning van – bijvoorbeeld – 2005 ten opzichte van 2004 verklaard zou worden uit de prestaties in 2005. Een dergelijk model, waarin de prestatie volgt op de beloning, behoort tot de klasse van modellen waarin de causaliteit omgekeerd verondersteld wordt. Bij de interpretatie van de resultaten van gelijktijdige versus vertraagde modellen dient er rekening mee gehouden te worden dat de correlatie van prestatie maatstaven in opeenvolgende jaren hoog kan zijn. Omzet correleert nagenoeg perfect met omzet in het vorige jaar en winst per aandeel is sterk (coëfficiënt 0,71) gecorreleerd met winst per aandeel in het vorige jaar. Het valt dan ook te verwachten dat als omzet gerelateerd is aan beloning, dat de omzet in het vorige jaar tevens gerelateerd is aan beloning. Complexere methoden zouden vereist zijn om de vertragsstructuur te onderzoeken. Hier wordt volstaan met de conclusie dat in deze gevallen een relatie tussen prestatie en beloning bestaat, hoewel de vertragsstructuur niet duidelijk is.

Voorts is voor enkele beloningscomponenten het aantal gevallen waar € 0 wordt gevonden groot. Dit is het geval bij eenmalige/overige beloning, opties en aandelen. Hier wordt – voorzover het aantal waarnemingen dat toelaat¹¹⁰ – een model geschat voor de

¹¹⁰ Resultaten met minder dan 100 observaties en resultaten waarvoor de F-waarde niet statistisch significant is, zijn niet weergegeven. Wel is hiervan melding gemaakt in de tekst. Indien van één van beide zaken sprake is, zijn de modellen niet sterk genoeg om een gefundeerde conclusie op te baseren. Modellen

volledige steekproef en een apart model voor die gevallen waarin de afhankelijke variabele ongelijk is aan 0¹¹¹. Waar dit niet mogelijk is, en gevonden wordt dat uitsluitend de constante (en eventueel de niet-gerapporteerde coëfficiënten voor de dummy's) statistische significantie bereikt, is een mogelijke interpretatie dat de afhankelijke variabele nagenoeg constant – te weten, 0 – is. Dit hoeft geen implicaties te hebben voor de relatie tussen prestatimaatstaven en beloning voor die gevallen waar de beloning op deze component ongelijk is aan nul. Helaas is het aantal observaties echter niet altijd afdoende om een dergelijke relatie te schatten.

Tot slot zijn enkele statistische ingrepen in de modellen gedaan. De afhankelijke variabele is in alle gevallen logaritmisches getransformeerd opdat extreme waarden in de verdeling van de beloningscomponenten vermeden worden. De standaardfout van de schatter is gecorrigeerd voor heteroskedasticiteit¹¹² door middel van een aanpassing van de relevante covariantiematrix zoals voorgesteld door White. In de standaardmodellen zijn dummy's opgenomen voor de jaren opdat populatiebrede beloningstrends geëlimineerd worden. Indien positieve seriële correlatie optreedt, zijn deze dummy's verwijderd en vervangen door een autoregressief schema van de eerste orde. In alle gevallen waar dit relevant is, blijkt deze ingreep een afdoende oplossing te zijn. Tot slot is in enkele gevallen gebleken dat de residuen scheef verdeeld zijn, zodat de hypothesetoetsen vertekend kunnen zijn. In dergelijke gevallen is een beperkt aantal gevallen verwijderd uit de analyse. Deze ingreep bleek in een beperkt aantal modellen noodzakelijk maar betreft nooit een significant deel van het aantal observaties. Te allen tijde is melding gemaakt van het aantal verwijderde gevallen.

5.2 Vast salaris

De relatie tussen de prestatimaatstaven en het vaste salaris is weergegeven in Tabel 5.2. De twee linkerkolommen bevatten de modellen voor de bestuursvoorzitters, de rechterkolommen die voor de overige bestuurders. Verder is in elke categorie de linkerkolom bestemd voor de modellen waarin een onmiddellijk effect wordt verondersteld, terwijl in de rechterkolom het model met een één jaar vertraagd effect is opgenomen.

Onderaan de modellen staan enkele karakteristieken opgenomen. Zo blijkt dat de modellen tussen 147 (vertraagd model, voorzitters) en 378 bestuurders (onmiddellijk model, overige bestuurders) betreffen. Het aantal observaties geeft weer hoeveel waarnemingen er in totaal in het model zijn. De 163 bestuursvoorzitters in het

met een laag aantal observaties, hoewel boven de arbitraire grens van 100 gevallen, dienen met minder stelligheid geïnterpreteerd te worden dan modellen met een groot aantal waarnemingen.

¹¹¹ In dergelijke gevallen zou een TOBIT schatting tevens mogelijk zijn. Het is voornamelijk echter niet mogelijk in dergelijke schattingen de ondernemingsdummy's op te nemen. De verbeterde schattingstechniek zou dus onacceptabele beperkingen opleggen aan de mate waarin verschillen tussen ondernemingen zijn meegenomen. De modellen voor de volledige steekproef zijn hier niet opgenomen indien de modellen voor de deelpopulatie afdoende informatief zijn en de andere modellen geen aanvullende informatie bieden.

¹¹² Dit is het probleem dat de variatie niet constant is over het gehele bereik van de onafhankelijke variabelen.

eerstgenoemde model in Tabel 5.2 leiden in totaal tot 510 waarnemingen; er zijn in dit model dus gemiddeld iets meer dan 3 observaties per bestuurder.

Tabel 5.2
Hoogte van het vaste salaris

| | Bestuursvoorzitters | | | | Overige bestuurders | | | |
|--------------------|---------------------|-----|-----------|-----|---------------------|-----|-----------|-----|
| | Onmiddellijk | | Vertraagd | | Onmiddellijk | | Vertraagd | |
| Constante | 12,77 | *** | 12,79 | *** | 12,76 | *** | 12,78 | *** |
| Werknemers | 2,43 | ** | 2,26 | *** | 1,87 | | 1,78 | |
| Omzet | -3,54 | *** | -2,43 | | 1,68 | | 2,57 | |
| RTSR | -0,01 | | -0,00 | | 0,02 | | 0,01 | |
| Winst | 0,11 | | 0,15 | | 0,31 | | -0,30 | |
| WPA | 0,00 | | 0,00 | | -0,05 | ** | -0,04 | ** |
| Aantal bestuurders | 163 | | 147 | | 378 | | 325 | |
| Aantal observaties | 510 | | 418 | | 1.017 | | 802 | |
| F-waarde | 24,66 | *** | 24,79 | *** | 7,41 | *** | 6,79 | *** |
| Aangepaste R2 | 0,89 | | 0,90 | | 0,71 | | 0,71 | |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid.

Vervolgens wordt een F-waarde en een aangepaste R^2 gegeven. Deze geven informatie over de mate waarin het model bij de data past. De F-waarde toetst de hypothese dat alle parameters (inclusief de niet opgenomen dummy's) gelijk zijn aan nul. Als dat het geval is, is geen van de parameters relevant voor de verklaring van het niveau van het vaste salaris. Voor de vier modellen in Tabel 5.2 kan met 99 procent zekerheid gesteld worden dat tenminste één van de parameters niet gelijk is aan nul. De aangepaste R^2 geeft de mate aan waarin het model de variatie in beloning verklaart. De R^2 maatstaf is gevoelig voor het aantal opgenomen variabelen en de aangepaste R^2 die hier is opgenomen controleert daarvoor. De modellen verklaren tussen 71 en 90 procent van de variatie in het basissalaris, wat een hoog percentage is¹¹³.

Het blijkt dat voor bestuursvoorzitters het aantal werknemers een statistisch significant effect en positief heeft. Enkele prestatie maatstaven blijken gerelateerd te zijn aan de hoogte van het vaste salaris, hoewel niet in een consistente mate. Een hogere omzet is geassocieerd met een lager basissalaris in het niet-vertraagde model voor de bestuursvoorzitters. Wellicht betekent dit dat grotere fondsen (omzet is immers tevens een grootte maat) meer variabele beloningsvormen kennen. Verder is er een negatief

¹¹³ Voor onderzoek in de sociale wetenschappen worden zelden percentages hoger dan 50 procent behaald. Hier gaat uiteraard een effect uit van de vele dummy's die zijn opgenomen. Deze dummy's geven 'elke bestuurder een eigen variabele' waardoor verschillen tussen individuen (bijvoorbeeld hun menselijk kapitaal) en zelfs verschillen tussen vennootschappen verdisconteerd kunnen worden zonder deze variabelen expliciet op te nemen. Overigens is het wel zo dat de opname van deze dummy's het moeilijker maakt een effect van de onafhankelijke variabelen te identificeren in die zin dat een sterk verband nodig is om dit statistisch significant te maken. De vraag is nu immers niet of – bijvoorbeeld – RTSR bijdraagt aan de vaste beloning van overige bestuurders, maar of er een effect is van RTSR op het basissalaris dat bovenop verschillen tussen ondernemingen en individuen komt. Indien een vennootschap in het algemeen beter presteert en hoger beloont, wordt een deel van de hogere beloning toegeschreven aan de onderneming (deze beloont inherent meer, ongeacht de prestaties) en is het residuele effect van prestaties op de beloning aan toetsing onderhevig.

effect van winst per aandeel op de vaste salarissen van overige bestuurders te vinden. Over het algemeen is er echter geen sterke relatie tussen bedrijfsprestaties en de hoogte van de vaste beloning.

De relatie tussen bedrijfsprestaties en de verandering in het vaste salaris is opgenomen in Tabel 5.3. Opgemerkt dient te worden dat bestuursvoorzitters in hun eerste jaar van benoeming hier niet zijn meegenomen, opdat een eenmalige schok in de beloning vanwege de overgang van een bestuurspositie naar de voorzittersplek – wat een grote verandering in verantwoordelijkheid representeert – niet gelijk wordt gesteld aan een sterke groei in het bestuursvoorzittersalaris. Voor overige bestuurders is niet gecontroleerd voor wijzigingen in de positie (met uitzondering van de overgang naar bestuursvoorzitter). Dit is met name niet gebeurd omdat niet geheel duidelijk is wanneer een verandering als significant moet worden bestempeld (verantwoordelijkheden worden immers groter door veranderingen van positie maar ook door (autonome) groei van de onderneming).

Tabel 5.3
Verandering van het vaste salaris

| | Bestuursvoorzitters Vertraagd | | Overige bestuurders Vertraagd | |
|--------------------|----------------------------------|-----|----------------------------------|-----|
| Constante | 1,00 | *** | 1,00 | *** |
| Werknemers | -0,10 | | 0,08 | |
| Omzet | 0,23 | | 0,21 | |
| RTSR | 0,00 | | 0,00 | |
| Winst | -0,01 | | -0,04 | |
| WPA | 0,00 | | 0,00 | |
| Aantal bestuurders | 133 | | 256 | |
| Aantal observaties | 359 | | 643 | |
| F-waarde | 1,84 | *** | 3,66 | *** |
| Aangepaste R2 | 0,25 | | 0,52 | |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid.

Hoewel de modellen in Tabel 5.3 statistisch betekenisvol zijn en 25 tot 52 procent van de variatie in beloningsgroei verklaren, zijn geen significante relaties te identificeren. Het basissalaris lijkt met een constante voet te groeien die niet afhankelijk is van de prestaties van de vennootschap. Dat voor beide groepen een gelijke coëfficiënt voor de constante wordt gerapporteerd impliceert overigens niet dat de groeivoet voor beide groepen gelijk is. De transformatie van de afhankelijke variabele staat het trekken van deze conclusie niet toe, en uit de beschrijvende statistieken in hoofdstuk 4 bleek juist dat de salarissen van bestuursvoorzitters sterker stijgen dan die van overige bestuurders.

De Tabellen 5.4 en 5.5 geven de schattingen weer voor de hoogte van de overige en eenmalige uitkeringen. In Tabel 5.4 zijn alle waarnemingen meegenomen, terwijl in Tabel 5.5 uitsluitend die gevallen zijn opgenomen waar een eenmalige of overige uitkering werd gedaan. Hier wordt nogmaals opgemerkt dat eenmalige en overige uitkeringen een relatief klein belang kennen in het gemiddelde beloningspakket. Grofweg

5 procent van de totale beloning wordt in deze vorm uitgekeerd. Dat neemt niet weg dat voor individuele beloningspakketten deze bedragen substantieel kunnen zijn.

Tabel 5.4
Hoogte van de eenmalige/overige uitkeringen: alle observaties

| | Bestuursvoorzitters | | Overige bestuurders | |
|--------------------|---------------------|-----------|---------------------|-----------|
| | Onmiddellijk | Vertraagd | Onmiddellijk | Vertraagd |
| Constante | 3,21 *** | 3,06 *** | 3,74 *** | 4,74 *** |
| Werknemers | 40,80 *** | 29,50 ** | 24,30 | -1,36 |
| Omzet | -100,00 | 72,70 | -106,00 ** | 39,70 |
| RTSR | -0,15 | 0,15 | 0,76 | 0,20 |
| Winst | -1,32 | -1,36 | 3,20 | -0,25 |
| WPA | 0,18 | -0,06 | 0,08 | -0,56 *** |
| Aantal bestuurders | 166 | 148 | 387 | 334 |
| Aantal observaties | 516 | 420 | 1.040 | 821 |
| F-waarde | 5,79 *** | 6,07 *** | 5,82 *** | 4,48 *** |
| Aangepaste R2 | 0,62 | 0,65 | 0,65 | 0,63 |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid.

De modellen in Tabel 5.4 en 5.5 zijn allemaal statistisch significant. Indien gekeken wordt naar het verschil in aantal observaties, blijkt dat tweederde van de bestuurders geen eenmalige of overige uitkering in contanten ontving. Hoewel de methode hiervoor niet bij uitstek geschikt is, suggereert Tabel 5.4 dat – voor bestuursvoorzitters – ondernemingen met meer werknemers geassocieerd worden met het uitkeren van dergelijke vergoedingen. Voor overige bestuurders is dat effect niet aanwezig, maar blijkt dat bedrijfsprestaties negatief gerelateerd zijn aan de hoogte van overige of eenmalige uitkeringen. Dit zou kunnen betekenen dat bedrijven met prestaties beneden het gemiddelde meer eenmalige/overige uitkeringen aan overige bestuurders doen. Aangezien de relevante variabele hier omzet is, zou het zo kunnen zijn dat in eenmalige of overige uitkeringen vooral gedaan worden in geval van desinvesteringen. Voor bestuursvoorzitters is dit effect niet aanwezig.

Tabel 5.5
Hoogte van de eenmalige/overige uitkeringen: observaties met deze beloningsvorm

| | Bestuursvoorzitters | | Overige bestuurders | |
|--------------------|---------------------|-----------|---------------------|-----------|
| | Onmiddellijk | Vertraagd | Onmiddellijk | Vertraagd |
| Constante | 10,56 *** | 10,55 *** | 11,28 *** | 11,82 *** |
| Werknemers | -2,52 | 1,12 | -3,37 | -1,94 |
| Omzet | 29,50 ** | 31,80 ** | -31,70 | -93,50 ** |
| RTSR | -0,15 | -0,09 * | 0,30 ** | 0,19 ** |
| Winst | 1,28 | -0,28 | 1,59 ** | 1,64 |
| WPA | 0,02 | -0,04 | -0,15 | 0,05 |
| Aantal bestuurders | 75 | 70 | 171 | 156 |
| Aantal observaties | 173 | 151 | 384 | 336 |
| F-waarde | 8,22 *** | 6,38 *** | 4,95 *** | 4,48 *** |
| Aangepaste R2 | 0,78 | 0,73 | 0,65 | 0,63 |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid.

