

BEST PRESTERENDE BEDRIJVEN BETALEN CEO'S MINDER

Xavier Baeten

ORGANISATIE

Vlerick Business School publiceert jaarlijks een omvangrijk beloningsonderzoek. Voor de zevende editie analyseerde het team van Vlerick's Executive Remuneration Research Centre de jaarverslagen van 861 beursgenoteerde ondernemingen in Nederland, België, Duitsland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en Zweden.¹

Het thema beloning hoort al sinds 1996 tot de specialisatiegebieden van Vlerick Business School. Autofabrikant Volvo had indertijd behoefte aan een academische onderbouwing van zijn beloningsbeslissingen en schakelde Vlerick in. Daaruit ontstond het Vlerick Reward Centre, waarvan ook het Executive Remuneration Research Centre deel uitmaakt. Dit centrum speelt intussen een toonaangevende rol op het gebied van topbezoldiging.

NEDERLANDER GEEN TOPVERDIENER

Onderdeel van het CEO-beloningsonderzoek is uiteraard een vergelijking tussen de diverse landen. In Nederland is bovendien gekeken naar verschillen tussen de drie beursindices. Een Nederlandse CEO van een AEX-fonds (large-cap) ging in 2016 gemiddeld naar huis met een salaris van in totaal (vast en variabel) 2,94 miljoen euro. Wie in dat jaar aan het hoofd stond van een AMX-fonds (midkap) ontving gemiddeld 1,08 miljoen euro. De beloning van de CEO van een ASX-fonds (small-cap) bedroeg 785.000 euro. Een opvallende bevinding is dat CEO's van bedrijven

met een notering in Duitsland of het Verenigd Koninkrijk aanzienlijk beter worden betaald dan hun Nederlandse collega's aan de top. Zo konden CEO's van ondernemingen met een notering aan de Duitse DAX gemiddeld ruim 5,5 miljoen euro bijschrijven op hun bankrekening en kreeg de CEO van een Britse onderneming met een FTSE-notering 4,3 miljoen euro mee. In Nederland steeg de beloning van AEX-CEO's tussen 2014 en 2016 met 20 procent. Daarbij zijn wel grote verschillen te zien tussen individuele ondernemingen. Bij AMX-fondsen is in 2016 een stijging te zien van 11 procent, terwijl de beloning van CEO's bij ASX-fondsen nagenoeg gelijk bleef.

Kijken we naar de factoren die vooral bepalen hoe de totale remuneratie van CEO's zich in de periode 2014-2016 heeft ontwikkeld, dan is de volgende top-drie samen te stellen. Om te beginnen is daar het land waar de onderneming is gevestigd: Frankrijk en Duitsland vertonen sterkere stijgingen dan Nederland. Ten tweede speelt de omvang van het bedrijf een rol. En ten derde is de winstgevendheid van invloed op de ontwikkeling van de bezoldiging aan de top van een onderneming. Dit betekent dat er effectief een verband bestaat tussen 'pay' en 'performance'.



OUTPERFORMERS BETALEN CEO MINDER

De opvallendste conclusie van het onderzoek is misschien wel dat de beter presterende bedrijven hun CEO relatief *minder* betalen. Ook ligt het aandeel van de variabele beloning als onderdeel van de totale remuneratie *lager* en is er een kleinere ‘spread’ in de bonus (het verschil tussen targetbonus en maximale bonus). Er is evenmin een verband tussen het beter presteren van een bedrijf en het al dan niet toekennen van lange-termijnbonussen of de omvang daarvan.

Dat CEO's bij beter presterende bedrijven gemiddeld genomen lager worden beloond, komt vooral doordat dergelijke ondernemingen doorgaans beter op hun middelen letten. Ook willen deze ondernemingen liever geen ‘huurlingen’ aan de top. Zij zijn een stuk aantrekkelijker dan ondernemingen die het minder goed doen en hoeven daarom minder in te zetten op de financiële beloning. Zij streven op het gebied van leiderschap naar continuïteit.

Om te bepalen welke beursgenoteerde ondernemingen in de periode 2010-2016 beter presteerden dan de markt, is in het besproken onderzoek gekeken naar de zogeheten ‘return on assets’, ofwel de winstgevendheid van het totale vermogen. Een bedrijf is daarbij een sterke presteerder als het over een periode van 7 jaar gemiddeld duidelijk sterker presteerde dan concurrenten in dezelfde sector.

NEDERLANDERS MINDER BETAALD

In Nederland leek de discussie over de (al dan niet als excessief beoordeelde) beloning van topbestuurders enigszins te zijn geluwd tot de aankondiging van ING begin maart (na de afronding van het onderzoek van Vlerick) om het salaris van topman Hamers met vijftig procent te verhogen. Anders lag dat in het Verenigd Koninkrijk. Daar is met regelmaat een felle publieke discussie gevoerd over de hoogte van de beloning van de CEO en is er veel ophef over de grootste uitschiet-

ters. Een voor de hand liggende verklaring is het feit dat CEO's van bedrijven met een notering in het Verenigd Koninkrijk – maar zeker ook in Duitsland – zoals hierboven besproken aanzienlijk meer betaald krijgen dan onder andere hun Nederlandse collega's. Dat is ook het geval als wordt gecorrigeerd voor de omvang en winstgevendheid van de organisatie.