In Tabel 5.5 wordt vervolgens gekeken naar die situaties waarin een eenmalige of overige uitkering is gedaan. Voor bestuursvoorzitters ontstaat de sterke suggestie dat omzet positief gerelateerd is aan de hoogte van deze uitkering, al is de vertragingstructuur onduidelijk. Een negatief vertraagd effect van RTSR op de eenmalige/overige uitkeringen aan bestuursvoorzitters is ook te onderscheiden. Voor overige bestuurders is ook een relatie tussen bedrijfsprestaties en beloning te onderscheiden, zij het dat de relatie niet gelijk is aan die welke voor de bestuursvoorzitters werd gevonden. Hier blijkt dat omzet negatief gerelateerd is aan de uitkering en dat winst, RTSR én vertraagde RTSR een positief effect hebben op de eenmalige/overige uitkeringen. Hoewel het samennemen van resultaten uit verschillende analyses econometrisch niet zonder haken of ogen is, suggereren de resultaten voor de overige bestuurders dat indien de omzet laag is, een eenmalige/overige uitkering wordt gedaan die afhangt van de overige prestatie maatstaven, tenzij de omzet structureel laag is.

Er zijn ook modellen geschat voor de verandering in eenmalige en overige uitkeringen. Het is niet verwonderlijk dat de resultaten voor die modellen waarin uitsluitend positieve uitkeringen (analoog aan Tabel 5.5) zijn meegenomen, te weinig observaties kennen om gefundeerde conclusies op te baseren. De voorwaarde zou immers zijn dat in twee opeenvolgende jaren een dergelijke uitkering is gedaan. Dit is niet in overeenstemming met de gedachte achter eenmalige uitkeringen en overige uitkeringen blijken niet dusdanig vaak voor te komen dat een model met afdoende waarnemingen geformuleerd kan worden. De cijfers in Tabel 5.6 betreffen voorts niet die gevallen waarin in het vorige jaar (groei is gedefinieerd als huidig jaar ten opzichte van vorig jaar) geen uitkering is gedaan. De logaritmische transformatie heeft tot gevolg dat de noemer van de deling in die gevallen gelijk is aan nul en de deling is dus niet gedefinieerd.

Tabel 5.6
Verandering van de eenmalige/overige uitkeringen: alle observaties

| | Bestuursvoorzitters | | Overige bestuurders | |
|--------------------|---------------------|-----|---------------------|-----|
| | Vertraagd | | Vertraagd | |
| Constante | 0,93 | *** | 1,10 | *** |
| Werknemers | 3,73 | ** | 6,13 | *** |
| Omzet | -11,60 | *** | -42,30 | *** |
| RTSR | 0,07 | | 0,22 | *** |
| Winst | -0,86 | ** | -0,17 | |
| WPA | -0,04 | | 0,00 | |
| Aantal bestuurders | 56 | | 118 | |
| Aantal observaties | 114 | | 237 | |
| F-waarde | 2,95 | *** | 2,43 | *** |
| Aangepaste R2 | 0,52 | | 0,43 | |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid.

Een eerste conclusie naar aanleiding van Tabel 5.6 is dat deze modellen van toepassing zijn op een beperkt aantal gevallen (21 procent van de data) en dat generalisatie daarom in het geding kan zijn. Ten tweede blijkt dat grotere ondernemingen over het algemeen een positieve groei in de eenmalige/overige uitkeringen vertonen. Bij bestuursvoorzitters worden de uitkeringen verhoogd indien de prestaties (gemeten door omzet en winst) in

het afgelopen jaar laag zijn geweest. Bij de overige bestuurders is dit gedeeltelijk ook het geval: een hoge omzet is geassocieerd met een negatieve groei van de eenmalige/overige uitkeringen. Hier groeien de eenmalige uitkeringen echter indien de RTSR hoog was.

5.3 Jaarlijkse bonus

De modellen die de hoogte van de contante bonus verklaren zijn weergegeven in Tabel 5.7. Alle modellen passen de data op een adequate wijze. Het is daarom niet eenduidig te bepalen wat de vertragsstructuur is. Bij de inventarisatie van bonussen bleek dat de bonus veelal gebaseerd is op prestaties uit het afgelopen jaar, zodat een vertragsstructuur van één jaar gepast zou zijn. Echter het is uit de rapportage van voornamelijk kleine en middelgrote fondsen niet altijd duidelijk of het bedrag de bonus betreft die in het boekjaar is uitgekeerd of de bonus die in het boekjaar is vastgesteld voor het volgende jaar.

In aanmerking nemende dat er een sterke correlatie is tussen omzet in het huidige jaar en omzet in het vorige jaar, lijkt voor de bestuursvoorzitters het model met onmiddellijke effecten de voorkeur te genieten. In dit model blijkt bovendien dat de bonus positief beïnvloed wordt door omzet en winst. In het vertraagde model is er overigens ook nog een negatief effect van winst per aandeel op de bonus te onderscheiden. Over het algemeen is er dus een positieve relatie tussen prestatie maatstaven en de bonus van de bestuursvoorzitters.

Tabel 5.7
Hoogte van de bonus

| | Bestuursvoorzitters | | Overige bestuurders | |
|--------------------|---------------------|-----------|---------------------|-----------|
| | Onmiddellijk | Vertraagd | Onmiddellijk | Vertraagd |
| Constante | 8,23 *** | 9,43 *** | 8,20 *** | 8,26 *** |
| Werknemers | -13,10 | 10,30 | 7,25 | -6,93 |
| Omzet | 154,00 *** | 145,00 * | -12,50 | 113,00 |
| RTSR | 0,62 | 0,18 | 1,40 ** | 0,05 |
| Winst | 5,87 *** | -3,14 | 13,13 *** | 0,80 |
| WPA | 0,11 | -0,48 ** | -0,21 | 0,04 |
| Aantal bestuurders | 166 | 148 | 387 | 334 |
| Aantal observaties | 516 | 420 | 1.040 | 821 |
| F-waarde | 3,67 *** | 5,10 *** | 3,89 *** | 4,71 *** |
| Aangepaste R2 | 0,47 | 0,60 | 0,52 | 0,61 |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid.

Voor overige bestuurders is de zaak nog sterker, al is hier de relatie niet tussen omzet, winst en de bonus, maar tussen RTSR en winst. Dit is opvallend, aangezien RTSR niet als sterke voorspeller naar voren zou moeten komen op basis van de analyse van prestatie maatstaven in paragraaf 4.4. Het is mogelijk dat de vier maatstaven niet volstaan in het samenvatten van de variatie in maatstaven die hier gebruikt wordt en dat populatiekarakteristieken moeilijk te vinden zijn. De meeste niet-vermelde maatstaven zouden dan samen moeten hangen met RTSR en winst om de resultaten in Tabel 5.7 te verklaren. De relatie tussen prestatie maatstaven en de jaarlijkse bonus is dus ook positief

voor de overige bestuurders, hoewel de maatstaven die als belangrijk gevonden worden niet intuïtief als zodanig zouden worden aangewezen.

Tabel 5.8 geeft de modellen weer voor de verandering in de jaarlijkse bonus. Hier blijkt dat prestatie maatstaven, met uitzondering van een zwak verband voor winst in het model voor de bestuursvoorzitters, geen sterke relatie met de verandering in de bonus vertonen. Dit is overigens geen indicatie van een gebrek aan beloning naar prestaties. Uit de analyse van de hoogte van de bonus, bleek dat deze gerelateerd is aan prestaties. Dat de groei van de bonus dit niet is, geeft aan dat er blijkbaar geen effect is op de groeivoet. Dit kan een herbevestiging zijn van de bevinding dat de vertrapte modellen in Tabel 5.7 weinig succesvol waren in het vinden van een relatie. Men zou zelfs kunnen stellen dat als de onmiddellijke relatie tussen een maatstaf en de beloningscomponent sterk is, een relatie van deze maatstaf met de groei van de beloningscomponent alleen dan wenselijk is als de betreffende maatstaf ook een groeipatroon kende.

Tabel 5.8
Verandering van de bonus

| | Bestuursvoorzitters | | Overige bestuurders | |
|--------------------|---------------------|-----|---------------------|-----|
| | Vertraagd | | Vertraagd | |
| Constante | 0,86 | *** | 0,91 | *** |
| Werknemers | 0,09 | | -0,52 | |
| Omzet | 4,31 | | 4,94 | |
| RTSR | -0,00 | | 0,01 | |
| Winst | 0,35 | * | 0,16 | |
| WPA | -0,01 | | -0,02 | |
| Aantal bestuurders | 121 | | 221 | |
| Aantal observaties | 294 | | 514 | |
| F-waarde | 3,53 | *** | 3,70 | *** |
| Aangepaste R2 | 0,52 | | 0,55 | |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid,

5.4 Optieplannen

Voor optieplannen wordt de hoogte en de verandering verklaard voor zowel alle observaties als voor die fondsen die opties hebben. In hoofdstuk 4 werd al opgemerkt dat opties en aandelen voor een beperkt aantal fondsen van substantieel belang zijn geweest in de steekproefperiode. De resultaten voor alle fondsen zijn niet opgenomen. De toegekende bedragen worden verklaard, alsmede de verandering van de waarde van de optieportefeuille. Er wordt geen model geschat voor de verandering in de verandering van de waarde van de reeds toegekende opties, omdat dit model empirisch weinig zinvol is. In Tabel 5.9 wordt de analyse weergegeven voor het niveau van de toekenning.

Alle modellen zijn statistisch significant en verklaren een groot deel van de variatie in de waarde van de toegekende opties. Verder blijken sterke onmiddellijke relaties te bestaan tussen prestatie maatstaven en de optietoekenningen. In aanmerking nemende dat voorwaardelijke optiecontracten niet per definitie gerelateerd hoeven te zijn aan prestaties uit het verleden – aangezien de prestatieperiode in de toekomst ligt – zijn de resultaten uit

Tabel 5.9 bemoedigend: blijkbaar worden onvoorwaardelijke en vrij verhandelbare opties ook toegekend na het behalen van prestaties. Het is overigens opmerkelijk dat voor bestuursvoorzitters winst per aandeel en voor overige bestuurders winst relevant is, hoewel een vertraagd effect van winst ook geobserveerd wordt¹¹⁴.

Tabel 5.9
Hoogte van de toekenning: alleen fondsen met opties

| | Bestuursvoorzitters | | Overige bestuurders | |
|--------------------|---------------------|-----------|---------------------|-----------|
| | Onmiddellijk | Vertraagd | Onmiddellijk | Vertraagd |
| Constance | 10,27 *** | 11,11 *** | 9,49 *** | 10,25 *** |
| Werknemers | 10,10 | 4,69 | 18,40 * | 9,83 |
| Omzet | 47,00 ** | 14,40 | 40,60 *** | 29,00 |
| RTSR | 1,51 *** | 0,03 | 0,94 * | 0,12 |
| Winst | -0,06 | 3,83 * | 1,32 * | 0,96 |
| WPA | 0,28 * | -0,05 | -0,00 | -0,01 |
| Aantal bestuurders | 73 | 66 | 187 | 166 |
| Aantal observaties | 175 | 146 | 426 | 350 |
| F-waarde | 6,41 *** | 3,71 *** | 5,98 *** | 4,25 *** |
| Aangepaste R2 | 0,72 | 0,58 | 0,70 | 0,62 |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid.

In Tabel 5.10 worden de resultaten weergegeven voor de verandering in de waarde van de toekenningen, dat wil zeggen de toegekende bedragen in een bepaald jaar ten opzichte van de toekenningen in het voorafgaande jaar. Het is hier niet mogelijk een analyse te maken voor uitsluitend die vennootschappen waar opties zijn uitgekeerd, aangezien deze groep te klein is om bevindingen op te baseren. Wel is het zo dat door de logaritmische transformatie vennootschappen die in het huidige jaar (ten opzichte van de verandering in het vorige jaar) geen opties hebben toegekend, niet zijn meegenomen.

Tabel 5.10
Verandering van de toekenning van opties

| | Bestuursvoorzitters | | Overige bestuurders | |
|--------------------|---------------------|--|---------------------|--|
| | Vertraagd | | Vertraagd | |
| Constance | 0,45 ** | | 0,35 * | |
| Werknemers | 3,34 | | 7,99 ** | |
| Omzet | 0,58 | | -6,11 | |
| RTSR | 0,15 ** | | 0,14 *** | |
| Winst | 0,84 | | 1,10 | |
| WPA | 0,07 ** | | -0,04 | |
| Aantal bestuurders | 64 | | 148 | |
| Aantal observaties | 133 | | 310 | |
| F-waarde | 2,07 *** | | 1,50 *** | |
| Aangepaste R2 | 0,36 | | 0,20 | |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid,

¹¹⁴ Deze bevinding dient met zorg geïnterpreteerd te worden aangezien de beide variabelen niet in hetzelfde model zijn opgenomen.

Bij de interpretatie van de resultaten in Tabel 5.10 dient er rekening mee gehouden te worden dat er relatief weinig bestuurders (64 voorzitters en 148 overige bestuurders) zijn opgenomen in de analyse en dat de verklarende waarde van de modellen lager ligt dan bij de eerder gepresenteerde modellen. Dat gezegd hebbende, blijkt er een positief effect van RTSR uit te gaan op de groei van de toekenningen en – in het geval van de bestuursvoorzitters – teven van de winst per aandeel. Dit betekent dat indien de relatieve aandeelhouderswinst in een jaar hoog is, dat niet alleen de toekenning in dat jaar hoger zal zijn (Tabel 5.9) maar dat er ook een hogere toekenning in het aankomende jaar zal zijn (Tabel 5.10) ongeacht het niveau van de relatieve aandeelhouderswinst in het aankomende jaar. Relatieve aandeelhouderswinst blijkt voor de toekenning van optierechten dan ook een variabele van belang te zijn.

De cijfers voor de verandering van de waarde van de optieportefeuille zijn weergegeven in Tabel 5.11. Hierbij zijn geen resultaten verkregen voor de overige bestuurders. Het blijkt dat de modellen statistisch niet significant zijn, in die zin dat geen enkele opgenomen variabele (inclusief de dummy's) een substantiële bijdrage levert aan de verklaring van de verandering van de waarde van optieportefeuilles. Een significant model kon ook niet bepaald worden door de gevallen waarin geen optieportefeuille bestond mee te nemen in de analyse. Bij bestuursvoorzitters geldt dat uitsluitend 2003-2006 kan worden geanalyseerd, aangezien voor ultimo 2001 geen waarde van de optieportefeuille beschikbaar is.

Tabel 5.11
Hoogte van de waardeverandering: alleen fondsen met opties

| | Bestuursvoorzitters | | Vertraagd | |
|--------------------|---------------------|-----|-----------|-----|
| | Onmiddellijk | | | |
| Constante | 15,90 | *** | 15,90 | *** |
| Werknemers | 3,75 | *** | 3,48 | ** |
| Omzet | 0,12 | | 0,55 | |
| RTSR | 0,06 | ** | 0,02 | |
| Winst | -0,31 | ** | -0,26 | ** |
| WPA | 0,00 | | 0,01 | ** |
| Aantal bestuurders | 81 | | 82 | |
| Aantal observaties | 215 | | 216 | |
| F-waarde | 1,39 | ** | 1,31 | * |
| Aangepaste R2 | 0,14 | | 0,12 | |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid.

Hoewel voor bestuursvoorzitters een model geformuleerd kan worden, blijkt het vertraagde model net aan de vereiste voor opname te voldoen (tenminste één parameter met 90 procent zekerheid niet gelijk aan nul). De kwaliteit van het vertraagde model is echter zwak: er wordt slechts 12 procent van de variatie in de waardeverandering van de opties meegenomen. Het model met onmiddellijke effecten is marginaal sterker en toont aan dat relatieve RTSR een positief effect heeft op de waardeverandering terwijl winst een negatief effect heeft.

Het is niet vreemd dat geen robuuste relatie wordt gevonden in Tabel 5.11. Bij de waardering van opties zijn variabelen als de resterende looptijd, de dividenduitkering en de koersontwikkeling relevant. Hoewel dividend en koerswinst opgenomen zijn in de relatieve aandeelhouderswinst, is de relatie in het waarderingsmodel niet lineair. Het is dus ex ante al duidelijk dat sprake is van weggelaten relevante variabelen, waarbij vooral de resterende looptijd van alle optieseries cruciaal is. Deze kan niet voor gesubstitueerd worden door fixed effects voor individuen en derhalve is het een mogelijke verklaring voor de lage verklarende waarde van de modellen. Daarbij geldt bovendien nog dat voor de bestuurders zelf de spread – het verschil tussen de uitoefenprijs en de aandelenkoers – waarschijnlijk van groter belang is dan de economische waarde van de optie en derhalve is het onduidelijk of de afhankelijke variabele in de modellen in Tabel 5.11 van praktisch belang is.

Het blijkt dus dat relatieve aandeelhouderswinst bij de toekenning van optierechten een grote verklarende factor is en dat over de verandering van de waarde van de optieportefeuille geen sterke uitspraken kunnen worden gedaan.

Onderzoek naar de effecten van prestaties op optiebeloning in Nederland heeft nog niet plaatsgevonden. In de Verenigde Staten is dit onderzoek meer uitgebreid gedaan. Zo toont een recente en omvangrijke studie van Sanders en Hambrick (2007) aan dat optiebeloning leidt tot grotere investeringen in 950 Amerikaanse ondernemingen (over een steekproefperiode van 1993 tot 2000). Volgens een mechanisme dat niet geïdentificeerd wordt in de studie, leiden optietoekenningen tevens tot meer extreme prestaties, zowel positief als negatief. Extreme prestaties zijn voor fondsen die veel gebruik maken van opties echter veelal negatief. Er worden dus meer verliezen door dergelijke fondsen geleden. Nu is in hoofdstuk 3 gebleken dat de Verenigde Staten een uitzonderingspositie innemen in die zin dat veel meer gebruik wordt gemaakt van variabele beloningsvormen dan in Europa het geval is. Echter een reden dat in Tabel 5.11 geen robuust verband wordt gevonden zou kunnen liggen in het feit dat niet zozeer de lineaire relatie tussen prestaties en waardeverandering relevant is, maar dat optietoekenningen extreme prestaties opwekken die vervolgens een niet te determineren effect op de beloning hebben.

5.5 Aandelenplannen

Het probleem dat er weinig observaties zijn om een model te schatten was voor de optieregelingen hinderlijk; bij aandelenplannen zijn de effecten zo nog groter. Een analyse voor uitsluitend die fondsen die aandelen hebben toegekend, blijkt alleen mogelijk voor de overige bestuurders. In hoofdstuk 4 werd al opgemerkt dat opties en aandelen voor een beperkt aantal fondsen van substantieel belang zijn geweest in de steekproefperiode. De modellen voor de verandering van de waarde van de toekenning van aandelen is voor de bestuursvoorzitters ook niet gedefinieerd vanwege een te laag aantal waarnemingen. Hoewel aandelenplannen recent van groter belang zijn geworden, is er te weinig informatie om statistisch gezien conclusies voor bestuursvoorzitters te kunnen trekken. Tabel 5.12 geeft de verklaring van de hoogte weer voor alle fondsen, waarbij veel gevallen bestaan met geen toekenning. Tabel 5.13 geeft dezelfde analyses

weer, voorzover deze statistisch zinvol zijn, voor alleen die fondsen waar aandelenregelingen zijn ingesteld.

Tabel 5.12
Hoogte van de toekenning: alle fondsen

| | Bestuursvoorzitters | | Overige bestuurders | |
|--------------------|---------------------|-----------|---------------------|-------------|
| | Onmiddellijk | Vertraagd | Onmiddellijk | Vertraagd |
| Constance | 1,09 | 0,64 | 2,93 *** | 2,26 |
| Werknemers | 77,60 *** | 78,10 ** | 88,90 *** | 73,90 *** |
| Omzet | 27,00 | 146,00 | -240,00 *** | -107,00 *** |
| RTSR | 0,71 *** | 0,19 | 1,04 *** | -0,27 |
| Winst | -0,83 | 0,42 | 1,15 | 5,90 |
| WPA | -0,33 ** | -0,25 ** | -0,39 | -0,37 |
| Aantal bestuurders | 166 | 148 | 387 | 334 |
| Aantal observaties | 516 | 420 | 1.040 | 821 |
| F-waarde | 5,59 *** | 5,73 *** | 5,37 *** | 4,52 *** |
| Aangepaste R2 | 0,61 | 0,64 | 0,62 | 0,59 |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid.

De bevindingen uit Tabel 5.12 en 5.13 zijn vergelijkbaar. De modellen zijn statistisch betekenisvol en geven aan dat fondsen met meer werknemers grotere toekenningen onder hun aandelenplan doen. Verder is een robuuste bevinding dat relatieve aandeelhouderswinst, even als bij optietoekenningen, een belangrijke determinant is in de bepaling van de hoogte van de toekenning. Voor overige bestuursvoorzitters geldt daarbij dat een hoge omzet de toekenningen verlaagt, een bevinding waarvoor geen duidelijke uitleg lijkt te zijn. Eveneens lijkt winst per aandeel negatief gerelateerd te zijn aan de hoogte van de toekenning. Dit is vreemd aangezien veel fondsen winst per aandeel gebruiken als prestatie maatstaf voor de langetermijnbeloning.

Tabel 5.13
Hoogte van de toekenning: alleen fondsen met aandelenplannen

| | Overige bestuurders | |
|--------------------|---------------------|-----------|
| | Onmiddellijk | Vertraagd |
| Constance | 5,11 *** | 3,46 |
| Werknemers | 111,00 *** | 83,60 *** |
| Omzet | -301,00 *** | -130,00 |
| RTSR | 1,72 *** | -0,12 |
| Winst | 0,16 | 11,44 |
| WPA | -0,82 * | -0,46 |
| Aantal bestuurders | 223 | 191 |
| Aantal observaties | 614 | 483 |
| F-waarde | 4,34 *** | 3,00 *** |
| Aangepaste R2 | 0,56 | 0,45 |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid.

De verandering van de waarde van de toekenning van aandelen van een jaar ten opzichte van de toekenningen in het voorafgaande jaar staan – uitsluitend voor overige bestuurders

– weergegeven in Tabel 5.14. Het model voldoet aan de toetsen om opgenomen te worden in dit rapport en toont aan dat waar winst en winst per aandeel een verhogend effect hebben op de toekenning van aandelen in een volgend jaar, de relatieve aandeelhouderswinst toekomstige toekenningen verlaagt. Opgemerkt moet worden dat hier niet sprake is van aandelenplannen die definitief minder uitkeren nadat aan het einde van een prestatieperiode is gebleken dat niet aan de criteria is voldaan. Dergelijke veranderingen zijn opgenomen onder de analyse van de hoogte van de waardeverandering van de aandelenportefeuille.

Tabel 5.14

Verandering van de toekenning van aandelen: alleen fondsen met aandelenplannen

| | Overige bestuurders Vertraagd | |
|--------------------|----------------------------------|-----|
| Constate | 0,76 | *** |
| Werknemers | 0,46 | |
| Omzet | -1,71 | |
| RTSR | -0,14 | ** |
| Winst | 0,43 | * |
| WPA | 0,11 | *** |
| Aantal bestuurders | 90 | |
| Aantal observaties | 173 | |
| F-waarde | 3,24 | *** |
| Aangepaste R2 | 0,56 | |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid; 12 observaties zijn verwijderd vanwege extreme residuen.

De modellen over de hoogte van de verandering van de aandelenportefeuille zijn weergegeven in Tabel 5.15. Er zijn ook hier geen analyses gemaakt voor de verandering in de verandering van de waarde van de aandelenportefeuille, omdat dat concept empirisch geen duidelijke interpretatie lijkt te kennen.

In de eerste plaats valt de lage verklarende waarde van de modellen in Tabel 5.15 op. Zelfs na correctie voor positieve seriële correlatie en extreme residuen verklaren de modellen niet meer dan 25 procent van de variatie in de verandering van de waarde van de aandelenportefeuille. Er zijn weinig robuuste verbanden te ontdekken. Voor alle groepen lijkt er een sterk verband te bestaan tussen winst en de verandering van de waarde van de portefeuille, maar dit verband is negatief voor de bestuursvoorzitters terwijl het voor de overige bestuurders positief is. De verandering van de portefeuille is in beginsel eenvoudig te bepalen en hangt voornamelijk af van de koersontwikkeling van het fonds. Het is dan ook vreemd te constateren dat hogere winst in enkele samenhangt met een daling van de waarde van de aandelenportefeuille, tenzij de hogere winst gecorreleerd is met een lagere koers. Dit is uiteraard een tegenintuïtieve aanname. Anderzijds kan de aandelenportefeuille in waarde dalen doordat aandelen verbeurd raken. Aangezien weinig plannen al tot uitkering zijn gekomen in 2006, zou dat betekenen dat de bestuurder is opgestapt. Het is mogelijk, maar zeer speculatief, om te suggereren dat bestuursvoorzitters die hoge winsten bereiken eerder door een andere vennootschap gekozen zullen worden als bestuursvoorzitter en daarbij het vervallen van de conditionele

rechten op aandelen voor lief nemen. Voor overige bestuurders zijn ook enkele relaties gevonden, maar deze zijn robuust noch te begrijpen vanuit een theoretische achtergrond.

Tabel 5.15
Hoogte van de verandering: alleen fondsen met aandelenplannen

| | Bestuursvoorzitters | | Overige bestuurders | |
|--------------------|---------------------|-----------|---------------------|-----------|
| | Onmiddellijk | Vertraagd | Onmiddellijk | Vertraagd |
| Constante | 14.56 *** | 14.54 *** | 13.14 *** | 13.09 *** |
| Werknemers | 0.44 | -0.80 | -0.90 | -0.68 |
| Omzet | -2.76 | -2.72 *** | 6.01 | 11.40 *** |
| RTSR | -0.07 ** | -0.00 | -0.01 | 0.08 |
| Winst | -0.72 *** | -0.61 ** | 1.30 ** | -1.05 |
| WPA | -0.01 | 0.02 | -0.04 | 0.03 |
| Aantal bestuurders | 59 | 50 | 223 | 191 |
| Aantal observaties | 142 † | 110 †† | 614 | 483 |
| F-waarde | 1.75 *** | 1.58 ** | 1.75 *** | 1.80 *** |
| Aangepaste R2 | 0.25 | 0.23 | 0.22 | 0.25 |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid; † 3 observaties zijn verwijderd vanwege extreme residuen, er is een AR(1)-schema opgenomen met coëfficiënt -0,00 (niet significant); †† 2 observaties zijn verwijderd vanwege extreme residuen, er is een AR(1)-schema opgenomen met coëfficiënt 0,38 (niet significant).

In het algemeen kan dus gesteld worden dat de toekenning van aandelen sterk gerelateerd is aan de relatieve aandeelhouderswinst die gecreëerd wordt, terwijl voor de waardeverandering van de portefeuille van aandelen geen robuuste relaties worden gevonden.

5.6 Totale beloning

Een nog niet eerder aangestipt nadeel van de analyses in de paragrafen 5.2 – 5.5 is dat remuneratiecommissies – in theorie – een optimale beloningsmix samenstellen. De afhankelijke variabelen in deze paragrafen zijn dus niet onafhankelijk van elkaar¹¹⁵. Bovendien kan het zo zijn dat voor verschillende beloningsvormen een ander type prestatimaatstaf geldt (zie paragraaf 4.4). Daarom wordt in deze paragraaf naast een samenvatting van de eerdere bevindingen ook een analyse van de relatie tussen de prestatimaatstaven en de totale (contante) beloning uitgevoerd. Daarbij is ook de eenmalige winst verkregen bij de uitoefening van opties meegenomen, die in de behandeling van optiepakketten niet is meegenomen¹¹⁶.

¹¹⁵ Indien een correlatiematrix over alle jaren tussen de beloningsvormen wordt gemaakt, blijkt dat de maximale correlatie voor bestuursvoorzitters tussen het basissalaris en de contante bonus (0.52) en voor overige bestuurders tussen optietoekenningen en aandelenoekenningen (0.31). Deze coëfficiënten suggereren niet dat bepaalde beloningsvormen sterk opgaan met andere beloningsvormen.

¹¹⁶ Deze winst is voornamelijk afhankelijk van het moment van uitoefenen. Het is niet te verwachten dat dit afhangt van de prestaties van de vennootschap. Bovendien is het zo dat de winst bij uitoefening perfect gerelateerd is aan de koers van het aandeel op het moment van uitoefenen en een analyse van de prestatie-afhankelijkheid van deze beloningsvorm ligt dan ook niet voor de hand.

Tabel 5.16 geeft de verklaring van de hoogte van de totale contante beloning¹¹⁷ weer. In Tabel 5.17 wordt de verandering van de totale contante beloning verklaard uit de prestatie maatstaven.

Tabel 5.16
Hoogte van de totale contante beloning

| | Bestuursvoorzitters | | Overige bestuurders | |
|--------------------|---------------------|-----------|---------------------|-----------|
| | Onmiddellijk | Vertraagd | Onmiddellijk | Vertraagd |
| Constante | 12,97 *** | 13,06 *** | 12,94 *** | 13,13 *** |
| Werknemers | 4,25 *** | 2,71 *** | 3,60 | 2,43 |
| Omzet | 12,80 *** | 16,10 *** | 6,85 * | 4,15 * |
| RTSR | 0,03 | 0,04 | 0,15 * | 0,03 |
| Winst | 0,14 | -0,01 | 0,81 *** | -0,49 |
| WPA | 0,03 ** | -0,01 | -0,04 | -0,04 |
| Aantal bestuurders | 163 | 148 | 378 | 325 |
| Aantal observaties | 511 | 419 | 1.017 | 802 |
| F-waarde | 19,95 *** | 30,69 *** | 9,35 *** | 9,77 *** |
| Aangepaste R2 | 0,86 | 0,92 | 0,76 | 0,78 |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid.