VERSNIPPERD AANDEELHOUDERSCHAP

De opvallend hoge bezoldiging van CEO's aan de andere kant van het kanaal valt voor een deel te verklaren uit het daar toegepaste Angelsaksische model, dat gekenmerkt wordt door een meer versnipperd aandeelhouderschap. Hoe meer het aandeelhouderschap is versnipperd, des te *hoger* is de remuneratie van de CEO van de betreffende onderneming. Een korte toelichting. In het Angelsaksische governance model zijn de open kapitaalmarkten veel belangrijker voor het aantrekken van geld door bedrijven. Zij zijn dus veel meer afhankelijk van externe financiering, bijvoorbeeld

door institutionele beleggers. In het verlengde daarvan is het aandeelhouderschap sterker versnipperd omdat er weinig aandeelhouders zijn die geneigd zijn om de meerderheid van het aandelenkapitaal in handen te hebben en houden. Dat betekent meteen ook dat de aandeelhouders, zeker de institutionele beleggers, een grote portefeuille aanhouden van bedrijven waarin ze investeren. Daardoor spelen zij een minder grote rol naar het management van het bedrijf toe en bekijken de zaken eerder op afstand. Er is dus minder ‘direct monitoring’, waardoor de CEO relatief meer macht heeft ten opzichte van de board en dus ook meer invloed heeft op de hoogte van de beloning.

Als we kijken naar de hoogte van de totale remuneratie van CEO's, dan zijn de volgende factoren bepalend. Om te beginnen is er de omvang van het bedrijf: zoals te verwachten valt de beloning hoger uit naarmate de onderneming groter is. Ook het land waarin de CEO werkzaam is speelt, zoals gezegd, mee. Tot slot

CEO'S VAN
DUITSE OF BRITSE
ONDERNEMINGEN
WORDEN AANZIENLIJK
BETER BETAALD DAN
HUN NEDERLANDSE
COLLEGA'S

is er de anciënniteit, maar daar is iets opvallends aan de hand. Het onderzoek toont namelijk aan dat hoe langer de CEO in zijn/haar huidige rol zit, hoe *lager* zijn/haar remuneratie is.

VERSCHIL IN BONUS

Ondernemingen in de drie Nederlandse beursindices vertonen grote verschillen in de omvang van 'short term incentives' – ofwel bonussen – voor CEO's. Voor de AEX-fondsen bedraagt die bonus 92 procent van de vaste remuneratie, maar voor midkap-fondsen (AMX) en small-kapfondsen (AScX) is dat respectievelijk 39 en 40 procent. Bijna de helft van de AEX-fondsen betaalt die bonus gespreid uit, en niet in één keer. In de meeste gevallen wordt de helft uitbetaald over een periode van drie jaar. De zogenoemde financiële *performance indicators* spelen ook in het Nederlandse bedrijfsleven nog steeds een prominente rol bij het vaststellen van de hoogte van de bonus die wordt toegekend aan de topman of -vrouw. Dit prestatie-aspect vertegenwoordigt gemiddeld genomen 75 procent van de bonus.

PERFORMANCE-AANDELEN POPULAIR, AANDELENOPTIES MINDER

Maar liefst 78 procent van de Nederlandse AEX-fondsen en de AMX-fondsen kent de CEO een 'long term incentive' – een lange-termijnbeloning – toe. Voor ondernemingen met een notering aan de AScX ligt het aantal met 46 procent flink lager. Zowel in de AEX als de AScX is het aantal bedrijven dat een dergelijke lange-termijnbeloning toekent overigens gedaald sinds 2014. Kijken we naar het type beloning dat wordt toegekend, dan valt op dat de zogeheten 'performance shares' het populairst zijn. Dit zijn aandelen in de onderneming die enkel worden toegekend indien bepaalde – vaak financiële – targets worden gehaald. Aandelenopties zijn als bezoldiging op lange termijn veel minder populair.

AANDELENBEZIT VEREIST

In Nederland wordt bij 18 procent van de beursgenoteerde bedrijven vereist dat de CEO structureel aandelen in de onderneming houdt. Doorgaans wordt de omvang van het gewenste aandelenpakket uitgedrukt als een veelvoud van de vaste remuneratie, waarbij het in de meeste gevallen gaat om 1,5 of 2,5 keer het basissalaris. Nederlandse bedrijven lopen hiermee voorop ten opzichte van bedrijven in andere Europese landen, waarbij wel moet worden aangetekend dat in het Verenigd Koninkrijk zo goed als alle ondernemingen (maar liefst 94 procent) dit vereisen.