De totale contante beloning wordt consequent verklaard uit omzet en – voor de bestuursvoorzitters – uit aantal werknemers. Naast een verklaring dat hier betaald wordt naar prestaties, kan het ook zo zijn dat grote ondernemingen meer betalen. Omzet is immers ook vaak gebruikt als omvangsmaatstaf. Verder zijn enkele relaties onderkend die verschillend zijn voor bestuursvoorzitters en overige bestuurders. Voor bestuursvoorzitters is de contante beloning positief gerelateerd aan winst per aandeel, terwijl voor de overige bestuurders een positief effect uitgaat van relatieve aandeelhouderswinst en winst. Er is één eerdere studie gedaan voor loon naar werken in de Nederlandse context: Duffhues en Kabir (te verschijnen) analyseren de relatie tussen prestatie maatstaven en contante beloning in de in 2003 genoteerde Euronext fondsen voor de periode 1998-2001. De resultaten van Duffhues en Kabir staan lijnrecht tegenover deze: er wordt daar een negatief verband gevonden tussen prestaties (gemeten als winst over activa, winst over verkopen en koerswinst). Het kan zo zijn dat in deze steekproef (2002-2006) gevonden wordt dat de relatie in 2002 is omgeslagen, maar anderzijds zijn er veel verschillen tussen deze studie en die van Duffhues en Kabir die de verschillende resultaten kunnen verklaren. De studie van Duffhues en Kabir (1) betreft een andere periode (1998-2001), (2) betreft de totale contante beloning inclusief pensioenen, (3) betreft de beloning van de gehele raad van bestuur, zonder dat aangepast wordt voor het aantal bestuurders en zonder dat de bestuursvoorzitter apart genomen wordt, en (4) betreft een andere steekproef. Het is dan ook onduidelijk of de resultaten die in dit rapport gevonden zijn afwijken om inhoudelijke redenen of vanwege een anders opgezet onderzoek.

¹¹⁷ Dit is gedefinieerd als het basissalaris plus de eventuele bonus en eenmalige/overige uitkeringen.

Tabel 5.17
Verandering van de totale contante beloning

| | Bestuursvoorzitters | | Overige bestuurders | |
|--------------------|---------------------|-----|---------------------|-----|
| | Vertraagd | | Vertraagd | |
| Constante | 1,01 | *** | 1,01 | *** |
| Werknemers | -0,00 | | 0,09 | |
| Omzet | -0,79 | * | -0,16 | |
| RTSR | -0,00 | | -0,01 | * |
| Winst | -0,03 | *** | -0,10 | *** |
| WPA | -0,00 | | 0,00 | |
| Aantal bestuurders | 134 | | 256 | |
| Aantal observaties | 360 | | 643 | |
| F-waarde | 2,85 | *** | 2,23 | *** |
| Aangepaste R2 | 0,42 | | 0,34 | |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid.

Uit Tabel 5.17 blijkt dat de groei van de totale contante beloning negatief beïnvloed wordt door de winst. Het zou mogelijk zijn dat in geval van hoge winst meer in opties en aandelen wordt uitgekeerd, maar deze conclusie kan niet onderbouwd worden door de resultaten voor de totale beloning in de nu volgende tabellen.

Tabel 5.18 geeft de verklaring voor de hoogte van de totale beloning weer. Het veranderingsmodel voor de bestuursvoorzitters en de overige bestuurders is niet significant en blijktbaar zijn er dus andere variabelen die de stijging van de beloning verklaren¹¹⁸.

De suggestie die van de modellen in Tabel 5.18 uitgaat, is dat voor de bestuursvoorzitters een onmiddellijke effect van RTSR op de beloning te onderkennen is en een vertraagd effect van omzet en winst. Deze relatie is in lijn met de eerder in dit rapport aangehaalde empirische studies voor de Verenigde Staten (Jensen & Murphy, 1990; Hall & Liebman, 1998). Voor de overige bestuurders is het vertraagde model inhoudelijk minder relevant. Hier blijkt echter ook dat de beloningscomponenten samen verklaard worden door de prestatimaatstaven, al is hier geen effect van omzet te vinden en is het effect van winst per aandeel negatief.

Overigens dient opgemerkt te worden dat indien voor verschillende onderdelen van de beloningsmix al diverse relaties gevonden zijn die niet dezelfde richting opwijzen en niet even sterke verbanden met dezelfde prestatimaatstaven kennen, een relatie tussen prestatimaatstaven en geaggregeerde beloning ook niet per definitie voor de hand ligt.

¹¹⁸ De stelling dat individuele bestuurders grote stijgingen in hun beloning weten te verkrijgen zonder een bijbehorende prestatie te leveren, krijgt hier ook geen ondersteuning aangezien de dummy's voor individuele bestuurders ook niet significant zijn in het model voor de bestuursvoorzitters.

Tabel 5.18
Hoogte van de totale beloning

| | Bestuursvoorzitters | | Overige bestuurders | |
|--------------------|---------------------|-----------|---------------------|-----------|
| | Onmiddellijk | Vertraagd | Onmiddellijk | Vertraagd |
| Constante | 13,12 *** | 13,19 *** | 13,42 *** | 13,68 *** |
| Werknemers | 9,48 *** | 7,62 ** | -0,92 | -7,03 |
| Omzet | 0,11 | 0,18 ** | 2,51 | 6,76 |
| RTSR | 0,30 *** | 0,04 | 0,45 *** | -0,03 |
| Winst | 0,27 | 0,25 *** | 0,37 * | -0,15 |
| WPA | 0,01 | 0,00 | -0,04 ** | -0,03 |
| Aantal bestuurders | 164 | 150 | 377 | 322 |
| Aantal observaties | 504 | 412 | 995 | 782 |
| F-waarde | 11,70 *** | 9,94 *** | 5,44 *** | 5,05 *** |
| Aangepaste R2 | 0,79 | 0,77 | 0,63 | 0,63 |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid;

Het in Tabel 5.19 weergegeven model voor de verandering van de totale beloning van overige bestuurders heeft weinig verklarende waarde. Het model voor bestuursvoorzitters bleek geen relevante variabelen te hebben, dit model verklaart 8 procent van de variatie in de groei van de totale beloning en kan dan ook nauwelijks relevant genoemd worden.

Vooral de modellen voor totale beloning kunnen gevoelig zijn voor extreme beloningshoogtes. De methode voorziet in enkele waarborgen. Zo wordt de symmetrie van de residuen bestudeerd en – indien gewenst – worden waarnemingen verwijderd waarvoor de residuen te extreem zijn. Een residu is in deze context dat deel van de beloning dat niet door de gekozen variabelen wordt verklaard. Voorts is het zo dat extrema op beloning samen kunnen vallen met extrema op andere variabelen. Indien, tenslotte, sommige bestuurders meer geassocieerd worden met hoge beloning – bijvoorbeeld vanwege superieur menselijk kapitaal – dan wordt dit effect door de bestuurdersdummy's opgepikt. Om te bezien of de modellen robuust zijn tegen weglating van deze extreme beloningsvormen, worden in de analyses in Tabel 5.19 nogmaals de gelijktijdige modellen geschat uit Tabel 5.18, waarbij de bestuurders waarvan de absolute waarde van de beloning meer dan € 5 miljoen vertegenwoordigd, weggelaten zijn. Dit zijn 20 bestuursvoorzitters, respectievelijk 18 overige bestuurders¹¹⁹.

¹¹⁹ De werkelijke wijziging in het aantal waarnemingen in het model is ook afhankelijk van het aantal gevallen dat afvalt door de toevoeging van de autoregressieve correctie en missende waarden op overige variabelen. Bestuurders die in een jaar meer dan € 5 miljoen euro verdienen of verloren, zijn alleen in dat jaar uit de analyse verwijderd. Er zijn dus 38 gevallen in de data op een totaal van 1.695 waarin de beloning hoger was dan 5 miljoen euro.

Tabel 5.19
Hoogte van de totale beloning, voor beloning lager dan € 5 miljoen

| | Bestuursvoorzitters | | Overige bestuurders | |
|--------------------|---------------------|-----|---------------------|-----|
| | Onmiddellijk | | Onmiddellijk | |
| Constante | 13,12 | *** | 13,38 | *** |
| Werknemers | 7,12 | *** | -0,51 | |
| Omzet | 7,59 | | 1,56 | |
| RTSR | 0,28 | *** | 0,38 | *** |
| Winst | 0,27 | | 0,72 | ** |
| WPA | 0,01 | ** | -0,04 | * |
| Aantal bestuurders | 164 | | 376 | |
| Aantal observaties | 491 | | 975 | |
| F-waarde | 10,49 | *** | 7,16 | *** |
| Aangepaste R2 | 0,77 | | 0,71 | |

Significantieniveaus: 90 (*), 95 (**), en 99 procent (***) zekerheid

Er blijken nauwelijks verschillen te bestaan, met uitzondering van het nu statistisch significante effect van winst per aandeel op de bezoldiging van de bestuursvoorzitters. Er wordt dan ook geconcludeerd dat er geen aanleiding is om aan te nemen dat de modellen in dit hoofdstuk gevoelig zijn voor enkele extreme waarden.

Tot slot wordt een poging gedaan om, in lijn met de studie van Jensen en Murphy (1990) en Hall en Liebman (1998), een kwantificering van het effect van beloning op prestaties te vinden. Evenals in deze studie, wordt de absolute verandering van de totale beloning verklaard uit de absolute verandering in de prestatie maatstaven. Ook wordt de procentuele verandering in de beloningshoogte verklaard uit de procentuele verandering in de prestatie maatstaven. De resultaten zijn weergegeven in Tabel 5.20.

Allereerst wordt opgemerkt dat de schattingen voor dit model weliswaar valide zijn, maar niet efficiënt. Ter bevordering van de efficiëntie kunnen ingrepen in de schatting worden gedaan, zoals door de correctie voor heterogeniteit of seriële correlatie en de toevoeging van allerlei effecten. Hier wordt echter gezocht naar het effect in euro's en zijn dergelijke ingrepen ongewenst. Omdat de modellen statistisch niet efficiënt zijn, is informatie over de passing van de modellen en de significantie van effecten niet relevant. Op basis van eerdere analyses kan echter geconcludeerd worden dat RTSR en omzet de voornaamste variabelen van belang zijn. In de modellen wordt voor omzet geen effect gevonden. Waarschijnlijk is dit het gevolg van schalingseffecten. Verder wordt een effect van €292.000 van een stijging van de RTSR van 1 procent gevonden voor bestuursvoorzitters, een getal dat €258.000 voor de overige bestuurders is. Merk op dat deze statistiek geldt voor de gemiddelde onderneming en zonder te controleren voor de effecten van overige variabelen. De modellen met procentuele veranderingen geven een prestatie-elasticiteit van de beloning weer, zij het dat de effecten onderling afhankelijk zijn (normaliter wordt bij het berekenen van, bijvoorbeeld, de omzetelasticiteit van het inkomen niet gecontroleerd voor de effecten van RTSR, winst en winst per aandeel). Hier blijkt dat de omzet-elasticiteit weldegelijk substantieel is, aangezien een positieve relatie gevonden wordt.

Tabel 5.20
Marginale Effecten

| | Bestuursvoorzitters | | Overige bestuurders | |
|------------------|---------------------|-------------|---------------------|-------------|
| | Absoluut | Procentueel | Absoluut | Procentueel |
| Werknemers (fte) | 34 | 0,76 | 10 | -0,51 |
| Omzet (x €1000) | 0 | 0,23 | 0 | 0,17 |
| RTSR (x 1%) | 291.892 | 0,00 | 257.926 | 0,00 |
| Winst (x 1%) | -/- 127.024 | 0,01 | 393.676 | 0,01 |
| WPA (x €1) | -/- 3.956 | -0,01 | -/- 30.355 | 0,00 |

Een laatste indicatie van de sterkte van de relatie wordt gevonden door de correlaties tussen de prestatie maatstaven en de totale beloning te nemen. In Tabel 5.22 zijn de correlaties weergegeven tussen de absolute groei in totale beloning en de absolute groei in de prestatie maatstaven.

Tabel 5.21
Correlaties met totale beloning

| | Bestuursvoorzitters | Overige bestuurders |
|-------|---------------------|---------------------|
| Omzet | 0.16 | 0.06 |
| RTSR | 0.14 | 0.11 |
| Winst | 0.01 | 0.04 |
| WPA | -0.04 | -0.06 |

De correlatiecoëfficiënten in Tabel 5.21 geven ook aan dat omzet en RTSR relatief de sterkste relatie kennen met totale beloning en dat de relaties – met uitzondering van de variabele winst (uitgedrukt als percentage van totale activa) – voor bestuursvoorzitters sterker zijn dan voor de overige bestuurders.

5.7 Samenvatting en conclusies

Hoofdstuk 5 overziend blijkt allereerst een methodologische paradox te bestaan die niet op te lossen is. Enerzijds suggereren diverse resultaten op het niveau van de beloningscomponenten dat een geaggregeerde relatie het onderscheid tussen de doelstellingen van de beloningsmix uitvlakt en dat het daarmee logisch is als er geen relatie op het geaggregeerde niveau wordt gevonden. Anderzijds is het zo dat bij de schatting van individuele relaties, de verbanden die bestaan met andere beloningsvormen afwezig worden verondersteld. Zo is in hoofdstuk 4 beschreven dat de introductie van aandelenplannen gepaard gaat met een – zij het bescheiden – afname in het gebruik van optieregelingen. Dat voor de groei van de toekenningen geen robuuste relatie wordt gevonden kan dus goed verklaard worden indien deze toekenningen vervangen zijn door aandelenplannen. Anderzijds zou daardoor een stijging in toekenningen onder aandelenplannen te observeren kunnen zijn (dit is overigens niet het geval), die niet gerelateerd is aan de prestaties van de onderneming maar aan een verandering in de beloningsmix.

Samenvattend kan gesteld worden dat het vaste salaris in het algemeen ongerelateerd is aan prestatie maatstaven en dat de bonus de onmiddellijke prestatie lijkt te volgen, al zijn

de prestatie maatstaven die als leidraad zouden gelden tegenintuïtief als vergeleken wordt met hoofdstuk 4. Eenmalige uitkeringen lijken voornamelijk gebruikt te worden in geval van een lagere omzet (misschien als gevolg van desinvesteringen) wanneer op de overige prestatie maatstaven goed gescoord wordt. Het is dan ook niet verrassend dat de totale contante beloning aan omzet gerelateerd is: het vaste salaris is niet gevoelig voor de omzet, de bonus neemt toe met de omzet en in geval van een afnemende omzet worden in enkele gevallen overige of eenmalige uitkeringen gedaan.

Voor de langetermijnplannen geldt dat de toekenning sterk gerelateerd is aan relatieve aandeelhouderswinst voor zowel optie- als aandelenplannen. De waardeverandering van deze beloningscomponenten is niet zonder meer verklaard uit de geselecteerde prestatie maatstaven al is dat gedeeltelijk ook vanwege problemen in de beschikbaarheid van de data. Op het niveau van de totale beloning is naast omzet ook relatieve TSR van belang. Winst en winst per aandeel lijken slechts in enkele gevallen substantiële bijdragen te leveren aan de verklaring van de beloning.

De totale contante beloning wordt consequent verklaard uit omzet en – voor de bestuursvoorzitters – uit aantal werknemers. Naast een verklaring dat hier betaald wordt naar prestaties, kan het ook zo zijn dat grote ondernemingen meer betalen. Omzet is immers ook vaak gebruikt als omvangsmaatstaf. Verder zijn enkele relaties onderkend die verschillend zijn voor bestuursvoorzitters en overige bestuurders. Ook de totale beloning is sterk prestatie-afhankelijk. Voor wat betreft de vergelijkbaarheid van deze resultaten met ander onderzoek, dient eerst te worden opgemerkt dat onderzoek naar de relatie tussen de beloning van bestuurders en bedrijfsprestaties in Europese landen schaars is. Bovendien wordt de vergelijkbaarheid bemoeilijkt vanwege methodologische verschillen en verschillen in steekproef(perioden). Zie Van Praag (2005) voor een overzicht van dergelijk onderzoek. Het meeste onderzoek in Europa heeft betrekking op het Verenigd Koninkrijk. Van Praag (2005) stelt dat de studies naar de relatie tussen de totale beloning van bestuurders en bedrijfsprestaties in het Verenigd Koninkrijk een relatie vinden die vele malen zwakker is dan in de Verenigde Staten. De empirische studies voor Europese landen vinden in het algemeen een tamelijk zwakke relatie tussen bestuurdersbeloningen en ondernemingsprestaties (bijvoorbeeld Conyon and Murphy (2000) en Buck et al. (2003) voor het Verenigd Koninkrijk, Haid en Yurtoglu (2006) voor Duitsland). In andere gevallen kan er geen relatie tussen deze twee variabelen worden gevonden (bijvoorbeeld Fernandes (2006) voor Portugese vennootschappen en Duffhues en Kabir (te verschijnen) voor Nederland). Duffhues en Kabir (te verschijnen) analyseren de relatie tussen prestatie maatstaven en contante beloning in de in 2003 genoteerde Euronext fondsen voor de periode 1998-2001. De resultaten van Duffhues en Kabir staan lijnrecht tegenover deze: er wordt daar een negatief verband gevonden tussen prestaties (gemeten als winst over activa, winst over verkopen en koerswinst). Het kan zo zijn dat in deze steekproef (2002-2006) gevonden wordt dat de relatie in 2002 is omgeslagen, maar anderzijds zijn er veel verschillen tussen deze studie en die van Duffhues en Kabir die de verschillende resultaten kunnen verklaren. De studie van Duffhues en Kabir (1) betreft een andere periode (1998-2001), (2) betreft de totale contante beloning inclusief pensioenen, (3) betreft de beloning van de gehele raad van bestuur, zonder dat aangepast wordt voor het aantal bestuurders en zonder dat de bestuursvoorzitter apart genomen

wordt, en (4) betreft een andere steekproef. Het is dan ook onduidelijk of de resultaten die in dit rapport gevonden zijn afwijken om inhoudelijke redenen of vanwege een anders opgezet onderzoek.

Deze conclusies dienen uiteraard geïnterpreteerd te worden tegen de achtergrond van de methodologische problemen die eerder in dit hoofdstuk genoemd zijn. Het niet eenduidig kunnen vaststellen van de vertragingstructuur en causaliteit maken het verstandig de resultaten als tentatief te bestempelen en de statistisch significante relaties als partiële correlaties te beschouwen.

6. De vergoeding bij vertrek

6.1 Algemeen

In hoofdstuk 3 worden ontslagvergoedingen gedefiniëerd als vergoedingen aan bestuurders in geval van een onvrijwillige beëindiging van het dienstverband zonder dringende reden. Bepaling II.2.7. van de Nederlandse corporate governance code betreffende de ontslagvergoeding van de leden van de Raad van Bestuur, stelt in dat verband dat “de maximale vergoeding bij onvrijwillig ontslag bedraagt éénmaal het jaarsalaris (het “vaste” deel van de bezoldiging). Indien het maximum van éénmaal het jaarsalaris voor een bestuurder die in zijn eerste benoemingstermijn wordt ontslagen kennelijk onredelijk is, komt deze bestuurder in dat geval in aanmerking voor een ontslagvergoeding van maximaal twee maal het jaarsalaris.”

Onderzoek naar de naleving van de Nederlandse corporate governance code laat zien dat de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen veelvuldig met uitleg van de betreffende bepaling afwijken, indachtig het principe “pas toe of leg uit”. De belangrijkste reden om de desbetreffende bepaling niet na te leven is gelegen in de wens (noodzaak) bestaande contracten te respecteren. Ook beroepen de vennootschappen zich op bestaande wet- en regelgeving, eigen regelingen, dan wel nog weer andere argumenten om de bepaling niet na te leven. De redengeving is overigens niet altijd volledig. Zo wordt soms louter gesteld dat eigen individuele regelingen opgeld doen zonder dat de inhoud van deze regeling wordt vermeld. In voorkomende gevallen wordt ook wel gesteld dat de eigen regeling niet voldoet aan de Code Tabaksblad zonder dat de inhoud van deze regeling wordt uitgelegd. Soms zijn er ook verschillen tussen de gehanteerde regeling en de verstrekte vergoedingen. Tenslotte kan er onduidelijkheid bestaan ten aanzien van de langetermijnrechten bij vertrek .

Naast de (argumentatie omtrent niet-)naleving van de desbetreffende best practice bepaling is de feitelijke hoogte en redengeving van de hoogte van de vergoeding bij vertrek, al was het alleen maar omdat deze vergoedingen in het publieke debat omtrent de hoogte van de bezoldiging van bestuurders een grote rol spelen. Deze paragraaf beoogt enig inzicht te verschaffen in de vergoedingen bij vertrek in de periode 2002-2006, waarbij wordt opgemerkt, zie ook hoofdstuk 3, dat deze vergoedingen niet uitsluitend behoren bij de onvrijwillige beëindiging van het dienstverband. Teneinde de genoemde aspecten nader te onderzoeken is voor de onderzochte vennootschappen geïnventariseerd welke bestuurders gedurende de periode 2002-2006 de vennootschap hebben verlaten, welke eenmalige vergoedingen rond de datum van vertrek zijn betaald en welke argumentatie aan deze vorm van bezoldiging ten grondslag heeft gelegen.

Uit de uitgevoerde inventarisatie blijkt dat in de periode 2002-2006 bij de onderzochte vennootschappen in totaal 241 bestuurders zijn vertrokken, te weten, 206 bestuurders, die voor de beëindiging van het contract opstapten en 35 bestuurders die vertrokken wegens het bereiken van de pensioengerechtigde leeftijd. Van de 206 vertrokken bestuurders (85,7%) kregen 73 een als zodanig in het jaarverslag benoemde vertrekvergoeding (35,4%), 32, een zogenaamde overige vergoeding (15,5%), 6, zowel een vertrek- als

overige vergoeding:(2,9%) en 95 geen vergoeding: (46,1%). De gemiddelde vergoeding bij vertrek bedroeg € 809.449,- (de mediaanwaarde € 610.000), de gemiddelde overige vergoeding bij vertrek bedroeg € 1.235.366,- (de mediaanwaarde € 444.000). Van de 35 pensioengerechtigde bestuurders vertrokken er zes met ontslagvergoeding (17,1%), zes met een overige vergoeding (17,1%), nul met zowel ontslag- als overige vergoeding (0%) en 23 zonder vergoeding (65,7%). De gemiddelde vertrekvergoeding bij pensioen¹²⁰ bedroeg € 571.226,- (mediaan € 578.500,-) en de gemiddelde overige vergoeding bij pensioen: € 726.167,- (mediaan € 170.500). De conclusie is dat ongeveer de helft van de bestuurders bij vertrek daadwerkelijk een vergoeding heeft ontvangen (53,9%). Verder valt op dat de mediaanwaarde van de vergoedingen (veel) lager uitvalt dan de gemiddelde vergoeding, hetgeen een aanwijzing is dat de verdeling van deze vergoedingen wordt gekarakteriseerd door uitbijters in de vorm van (zeer) hoge uitgekeerde vergoedingen.

6.2 Overzicht redengeving hoogte vergoeding bij vertrek

Ten aanzien van de redengeving omtrent de hoogte van de vergoeding bij vertrek zijn er verschillende modaliteiten denkbaar. Zo kan de vergoeding bij vertrek worden weergegeven als een gedeelte van de grondslag (bijvoorbeeld 1x of 2x het jaarsalaris), of er kan een vast bedrag uitgekeerd worden. In andere gevallen wordt de vergoeding berekend aan de hand van een formule, in veel gevallen de kantonrechtersformule, waarbij ook het aantal dienstjaren en de leeftijd van de bestuurder een rol spelen. In weer andere situaties wordt de vergoeding discretionair bepaald door de Raad van Commissarissen. De onderstaande Tabel 6.1 geeft voor de onderzochte groep van beursgenoteerde vennootschappen de frequentie van de verschillende argumenten weer, zoals die in de jaarverslagen over de onderzochte periode zijn aangetroffen. Daarbij valt allereerst op dat de meerderheid van de onderzochte vennootschappen geen verklaring verstrekt voor de hoogte van de vergoeding bij vertrek (62,03%). In de tweede plaats is er een relatief grote groep vennootschappen die de hoogte van de vergoeding bij vertrek beargumenteert met verwijzing naar (contractuele) afspraken met de vertrekkende bestuurder (21,52%). Slechte een relatief kleine minderheid van de onderzochte vennootschappen (16,45%) geeft een expliciete verklaring van de hoogte van de vergoeding bij vertrek, die niet gebaseerd is op het argument dat sprake is van (contractuele) afspraken.

Tabel 6.1
Redengeving hoogte vergoeding bij vertrek

| Reden | Frequentie |
|-------------------------|-------------|
| Geen verklaring | 49 (62,03%) |
| Contractueel bepaald | 8 (10,13%) |
| Onderlinge overeenkomst | 9 (11,39%) |
| Eenmaal jaarsalaris | 2 (2,53%) |
| Tweemaal jaarsalaris | 5 (6,33%) |
| Kantonrechterformule | 4 (5,06%) |
| Overig | 2 (2,53%) |
| Totaal | 79 (100%) |

¹²⁰ De genoemde cijfers zijn uitsluitend ter illustratie. Gezien het lage aantal bestuurders in deze categorie kunnen aan gemiddelden en mediaanwaarden geen conclusies worden verbonden.

6.3 Overzicht aantal en hoogte vergoeding bij vertrek

Tabel 6.2 geeft een overzicht van het aantal verstrekte vergoeding in de onderzochte periode. Uit de tabel blijkt dat het aantal verstrekte vergoedingen min of meer gelijkmatig over de onderzochte periode is gespreid.

Tabel 6.2
Het aantal vergoedingen bij vertrek in de periode 2002-2006¹²¹

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Totaal |
|--------------------|------|------|------|------|------|--------|
| vertrekvergoeding | 20 | 16 | 16 | 12 | 15 | 79 |
| Overige vergoeding | 6 | 8 | 6 | 10 | 8 | 38 |
| Totaal | 26 | 24 | 22 | 22 | 23 | 117 |

Op basis van de gegevens in Tabel 6.3 omtrent de hoogte van de verstrekte vergoeding kan worden geconcludeerd dat er ten aanzien van de hoogte van de vergoeding niet sprake is van duidelijke tendenties. Wel kan op basis van de vergelijking tussen gemiddelde en mediaanwaarde worden geconcludeerd dat de verdeling van de verstrekte vergoeding in alle onderzochte jaren door uitbijters wordt gekarakteriseerd. Deze conclusie kan zowel voor de als zodanig benoemde vergoeding bij vertrek als voor de bij vertrek verstrekte overige vergoeding worden getrokken.

Tabel 6.3
De gemiddelde en de mediaan van de waarde van de vergoeding bij vertrek in de periode 2002-2006 (x € 1)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|-------------------------------|---------|-----------|---------|--------------------------|-----------|
| Vertrekvergoeding | 933.202 | 608.352 | 643.895 | 848.069 | 1.004.643 |
| mediaan | 645.000 | 218.568 | 521.923 | 728.500 | 750.000 |
| Gemiddelde overige vergoeding | 928.450 | 1.851.666 | 574.150 | 1.401.915 ¹²² | 1.048.667 |
| mediaan | 846.800 | 1.175.000 | 333.000 | 686.500 | 869.500 |

In de tabellen 6.4. en 6.5 is op basis van de verstrekte vergoeding geïnventariseerd in hoeverre vergoedingen globaal overeenkomen met 1x, 2x, meer dan 2x, of minder dan 1x een jaarsalaris voor de betreffende bestuurder. Vergelijken we de hoogte van de vergoeding bij vertrek met de hoogte van het jaarsalaris dan kan voor de 21 in de onderzochte periode vertrokken bestuursvoorzitters worden geconstateerd dat in meerderheid een vergoeding wordt uitgekeerd die uitstijgt boven 2x het jaarsalaris. Voor de overige vertrokken bestuurders ligt dit percentage wat lager (43,8%, zie respectievelijk tabel 6.4a en 6.4c). Voor wat betreft de overige vergoedingen is het beeld enigszins anders, 46,2% van de vertrekkende leden van de raad van bestuur krijgt een overige vergoeding die groter is dan 2005 van het jaarsalaris tegen 25% van de vertrekkende bestuursvoorzitters. Overigens dient bij al deze bevindingen te worden benadrukt dat

¹²¹ Inclusief de 6 bestuurders die zowel een vertrekvergoeding als een overige vergoeding ontvangen hebben

¹²² Uitbijter is in 2005 de verstrekte uitkering bij Versatel (8 miljoen euro) wegens *change of control*.

specifieke contingenties het trekken van algemene conclusies bemoeilijkt gegeven het betrekkelijk kleine aantal observaties en de relatieve scheve verdeling van de waarnemingen. Eenzelfde opmerking is eveneens relevant ten aanzien van tabel 6.5. De vraag bij deze tabel is geweest hoe de vergoedingen zich verhouden tot het jaarsalaris van de bestuurders in de onderzochte periode. Ook ten aanzien van deze tabel geldt dat ideosyncratische aspecten domineren en dat het onderzochte materiaal het niet goed mogelijk maakt algemene uitspraken te doen.

Tabel. 6.4a

De hoogte van de verstrekte vergoedingen aan vertrekkende bestuursvoorzitters als percentage van het jaarsalaris (frequentieverdeling)¹²³

| | |
|-------------|------------|
| < 100% | 2 (9,5%) |
| 100 – 200 % | 7 (33,3%) |
| > 200 % | 12 (57,2%) |
| Totaal | 21 |

Tabel. 6.4b.

De hoogte van de verstrekte overige vergoedingen aan vertrekkende bestuursvoorzitters als percentage van het jaarsalaris (frequentieverdeling)

| | |
|-------------|-----------|
| < 100% | 4 (33,3%) |
| 100 – 200 % | 5 (41,7%) |
| > 200 % | 3 (25%) |
| Totaal | 12 |

Tabel. 6.4c

De hoogte van de verstrekte vergoedingen aan vertrekkende RvB-leden, als percentage van het jaarsalaris (frequentieverdeling)

| | |
|-------------|------------|
| < 100% | 9 (15,8%) |
| 100 – 200 % | 23 (40,4%) |
| > 200 % | 25 (43,8%) |
| Totaal | 57 |

Tabel. 6.4d

De hoogte van de verstrekte overige vergoedingen aan vertrekkende RvB-leden, als percentage van het jaarsalaris bij vertrek (frequentieverdeling)

| | |
|-------------|------------|
| < 100% | 11 (42,3%) |
| 100 – 200 % | 3 (11,5%) |
| > 200 % | 12 (46,2%) |
| Totaal | 26 |

¹²³ Verder opsplitsing van de pensioen-subgroep heeft geen zin; er zijn 6 ontslagvergoedingen en 6 overige vergoedingen.