BEZOLDIGING LAGER DAN VERWACHT

In het meest recente beloningsonderzoek van Vlerick werd voor de eerste keer een speciaal ontwikkeld model meegenomen. Daarmee kan – op basis van beschikbare remuneratiegegevens en rekening houdend met de omvang van het bedrijf, de winstgevendheid en de betreffende sector – de verwachte remuneratie per individuele CEO worden berekend. Vervolgens kan een vergelijking worden gemaakt met de *daadwerkelijke* remuneratie. Dat leverde boeiende inzichten op. Een aantal CEO's van ondernemingen met een notering in de AEX krijgt bijvoorbeeld duidelijk *minder* betaald dan op basis van het model kon worden verwacht. Bij een min of meer gelijk aantal CEO's in de AEX ligt de beloning echter hoger dan op grond van het model werd verwacht. De voornaamste factor die ertoe leidt dat een CEO relatief meer wordt betaald dan door het model wordt voorspeld, is het land waarin de onderneming in kwestie is gevestigd. Zo hebben CEO's in het Verenigd Koninkrijk

een grotere kans om meer betaald te krijgen dan het model aangeeft. Opvallend is bovendien dat CEO's van meer winstgevende bedrijven een grotere kans hebben om relatief *minder* te worden betaald. Een derde factor is, zoals al eerder gemeld, de versnippering van het aandelenbezit: CEO's van be-

BIJ BETER
PRESTERENDE
BEDRIJVEN IS ZOWEL
HET AANDEEL VAN DE
VARIABELE BELONING
ALS DE 'SPREAD' IN DE
BONUS KLEINER

drijven met een meer versnipperd aandeelhouderschap hebben een grotere kans om het model te 'verslaan'.

INTERN TOEZICHT

In het onderzoek is ook gekeken naar de rol van interne toezicht-houders bij ondernemingen in relatie tot de beloning van de CEO. Wat dat betreft kunnen in Nederland grofweg twee typen commissarissen worden onderscheiden. Sommige (raden van) commissarissen willen eenvoudigweg de beste CEO hebben; welke beloning daarvoor moet worden geboden, vinden zij minder belangrijk. Andere commissarissen vinden dat er rechtvaardig moet worden betaald, maar gaan veel minder mee in het heilige geloof in *incentives*. In Nederland is de tweede groep commissarissen momenteel nog in de minderheid, maar er is wel een verschuiving zichtbaar. Zo lijkt er zowel door toezichthouders als door aandeelhouders kritischer te worden gekeken naar de invloed die de bezoldiging van de top heeft op het imago van de onderneming. Meer in het algemeen kun je zeggen dat er in de *boardroom* tegenwoordig beter wordt geluisterd naar de samenleving en de wetgever dan in het verleden. Dat is een positieve ontwikkeling, maar er is op dit vlak nog veel interessant werk te verrichten. In het recente voorbeeld van ING werd de raad van commissarissen duidelijk teruggefloten door de samenleving, waardoor de voorgenomen aanpassing van de remuneratie van Hamers niet is doorgevoerd. Het laat duidelijk zien hoe belangrijk het is om relevante inzichten over de totstandkoming van beloningen door te geven aan zittende en aankomende commissarissen.

TOT SLOT

De ontwikkeling van de beloning van CEO's wordt nog steeds primair bepaald door twee zaken: de groei van de winstgevendheid van de onderneming én – op

ER IS GEEN VERBAND TUSSEN HET PRESTATIENIVEAU EN HET AL DAN NIET TOEKENNEN VAN LANGE- TERMIJNBONUSSEN OF DE OMVANG DAARVAN

nummer één – de toename van de omvang van de organisatie. Met betrekking tot de winstgevendheid meent Vlerick dat er een bepaalde elasticiteit dient te zijn. Zo mag meer winst best leiden tot een hogere beloning van de topman of -vrouw. Wel moet worden gewaakt voor het enorme – en ons inziens nu te sterk overheersende – belang van de omvang van de onder-

neming als *driver* voor een hoger salaris of grotere bonus. Dat kan in de praktijk een perverse prikkel worden. Het kan er bijvoorbeeld toe leiden dat de top van een onderneming aanstuurt op kostbare en zelfs onnodige acquisities, enkel om de onderneming in omvang te laten toenemen. Dat is een verkeerde overweging.

Over de auteur

Prof. X. Baeten is hoogleraar Reward Management & Sustainability aan Vlerick Business School. Hij geldt als internationaal expert op het gebied van beloning, met een focus op de vraag hoe het beloningsbeleid organisaties kan helpen hun strategie te realiseren. Baeten geeft leiding aan het Executive Remuneration Research Centre van Vlerick Business School (www.vlerick.com/nl).



Noot

1. Het onderzoek naar topsalarissen wordt jaarlijks gevoerd door Vlerick Business School op basis van het (beloningsonderdeel uit het) jaarverslag van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland, België, Frankrijk, Duitsland, Zweden en het Verenigd Koninkrijk. In Nederland, België, Frankrijk en Duitsland zijn small-cap-, midcap- en large-cap-bedrijven onderzocht, in het Verenigd Koninkrijk bedrijven uit de FTSE 100 en FTSE 250 (large-caps en grotere midcaps) en in Zweden large-caps.