Tabel.6.5a
Het verloop van de frequentieverdeling van de vergoeding bij vertrek als percentage van het basissalaris in de onderzochte periode 2002-2006

| Hoogte | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Totaal |
|----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|
| <1 | 1 (5,3%) | 4 (25%) | 3 (18,75%) | 0 (0%) | 0 (0%) | 8 (10,3%) |
| 1 maal | 5 (26,3%) | 4 (25%) | 4 (25%) | 4 (33,3%) | 4 (26,7%) | 21 (26,9%) |
| 2 maal | 4 (21,0%) | 2 (12,5%) | 6 (37,5%) | 1 (8,3%) | 6 (40%) | 19 (24,4%) |
| > 2 maal | 9 (47,4%) | 6 (37,5%) | 3 (18,75%) | 7 (58,3%) | 5 (33,3%) | 30 (38,4%) |
| Totaal | 19 | 16 | 16 | 12 | 15 | 78 |

Tabel 6.5b.
Verhouding overige vergoeding tot jaarsalaris periode 2002-2006

| Hoogte | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Totaal |
|----------|-----------|---------|-----------|-----------|-----------|------------|
| <1 | 2 (33,3%) | 2 (25%) | 3 (50%) | 3 (27,3%) | 3 (42,9%) | 13 (34,2%) |
| 1 maal | 0 (0%) | 2 (25%) | 2 (33,3%) | 1 (9%) | 1 (14,3%) | 6 (15,8%) |
| 2 maal | 1 (16,7%) | 0 (0%) | 1 (16,7%) | 4 (36,4%) | 0 (0%) | 6 (15,8%) |
| > 2 maal | 3 (50%) | 4 (50%) | 0 (0%) | 3 (27,3%) | 3 (42,9%) | 13 (34,2%) |
| Totaal | 6 | 8 | 6 | 11 | 7 | 38 |

Samenvattend kan in de eerste plaats worden geconstateerd dat ruim de helft van de bestuurders bij vertrek een vergoeding ontvangt. In de tweede plaats kan worden geconstateerd dat de redengeving van de hoogte van dergelijke vergoeding in de jaarverslagen in bijna de helft van de onderzochte gevallen ontbreekt. Ten aanzien van de hoogte van de verstrekte vergoeding kan worden geconstateerd dat er in een aanzienlijk aantal van de onderzochte gevallen sprake is van een overschrijding van de norm die in de desbetreffende best practice bepaling van de Nederlandse corporate governance code wordt gehanteerd. Bij deze bevinding zijn twee belangrijke kanttekeningen relevant. In de eerste plaats, betreft de desbetreffende bepaling alleen de uitkering bij onvrijwillig vertrek, terwijl de door ons verzamelde gegevens betrekking hebben op alle vormen van vertrek. In de tweede plaats is dit resultaat min of meer in overeenstemming met de in de jaarverslagen gerapporteerde betrekkelijk geringe naleving van dit onderdeel van de code. Vennootschappen kunnen immers de code toepassen door uitleg te verschaffen omtrent het niet-naleven van de best practice bepalingen en maken ter zake van de ontslagvergoeding veelvuldig gebruik van deze optie.

7. Samenvatting en conclusies

In dit rapport wordt verslag gedaan van onderzoek door de Rijksuniversiteit Groningen en Towers Perrin naar de beloning van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen in de periode 2002-2006, en de relatie met de prestaties van de onderzochte ondernemingen. De bezoldiging van bestuurders is gedefinieerd als de verandering in de waarde van het vermogen van de bestuurder in het betreffende boekjaar, voor zover deze verandering is gerelateerd aan door de onderneming verstrekte betalingen of rechten op (derivaten van) aandelen in de vennootschap. De totale beloning valt uiteen in twee componenten: de verandering van de waarde van vermogenstitels die reeds in het begin van het boekjaar aan de bestuurder waren toegekend, al dan niet onder voorwaarden, en de in het boekjaar toegekende contante uitkeringen en vermogenstitels. Het onderzoek betreft nagenoeg alle AEX-, AMX- en AMSC-vennootschappen en een relevante selectie van lokale fondsen. De internationale vergelijking van bezoldigingselementen is gebaseerd op de gegevens van de 25 tot 50 belangrijkste fondsen van een relevante selectie van Europese landen en de Verenigde Staten. Bij de beantwoording van de onderzoeksvragen wordt de beloning van de voorzitter van de Raad van bestuur doorgaans onderscheiden van de bezoldiging van de overige leden en worden zowel de hoogte als ook de jaarlijkse verandering van de verschillende bezoldigingscomponenten aan de prestaties van de ondernemingen gerelateerd.

Theorie

Ten aanzien van de theoretische onderbouwing van de hoogte van de bestuurdersbeloning kan worden geconcludeerd dat marktfactoren maar in beperkte mate een verklaring bieden. Er is nauwelijks sprake van één marktprijs en er bestaan grote verschillen in de beloning van bestuurders die in vergelijkbare ondernemingen werkzaam zijn en op eenzelfde niveau presteren. Als gevolg van imperfecties kan sprake zijn van stijgende beloningen zonder noemenswaardige verschuivingen in vraag en aanbod. Indien in het onderhandelingsproces de macht bij de aanbodzijde (bestuurder) komt te liggen, kan dit resulteren in een situatie die lijkt op een bilateraal monopolie waarbij prijs nauwelijks een rol speelt. Voorsnog ontbreekt een eenduidige maatstaf op basis waarvan de uitkomst van het onderhandelingsproces met de kandidaatbestuurders kan worden beoordeeld.

Naast de beloningshoogte *ex ante*, bepaalt de structuur van het contract na het leveren van de vastgestelde prestaties de uiteindelijk uitbetaalde of beloningshoogte *ex post*. De dominante stroming ten aanzien van het ontwerpen van een optimaal contract is de principaal-agenttheorie. Deze theorie onderstreept slechts het belang van diverse afwegingen, bijvoorbeeld tussen toezicht en beloningsprikkels, vaste versus variabele beloning, over- versus onderinvestering, beïnvloedbaarheid versus doelrealisatie in de selectie van prestatie maatstaven, objectieve versus subjectieve prestatie maatstaven en expliciete versus impliciete prikkels (voortkomend uit de relatie, reputatie dan wel carrièreoverwegingen). In de bezoldigingspraktijk spelen ook andere aspecten die niet worden meegenomen in de theorie zoals meerdere agentschapsproblemen, meerdere principalen met (deels) tegengestelde motieven, sociale/psychologische factoren, aspecten van beperkte rationaliteit en verschillen in corporate governance, wetgeving,

fiscale en boekhoudkundige behandeling, cultuur etc. Veel van de theoretische modellen lijken slechts stukjes te bevatten van dezelfde grote puzzel. Voor de praktijk ligt de sleutel tot een beter begrip van bestuurdersbeloningen eerder bij het proces dan bij het resultaat. Daarbij is met name de bezoldigingscommissie een belangrijke kracht. Indien de samenstelling van deze commissie multidisciplinair is met specifieke kennis ter zake de onderneming en het beloningsdossier en er sprake is van een onafhankelijke positie ten opzichte van van het bestuur, dan is de commissie beter in staat de juiste afwegingen te maken

Praktijk Internationaal

Bezien we de Europese praktijk van bestuurdersbeloning dan kan worden gesteld dat het beeld in Europa fundamenteel afwijkt van het beeld in de Verenigde Staten. Nederland loopt op een groot aantal elementen in de pas met de Europese beloningspraktijk waar eigenlijk alleen Zweden een afwijkend patroon kent. Binnen Europa is de variabele beloning over de afgelopen 10 jaar toegenomen. Dit is in het algemeen niet ten koste gegaan van de vaste beloning, waardoor ook de totale directe beloning over de genoemde periode is gestegen, hetgeen overigens in lijn met de theorievorming inzake risicopremies. Alhoewel in relatieve zin Duitsland en Nederland het hoogst scoren op het collegiale model wordt de positie van de bestuursvoorzitter sterker. De verhouding vast-variabel is inmiddels ten faveure van de variabele beloning, met uitzondering van Zweden, dat bekend staat om de bescheiden variabele beloning. Ten aanzien van de structurering van de kortetermijnbeloning wordt een beperkt aantal financiële maatstaven gebruikt en doelstellingen die met name geënt zijn op het budget. Niet-financiële maatstaven komen bij de meerderheid van de ondernemingen voor en bepalen over het algemeen 20 tot 30 procent van de jaarlijkse bonus. Ten aanzien van de structurering van de langetermijnbeloning kan worden gesteld dat deze in diverse landen met name fiscaal is gedreven. De Nederlandse AEX-fondsen maken met name gebruik van relatieve aandeelhouderswaardecreatie ('relative Total Shareholder Return', TSR)

Praktijk Nederland

Meer in het bijzonder kan ten aanzien van het gebruik van prestatimaatstaven in het remuneratiebeleid door de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in de eerste plaats worden geconcludeerd dat sprake is van een toenemend aantal, veelal in combinatie gebruikte, prestatimaatstaven. Op zichzelf wordt ten gevolge hiervan de transparantie van de rapportage groter. Anderzijds is de formulering van de prestatimaatstaven soms betrekkelijk algemeen – al dan niet met een beroep op concurrentiegevoeligheid van informatie – hetgeen het informatiegehalte niet altijd ten goede komt. In de tweede plaats ligt het zwaartepunt bij financiële prestatimaatstaven, zowel voor wat betreft de korte- als de lange termijn. Daarbij zijn de kortetermijnprestatimaatstaven meer gericht op de prestaties van de vennootschap (en bestuurders) in absolute zin en de langetermijnprestatimaatstaven meer gericht op de prestaties van de vennootschap ten opzichte van vergelijkbare vennootschappen en overwegend gerelateerd aan de creatie van aandeelhouderswaarde. De keuze van kortetermijnprestatimaatstaven lijkt meer georiënteerd te zijn op de dimensie

beïnvloedbaarheid, terwijl bij de keuze van de lange-termijn prestatimaatstaven de dimensie doelrealisatie lijkt voorop te staan. Tenslotte, de kwalitatieve prestatimaatstaven zijn meer gericht op de specifieke (strategische) activiteiten van bestuurders.

Voor het onderzoek naar de feitelijke bezoldiging zijn gegevens verzameld van 107 Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen over een periode van vijf jaren. In totaal is van 1.695 bestuurders de bezoldiging geïnventariseerd (gemiddeld 339 per jaar). Er kan worden geconcludeerd dat over de periode 2002-2006 de totale beloning van bestuurders is gestegen. Daarbij is omvang van de onderneming onderscheidend, zowel voor wat betreft het niveau als de groei van de bezoldiging van de bestuurders. Voor alle ondernemingen is deze groei beduidend hoger dan het geannualiseerde groeipercentage van de inkomensontwikkeling van de gemiddelde Nederlander in de gekozen referentiegroep. Het gemiddelde salaris van de mannelijke Nederlandse werknemer tussen de 55 en 65 jaar steeg in deze periode met 1,4 procent per jaar, terwijl het laagste geannualiseerde groeipercentage van de bezoldiging van de bestuurders 8,9 procent bedroeg. Deze ontwikkeling in Nederland is overigens in overeenstemming met ontwikkeling in andere Europese landen. Het blijkt dat tussen fondsen van verschillende omvang beloningsverschillen bestaan die – als gevolg van de uiteenlopende groeicijfers – verder kunnen groeien. Niet alleen is het beloningsniveau in grotere fondsen hoger, maar ook groeit de beloning in deze fondsen sneller. In lijn met de internationale ontwikkeling is ook in Nederland het inkomen van bestuursvoorzitters sneller gestegen dan het inkomen van de overige bestuurders van de beursgenoteerde vennootschappen. Hoewel de steekproefperiode voor deze conclusie wellicht te kort is, suggereert deze bevinding dat ook het inkomensverschil tussen bestuursvoorzitters en overige bestuurders groeit. Deze groei wordt gedreven door beloningsverschillen in zowel de contante componenten van de beloning (basissalaris, jaarbonus en overige/eenmalige uitkeringen), als de optie- en aandelenplannen die in de loop van de steekproefperiode belangrijker werden.

Relatie tussen beloning en ondernemingsprestaties

Het onderzoek naar de relatie tussen bestuurdersbeloning en ondernemingsprestaties kent een aantal belangrijke beperkingen:

- De variëteit in het aantal gebruikte prestatimaatstaven is groot. Dit onderzoek betreft vier van deze gerapporteerde prestatimaatstaven;
- Dit onderzoek naar de vier afzonderlijke maatstaven erkent de realiteit van combinaties van verschillende prestatimaatstaven in één beloningspakket niet;
- Er bestaat een discussie of prestaties invloed hebben op beloning, of dat beloning invloed heeft op prestaties. Dit onderzoek betreft de eerste relatie. Het bestaan van de omgekeerde relatie kan op basis van dit onderzoek niet uitgesloten worden;
- Het is niet duidelijk hoeveel tijd tussen prestatie en beloning genomen dient te worden. In dit onderzoek wordt zowel voor gelijktijdige effecten als voor effecten van prestaties op beloning in het navolgende jaar bewijs gevonden. Voor de onderzochte steekproef als geheel is de exacte vertraguingsstructuur niet eenduidig vast te stellen.

Om de onder de eerste twee punten genoemde beperkingen te mitigeren is in het onderzoek de relatie tussen ondernemingsprestaties en totale beloning geanalyseerd, evenals de relatie tussen ondernemingsprestaties en beloningscomponenten. Voor wat betreft de relatie tussen bezoldiging en ondernemingsprestatie is door middel van meervoudige regressie gezocht naar de significante relaties met de volgende prestatie maatstaven:

- Omzet (net sales);
- Winst, gemeten als operating income gedeeld door totale activa;
- Winst per aandeel; en
- Aandeelhouderswaardecreatie (TSR). Aandeelhouderswaardecreatie is gelijk aan de koerswinst plus het dividend verkregen gedurende een jaar gedeeld door de koers aan het begin van het jaar.

Als controlevariabele is het aantal werknemers meegenomen. Voor de overige verschillen tussen ondernemingen is één dummyvariabele per bestuurder toegevoegd. Ter zake de relatie met deze prestatie maatstaven kan samenvattend worden gesteld dat het vaste salaris in het algemeen ongerelateerd is aan de prestatie maatstaven en dat de bonus de onmiddellijke prestatie lijkt te volgen. Eenmalige uitkeringen lijken voornamelijk gebruikt te worden in geval van een lagere omzet indien op de overige prestatie maatstaven goed wordt gescoord. Het is dan ook niet verrassend dat de totale contante beloning aan omzet gerelateerd is: het vaste salaris is niet gevoelig voor de omzet, de bonus neemt toe met de omzet en in geval van een afnemende omzet worden in enkele gevallen overige of eenmalige uitkeringen gedaan.

Voor de langetermijnplannen geldt dat de toekenning sterk gerelateerd is aan (relatieve) aandeelhouderswaardecreatie voor zowel optie- als aandelenplannen. De waardeverandering van deze beloningscomponenten is niet zonder meer verklaard uit de geselecteerde prestatie maatstaven al is dat gedeeltelijk ook vanwege problemen in de beschikbaarheid van de data. Op het niveau van de totale beloning is naast omzet ook (relatieve) TSR van belang. Winst en winst per aandeel lijken slechts in enkele gevallen significante bijdragen te leveren aan de verklaring van de hoogte en verandering van de beloning. Bovenstaande bevindingen dienen geïnterpreteerd te worden tegen de achtergrond van de methodologische onmogelijkheid de vertrappingsstructuur en causaliteit eenduidig vast te stellen. Het is verstandig de resultaten als tentatief te bestempelen en de statistisch significante relaties als partiële correlaties te beschouwen.

Vertrekregelingen

Ten aanzien van verstrekte vergoedingen bij vertrek is international gezien geen uniform beeld vast te stellen. De hoogte van de vergoeding hangt af van individuele situaties / contractbepalingen en wordt beïnvloed door de corporate governance omgeving. Er zijn belangrijke verschillen in de praktijk per land. Voor Nederland kan in de eerste plaats worden geconstateerd dat ruim de helft van de bestuurders bij vertrek een vergoeding ontvangt. In de tweede plaats kan worden opgemerkt dat de redengeving van de hoogte van dergelijke vergoeding in de jaarverslagen in bijna de helft van de onderzochte gevallen ontbreekt. Ten aanzien van de hoogte van de verstrekte vergoeding geldt dat er in een aanzienlijk aantal van de onderzochte gevallen sprake is van een overschrijding

van de norm die in de desbetreffende best practice bepaling van de Nederlandse corporate governance code wordt gehanteerd. Bij deze bevinding zijn twee belangrijke kanttekeningen relevant. In de eerste plaats, betreft de desbetreffende bepaling alleen de uitkering bij onvrijwillig vertrek, terwijl de door ons verzamelde gegevens betrekking hebben op alle vormen van vertrek. In de tweede plaats is dit resultaat min of meer in overeenstemming met de in de jaarverslagen gerapporteerde betrekkelijk geringe naleving van dit onderdeel van de code. Vennootschappen kunnen immers de code toepassen door uitleg te verschaffen omtrent het niet-naleven van de best practice bepalingen en maken ter zake van de ontslagvergoeding veelvuldig gebruik van deze optie.

Bijlage A Referenties

Acharya, V. & John, K. & Sundaram, R. (2000) On the Optimality of Resetting Executive Stock Options, *Journal of Financial Economics* 57, 65-101.

Aghion, P. & Bolton, P. (1992), An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting, *The Review of Economic Studies* 59, 473-494.

Akerlof, G. (1970), The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 89, 488-500.

Baker (2002), Distortion and Risk in Optimal Incentive Contracts, *The Journal of Human Resources* 37, 728-751.

Baker G.P. (2002), Distortion and Risk in Optimal Incentive Contracts, *The Journal of Human Resources* 37, 728-751.

Baker, G. (1992), Incentive Contracts and Performance Measurement, *Journal of Political Economy* 100, 598-614.

Baker, G.P. & Gibbons, R. and Murphy, K.J. (1994), Subjective Performance Measures in Optimal Incentive Contracts, *The Quarterly Journal of Economics* 109, 1125-1156.

Bebchuk, L. & Grinstein, Y. (2005), The Growth of Executive Pay, *Harvard Discussion Paper* no. 510.

Bebchuk, L.A. & Fried, J.M. (2004), Pay Without Performance, the Unfulfilled Promise of Executive Compensation, *Harvard University Press*, 1-278.

Bebchuk, L.A. and Fried, J.M. (2003), Executive Compensation as an Agency Problem, *Journal of Economic Perspectives* 17, 71-92.

Bebchuk, L.A. and Fried, J.M. (2004), Pay without performance, the unfulfilled promise of executive compensation, *Harvard University Press*, 1-278.

Bebchuk, L.A. and Fried, J.M. and Walker, D.I. (2002), Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, *University of Chicago Law Review* 69, 751-846.

Becker, B. (2006), Wealth and Executive Compensation, *The Journal of Finance* Vol LXI, 379-397.

Becker, G. (1962), Investment in Human Capital: A theoretical analysis, *Journal of Political Economy* 70, 9-49.

- Bergstresser, D & Philippon, T (2006), CEO Incentives and Earnings Management, *Journal of Financial Economics* 80, 511-529 (page 528).
- Berle, A.A. and Means, G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan.
- Black, F. (1980), Noise, *The Journal of Finance* *XLI* (3), 529-543.
- Bolton, P. & Dewatripont, M. (2005), *Contract theory*, MIT Press, 1-688.
- Bolton, P. & Scheinkman, J. & Xiong, W. (2006), Executive Compensation and Short-Termist Behaviour in Speculative Markets, *The Review of Economic Studies* 73, 577-610.
- Brickley, J.A. & Linck, J.S. & Coles, J.L. (1999), What Happens to CEOs After they Retire? New Evidence on Career Concerns, Horizon Problems and CEO Incentives, *Journal of Financial Economics* 52, 341-377.
- Bryan, S. & Nash, R. & Patel, A. (2006), Can the Agency Costs of Debt and Equity Explain the Changes in Executive Compensation during the 1990s?, *Journal of Corporate Finance* 12, 516-535.
- Cheffins, B.R. & Thomas, R.S. (2005), The Globalization (Americanization?) of Executive Pay, *Berkeley Working Paper*
- Coles, J.L. & Hertz, M. & Kalpathy, S. (2006), Earnings Management Around Employee Stock Option Reissues, *Journal of Accounting and Economics* 41, 173-200.
- Conyon, M. (2006), Executive Compensation and Incentives, *Academy of Management Perspectives* Feb., 25-44.
- Conyon, M.J. & Murphy, K.J. (2000), The Prince and the Pauper? CEO pay in the United States and the United Kingdom, *The Economic Journal* 110, 640-671.
- Cools, K. (2005), Controle is goed, vertrouwen nog beter, Koninklijke van Gorcum, 1-151.
- Cools, K. & Van Praag, M. (2003), De essentie van prestatie maatstaven, *Economische Statistische Berichten* 4403, 220-224.
- Cullinan, C.P. & Du, H. & Wright, G.B. (2006), A Test of the Loan Prohibition of the Sarbanes-Oxley Act : Are Firms that grant loans to executives more likely to misstate their financial results?, *Journal of Accounting and Public Policy* 25, 485-497.
- Cyert, R.M. & March, J.G. (1963/1992), *A Behavioral Theory of the Firm* (2ed), Oxford Blackwell Publishers.

- Davis, J.H. & Schoorman, F.D. & Donaldson, L. (1997a), Toward a Stewardship Theory of Management, *The Academy of Management Review* 22, 20-47.
- Davis, J.H. & Schoorman, F.D. & Donaldson, L. (1997b), Davis, Schoorman and Donaldson Reply: The Distinctiveness of Agency Theory and Stewardship Theory, *The Academy of Management Review* 22, 611-613.
- Denis, D.J. & Hanouna, P. & Sarin, A. (2006), Is there a Dark Side to Executive Compensation?, *Journal of Corporate Finance* 12, 467-488.
- Dewatripont, Jewitt & Tirole (1999), The Economics of Career Concerns part I & II, *Review of Economic Studies* 66, 183-199.
- Duffhues, P.J.W. (2000), Financieringsaspecten van personeelsopties, in het bijzonder met betrekking tot 'human capital' intensieve ondernemingen, 1-23.
- Duffhues, P.J.W. & Jobsen, M.A. (2007), Structuur arbeidsmarkt voor topbestuurders, *ESB* 92, 9 februari, 90-92.
- Duffhues, P.J.W. & Jobsen, M.A. (2006), Imperfecties op de arbeidsmarkt voor topbestuurders, *ESB* 91, 3 november, 552-555.
- Duffhues, P.J.W. & Kabir, M.R. (te verschijnen), Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands, *Journal of Multinational Financial Management*.
- Efendi, J. & Srivastava, A. & Swanson, E.P. (2004), Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements? The Role of Option Compensation, Corporate Governance and Other Factors, *Texas A&M University Working Paper, SSRN Library 547922*.
- Engesaeth, E.J.P. (2007), Invisible and Visible Hands in the CEO Labour Market, *Tilburg University Finance Department Working Paper*.
- Engesaeth, E.J.P. & Selker, C.A.S. (2007), The Paradox between Corporate Governance Objectives and Codes: a Tale on Executive Compensation, *Financier Worldwide* May 2007.
- Engesaeth, E.J.P. & Spaans, M.R. (2007), Strijd om Topbestuurder – Risico versus Rendement, *Chief Financial Officer Magazine* juli-augustus 2007.
- Eumedion (2006), Aanbevelingen betreffende bestuurdersbezoldiging (25 oktober 2006).
- Fama, E. (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy* 88, 288-307.

- Feltham, G.A. & Xie, J. (1994), Performance Measures Congruity and Diversity in Multi-Task Principal/Agent Relations, *The Accounting Review* 69, 429-453.
- Fernandes, N. (2006), *Board Compensation and Firm Performance: The Role of Independent Board Members*, Working paper, Catholic University of Portugal.
- Gibbons, R. and Murphy, K. (1992), Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence, *The Journal of Political Economy* 100, 468-505.
- Gillan, S.L. (2006), Recent Developments in Corporate Governance: An Overview, *Journal of Corporate Finance* 12, 381-402.
- Gomez-Meija, L. & Wiseman, R.M. (1997), Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook, *Journal of Management* 23, 291-374.
- Graham, C. (2005), The Economics of Happiness, *World Economics* 6, 41-55.
- Grossman, S. & Hart, O. (1986), The Costs and Benefits of Ownership: A theory of Vertical and Lateral Ownership, *Journal of Political Economy* 94, 691-719.
- Grossman, S. & Stiglitz J.E. (1980), On The Impossibility of Informationally Efficient Markets, *The American Economic Review* 70, 393-408.
- Haanen, R. & Maas, V. & Triest, S. (2006), Relatieve Prestatiemeting bij AEX-fondsen, *MAB Vol 80 nr 6*, 494-502.
- Haid, A. & Yurtoglu, B. (2006), *The Impact of Ownership Structure on Executive Compensation in Germany*, Working paper, German Institute for Economic Research.
- Hall, B. & Liebman, J. (1998), Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics* 113, 653-691.
- Hallock, K.F. & Oyer, P. (1999), The Timeliness of Performance Information in Determining Executive Compensation, *Journal of Corporate Finance* 5, 303-321.
- Hart, O. & Moore, J. (1990), Property Rights and the Nature of the Firm, *Journal of Political Economy* 98, 1119-1158.
- Hicks, J.R. (1966), The Theory of Wages 2d ed., *New York St. Martin's Press* 241-247.
- Himmelberg, C.P. & Hubbard, R.G. (2000), Incentive pay and the market for CEOs: an Analysis of Pay for Performance Sensitivity, *University of Colombia Working Paper*.
- Holmström B. & Milgrom, P. (1987), Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives, *Econometrica* 55, 303-328.

- Holmström, B. (1982a), Moral Hazard in Teams, *Bell Journal of Economics* 13, 324-240.
- Holmström, B. (1982b), Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective, originally printed in *Essays in Economics and Management in Honor of Lars Wahlbeck* (Helsinki: Swedish School of Economics) and reprinted in *The Review of Economic Studies* 66, 169-182 (1999).
- Holmstrom, B. & Milgrom, P. (1991), Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership and Job Design, *Journal of Law, Economics and Organization* 7, 24-52.
- Holmström, B. (1979), Moral Hazard and Observability, *Bell Journal of Economics* 10, 74-91.
- Holthausen, R.W. & Larcker, D.F. & Sloan, R.G. (1995), Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings, *Journal of Accounting & Economics* 19, 29-74.
- Jacobsen J.P. & Skillman, G.L. (2004), Labor markets and employment relationships; a comprehensive approach, *Blackwell Publishing*
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1994), The Nature of Man, *Journal of Applied Corporate Finance* 7, 4-19.
- Jensen, M.C. & Murphy, W.H. (1990a) Performance Pay and Top-Management Incentives, *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, 225-264
- Jensen, M.C. & Murphy, W.H. (1990b) CEO Incentives - it is not How Much you Pay but How, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 3, 36-49
- Jensen, M.C. & Murphy, W.H. (2004), Remuneration: where have we been, how we got here, what are the problems, and how to fix them, *ECGI Working Paper Series in Finance* 44/2004
- Jensen, M.C. (1986), Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M.C. (2001), Value Maximisation Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *European Financial Management* 7, 297-317.
- Jensen, M.C. (2003), Paying People to Lie: the Truth about the Budgeting Process, *European Financial Management* 9, 379-406.

Jensen, M.C. (2004), The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance, *European Financial Management* 10, 549-565 + Lecture at Amsterdam Centre for Corporate Finance, September 2004.

Jensen, M.C. (2005), Agency Costs of Overvalued Equity, *Financial Management* Spring 2005, 1-21. + Lecture at Amsterdam Centre for Corporate Finance, September 2004.

Kahn, R. (2007), Onze Hersenen – over de smalle grens tussen normaal en abnormaal, *Balans*, 1-291.

Khurana (2002a), Market Triads: A Theoretical and Empirical Analysis of Market Intermediation, *Journal for the Theory of Social Behaviour* 32, 240-262.

Khurana (2002b), Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs, *Princeton University Press*.

Layard, R. (2005), Happiness: Lessons from a New Science, New York Penguin Press

Lazear, E.P. & Rosen, S. (1981), Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts, *Journal of Political Economy* 88, 841-864.

Lazear, E.P. (1989), Pay Equality and Industrial Politics, *The Journal of Political Economy* 97, 561-580.

Marshall, A. (1923), Principles of Economics, 8th ed *London Macmillan*, 518-538.

McConvill, J. (2005), Positive Corporate Governance and its Implications for Executive Compensation, *German Law Journal* 6, 1777-1804.

Mincer (1970), The Distribution of Labor Incomes: A Survey with Special Reference to the Human Capital Approach, *Journal of Economic Literature* 8, 1-26.

Murphy, K. & Zábojník, J. (2004), CEO pay and Appointments: A market-based explanation for recent trends.

Murphy, K. (1999), Executive Compensation in *Handbook of Labor Economics*, edited by Olrey Aschenfelter and David Card Vol 3, bk 2. New York.

Murphy, K. (2002), Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus Perceived Cost of Stock Options, *The University of Chicago Law Review* 69, 847-869.

Otten, J.A. (2007), Origins of Executive Pay & Corporate Governance Reform Codes, PhD research *University of Utrecht*, 1-243.

Pilv, P. & Gelpke, E. (2005), Beloningsbeleid voor Bestuurders in Nederland, *Goed Bestuur* 2005-2, 24-30.

- Porter, M.E. (2007), Michael Porter over Strategie, Presentation Slides, Seminar 25 januari 2007 *Nyenrode Business Universiteit*
- Prendergast, C. (1999), The Provision of Incentives in Firms, *Journal of Economic Literature* 37, 7-63.
- Renneboog, L. (2005), Does Corporate Governance Matter?, *Background Paper to the Inaugural Lecture 9/12/2005*, Tilburg University.
- Rosen S. (1981), The Economics of Superstars, *American Economic Review* 71, 845-858.
- Rosen, S. (1986), Prizes and incentives in Elimination Tournaments, *American Economic Review* 76, 701-715.
- Rosen, S. (1992), Contracts and the Market for Executives, in *Contract Economics* Lars Werin and Hans Wijkander, eds Cambridge: MA Blackwell, 181-211.
- Ryan, H.E. & Wiggins, R.A. (2001), The Influence of Firm- and Manager- Specific Characteristics on the Structure of Executive Compensation, *Journal of Corporate Finance* 7, 101-123.
- Salanié, B. (1997), *The Economics of Contracts*, The MIT Press, 1-223.
- Schultz, T.W. (1960), Capital Formation by Education, *Journal of Political Economy* 68, 571-583.
- Sanders, W.G. & Hambrick, D.C. (2007), Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk taking and performance, *Academy of Management Journal*, 50: 1055-1078.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997), A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 52, 737-775.
- Smith, A. (1776) *An inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, *New York Modern Library* (1937).
- Smith, A. (1790), *The Theory of Moral Sentiments*, A Millar London,
<http://www.econlib.org/library/Smith/smWN1.html>
- Stovall, O.S. & Neill, J.D. & Perkins, D. (2004), Corporate Governance, Internal Decision Making, and the Invisible Hand, *Journal of Business Ethics* 51, 221-227.
- Stulz, R.M. (1990), Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.

Tabaksblat, M., Abma, R., Knubben, M., Beuningen, F. van, Glasz, J., Izeboud, G., Kalff, J., Koning, P. de, Möller, G., Pieterse, R., de Vries, P., Westerlaken, A., Winter, J., (2003), 'De Nederlandse Corporate Governance Code', Website Corporate Governance Committee (<http://www.corpgov.nl>), issued December 9.

Tosi, H.L. & Greckhamer, T. (2004), Culture and CEO Compensation, *Organization Science* 15, 657-670.

Towers Perrin (2005/2006), Managing Global Pay and Benefits; Worldwide Total Remuneration Survey

Van Praag, M. (2006), Prestatiebeloning aan de Top, *Economische Statistische Berichten*, 71.

Walker, K.B. & Johnson, E.N. (1999), The Effect of Budget-Based Incentive Compensation Scheme on the Budgeting Behavior of Managers and Subordinates, *Journal of Management Accounting Research* 11, 1-28.

Watson, D.S. & Holman, M.A. (1977), Price Theory and its Uses, *Houghton Mifflin Company Boston*, 1-445.

Bijlage B: Indeling van fondsen naar clusters

| Cluster 1: Grote AEX fondsen | | |
|--------------------------------|--------------------|---------------------|
| ABN AMRO | ING GROEP | PHILIPS |
| AHOLD | MITTAL STEEL | UNILEVER |
| FORTIS | | |
| Cluster 2: Overige AEX fondsen | | |
| AEGON | HAGEMEYER | REED ELSEVIER |
| AKZO NOBEL | HEINEKEN | SBM OFFSHORE |
| ASM LIT. | KPN | TNT |
| BUHRMAN | NUMICO | VNU |
| DSM | RANDSTAD | WOLTERS KLUWER |
| GETRONICS | | |
| Cluster 3: Midkap fondsen | | |
| AALBERTS IND. | IMTECH | UNIVAR |
| ASMI | LAURUS | USG PEOPLE |
| BAM GROEP | NUTRECO | VAN DER MOOLEN |
| BOSKALIS | OCE | VASTNED RETAIL |
| CORIO | ORDINA | VEDIOR |
| CRUCCELL | PHARMING | VERSATEL TELECOM |
| CSM | RODAMCO EUROPE | VOPAK |
| DRAKA | STORK | WERELDHAVE |
| FUGRO | UNIT 4 AGRESSO | WESSANEN |
| HEIJMANS | | |
| Cluster 4: Lokale fondsen | | |
| ACCELL GROUP | EXACT HOLDING | NYLOPLAST |
| ACOMO | EXENDIS | OPG GROEP |
| AFC AJAX | FORNIX | PORCELYNE FLES |
| AIRSPRAY | GAMMA HOLDING | REESINK |
| ALANHERI CERT | GOUDA VUURVAST | ROOD TESTHOUSE INT |
| ARCADIS | GROLSCH | ROTO SMEETS DE BOER |
| ATHLON HOLDING | GRONTMIJ | SAMAS-GROEP CERT |
| BALLAST NEDAM | HES BEHEER | SCHUISTEMA |
| BATENBURG BEHEER | HITT | SEAGULL HOLDING |
| BESI | HOLLAND COLOURS | SIMAC TECHNIEK |
| BETER BED HOLDING | ICT AUTOM. | SLIGRO FOOD GROUP |
| BEVER HOLDING | INNOCONCEPTS | SMIT INTERNATIONALE |
| BLUE FOX | KAS BANK | STERN GROEP |
| BRILL CERT | KENDRION | TELEGRAAF |
| DNC | MACINTOSH | TIE HOLDING |
| DOCDATA | MAGNUS | TULIP COMPUTERS |
| DPA FLEX GROUP | NEDAP | VAN LANSCHOT |
| ECONOSTO | NEDSCHROEF | WEGENER |
| ERIKS GROUP CERT | NEWAYS ELECTRONICS | |

-July 2007-

| |
|---|
| Pay for performance in Europe and United States – Research Monitoring Committee Corporate Governance the Netherlands |
|---|

Background information

From a finance perspective, corporate governance deals with the question how suppliers of capital to the organisation get a return on this capital. Corporate governance regulatory bodies are particularly interested in the topic of pay for performance and the specific design of compensation contracts as it should rationalise pay-outs to top executives. Currently Towers Perrin Amsterdam (Camiel Selker and Eric Engesaeth) is undertaking an important research project together with the University of Groningen for the Monitoring Committee Corporate Governance in the Netherlands. This successor to the Tabaksblat Committee governs compliance with the Dutch Corporate Governance Code and issues recommendations for all listed firms in the Netherlands (linked to the Dutch government). The research will be posted on the website of the Monitoring Committee Corporate Governance.

Part of this research is an international comparison regarding the design of compensation contracts within a number of large European countries as well as the United States. Since we received only positive responses to our e-mail of May 24, 2007 we now kindly ask you to fill in the questionnaire below. As mentioned in our e-mail, unfortunately there is no time code for this work. However, we will be completely transparent regarding the answers and share the completed questionnaires with all participating countries (so you can use this information in your own market place if a relevant situation would arise).

Sample

To get a consistent data-sample with the largest listed companies in your country please could you provide answers to the questions below for the board of management or top 5 executives based on the companies in the most important stock index in your country (top 25 to 50 largest companies in your country¹²⁴). Please use the same dataset for answering all questions. Please could you base the analysis on the year 2006?

Time commitment + deadline responses

We expect that an experienced consultant can answer the questions within 30 minutes, based on an associate gathering the relevant data upfront (probably a combination of Topexec data as well as publicly available data). Please could you provide us with the answers to the questions below in this format by August 6, 2007? Thank you very much in advance!

Nature of questions

Only aggregate data is requested. The questions are divided into section A until C, where:

- A: general questions regarding used reference group, governance of your country aggregate information on remuneration mix etc.
- B: design short-term incentive plan
- C: design long-term incentive plan
- D: Severance payments and Change in Control

¹²⁴ For the United States this group will be arguably larger (e.g. top 100 companies).

A) General questions

Question 1

Please provide the list of companies which the analysis is based on (providing the list of names is enough information, we will make sure scope figures are added to the list).

Question 2: Context in which remuneration decisions are made:

- Most prevalent board model: one tier or two tier?
- How many of the companies in the research group have a separate committee which deals with the remuneration of the management board / top executives (such as a remuneration committee)? Please fill in the table below:

| Prevalence of separate Committee | Percentage of total sample |
|--|----------------------------|
| There is a separate Remuneration (& nomination) committee | % |
| There is no separate committee which deals with remuneration related issues for the executive board / top executives | % |
| Total | 100% |

- Which type of tax constraints are applicable (examples: in the United States base salary is “capped” at a million dollar, in the Netherlands equity settled long-term incentives are no longer corporate tax deductible). Please fill in the table below:

| | Applicable? | | Applies to? | | Brief explanation / background |
|--|-------------|----|-------------|------------|--------------------------------|
| | yes | no | Corporation | Individual | |
| Specific tax constraints related to base salary? | | | | | |
| Specific tax constraint related to bonus plans? | | | | | |
| Specific tax constraint related long-term incentive plans? | | | | | |
| Tax favoured stock option plan? | | | | | |
| Tax favoured share plan? | | | | | |

- How important are tax considerations in the design of the remuneration package based on your consulting estimate (scale from 1 to 5 on the direct compensation elements). Please fill in the table below:

| | 1- Significantly important | 2 | 3 - Important | 4 | 5 - Not important |
|-------------------------|----------------------------------|---|---------------|---|----------------------|
| Base salary | | | | | |
| Short-term incentive | | | | | |
| Long-term incentive | | | | | |

Question 3: defining (expected / ex ante) pay levels

- How are total direct compensation levels (and mix) typically set (expected compensation)?

| | Tick box which is most applicable or provide relevant description |
|--|---|
| External reference (labour market peer group) | |
| Internal reference (internal equity considerations or tournament incentives) | |
| Negotiation (i.e. based on bargaining power) | |
| Combination of elements above (please indicate specific combination) | |
| Other (please indicate) | |

- For the companies using an external reference group, please answer the questions below:

| | Please provide requested information |
|---|---|
| Provide typical range of number of companies in the reference group (lower towards upper quartile) | ...to... |
| Companies using cross industry versus companies using industry specific group (please provide percentages, if a combination applies please also provide figures for this combined approach) | ...% cross industry versus ...% industry specific |
| Companies using a national versus international group (please provide percentages) | ...% national versus ...% international group |
| Pay is typically referenced at lower quartile, median, upper quartile (or in between, please indicate?) | |

Question 4

When dividing total direct compensation in base salary, annual bonus and long-term incentive, what is the lower quartile, median and upper quartile target and maximum bonus and the expected value of long-term incentive as a percentage of base salary? Please fill in the tables below for the CEO position and executives on board level:

| CEO | Target bonus | Maximum bonus | Annual long-term incentive expected value |
|----------------|---------------------|----------------------|--|
| Lower quartile | % | % | % |
| Median | % | % | % |
| Upper quartile | % | % | % |

| Other Executive Board Members | Target bonus | Maximum bonus | Annual long-term incentive expected value |
|--------------------------------------|---------------------|----------------------|--|
| Lower quartile | % | % | % |
| Median | % | % | % |
| Upper quartile | % | % | % |

B) Design short-term incentive plan

Question 1

How does the short-term incentive pay out? Please fill in the table below¹²⁵:

| Type of pay-out under the annual bonus plan | Percentage of total sample |
|---|----------------------------|
| Cash | % |
| Shares | % |
| Combination of cash and shares | % |
| Other | % |
| Total | 100% |

Question 2

Number of financial performance measures. Please fill in the table below:

| Number of measures governing pay-out | Percentage of total sample |
|--------------------------------------|----------------------------|
| One | % |
| Two | % |
| Three | % |
| Four | % |
| More than four | % |
| Total | 100% |

Question 3

Type of performance measures. Please fill in the table below:

| Type of measures | Percentage of total sample |
|-----------------------------------|---|
| Sales / revenue | % |
| Operating profit / EBIT(DA) | % |
| Net profit | % |
| Earnings per share (EPS) | % |
| Cash flow | % |
| Economic profit | % |
| Return on equity (ROE) | % |
| Return on invested capital (ROIC) | % |
| Absolute Total Shareholder Return | % |
| Relative Total Shareholder Return | % |
| Other, i.e.:..... | % |
| Total | 100% can be exceeded due to use of multiple measures |

¹²⁵ Bonus conversion plans not to be included.

Question 4

Target setting financial measures. Please fill in the table below:

| Target setting approach | Percentage of total sample |
|---|----------------------------|
| Budget | % |
| Year on year growth | % |
| Management expectations (often higher than conservative budget) | % |
| Relative to peer group | % |
| Timeless standard | % |
| Total | 100% |

Question 5

Use of non-financial targets including personal targets. Please fill in the table below:

| Non financial measures | Percentage of relevant sample |
|---|-------------------------------|
| Of the companies that use non-financial targets which % of the target bonus is typically related to these targets? | % |
| How many companies use non financial targets? | % |
| Of the companies that use non-financial targets how many companies use personal non-financial targets (versus company non financial such as client satisfaction)? | % |

C) Design long-term incentive plan

Question 1

Delivery vehicle. Please fill in the table below:

| Type of vehicle | Percentage of total sample | |
|--|----------------------------|----------------|
| Cash | % | |
| (phantom)Options | % | |
| (phantom) Shares | % | |
| Combination of options and shares (please also provide typical ratio between options and shares) | % | Typical ratio: |
| Other, i.e.:..... | % | |
| Total | 100% | |

Question 2

Settlement of equity based vehicles. Please fill in the table below:

| Settlement | Percentage of total sample |
|--------------|----------------------------|
| Cash | % |
| Equity | % |
| Total | 100% |

Question 3

Use of quantitative (typically financial) performance conditions to grant / vesting of long-term incentive. Please fill in the table below:

| Performance conditions | Percentage of total sample |
|--|----------------------------|
| At grant | % |
| At vesting | % |
| No (quantitative) performance conditions | % |
| Total | 100% |

Question 4

Number of financial performance measures. Please fill in the table below:

| Number of measures governing pay-out | Percentage of total sample |
|--------------------------------------|----------------------------|
| One | % |
| Two | % |
| Three | % |
| Four | % |
| More than four | % |
| Total | 100% |

Question 5

Type of performance measures. Please fill in the table below:

| Type of measures | Percentage of total sample |
|-----------------------------------|---|
| Sales / revenue | % |
| Operating profit / EBIT(DA) | % |
| Net profit | % |
| Earnings per share (EPS) | % |
| Cash flow | % |
| Economic profit | % |
| Return on equity (ROE) | % |
| Return on invested capital (ROIC) | % |
| Absolute Total Shareholder Return | % |
| Relative Total Shareholder Return | % |
| Other, i.e.:..... | % |
| Total | 100% can be exceeded due to use of multiple measures |

Question 6

Target setting financial measures. Please fill in the table below:

| Target setting approach | Percentage of total sample |
|---|----------------------------|
| Budget | % |
| Year on year growth | % |
| Management expectations (often higher than conservative budget) | % |
| Relative to peer group | % |
| Timeless standard | % |
| Total | 100% |

If other please specify:.....

Question 7

Is share ownership stimulated in your country (other than by individual companies at their own instigation? How is this stimulated? (i.e. guideline to own X% of base salary in shares, holding requirements etc.). Please fill in the table below:

| | yes / no | Explanation (refer to guideline / best practice provision and the way ownership is stimulated) |
|--|----------|--|
| Through (national) corporate governance code | | |
| Through institutional investor platform | | |
| Other? | | |

D) Severance payments and Change in Control

Question 1

Severance payments are defined as payments in case of involuntary termination of employment without cause, in other words termination as “good leaver”. Please fill in the table below for severance payments other than in case of a Change in Control situation:

| | Severance payments typically include: (tick box which is most applicable or provide relevant description) | Please provide typical value |
|--|---|------------------------------|
| Base salary | | |
| Bonus | | |
| Long term incentives | | |
| Benefits (if applicable, please specify) | | |

Question 2

Are severance payments subject to:

| | Tick box which is most applicable and provide relevant description |
|---------------------------------|---|
| Contractual agreements | |
| Regulatory constraints | |
| Corporate governance guidelines | |
| Court rulings | |
| Other, please specify | |

Question 3

What is the most common treatment for unvested long term incentives:

| | Tick box which is most applicable or provide relevant description |
|---|---|
| 100% accelerated vesting | |
| Time and/ or performance pro-rated accelerated vesting (please specify) | |
| Regular vesting according to plan | |
| Other, please specify | |

Question 4

How would the treatment as outlined above regarding severance payments differ in case of a change in control, please specify:

.....

