

Het aandeelhoudersbelang in bestuurdersbeloningen

Sinds de financiële crisis van 2008 is met verontwaardiging gereageerd op verrijking van topmanagers door salarisstijgingen en uitgekeerde bonussen na wanprestatie. In verschillende landen (waaronder Nederland) worden daarom initiatieven genomen om de invloed van aandeelhouders op bestuurdersbeloningen te vergroten. Maar het zijn momenteel al de aandeelhouders die de beloning grotendeels betalen en het prestatiedoel van de manager bepalen. De discussie over beloningen zou verbeteren als we kijken naar de manier waarop die beloningen tot stand komen.

SJOERD VAN BEKKUM

Universitair docent
aan de Erasmus Uni-
versiteit Rotterdam

Veel beloningssystemen zijn vaak (op zijn minst gedeeltelijk) gebaseerd op waarden als eerlijkheid, moraliteit, vertrouwen, sociale verantwoordelijkheid of cultuur. Voor topmanagers geldt echter een systeem voornamelijk gebaseerd op het economisch belang. Het idee hierachter is driedig. Ten eerste is voor betere prestaties meer inzet nodig, ten tweede moeten topmanagers voor die inzet gecompenseerd worden, en ten derde is de daadwerkelijke inzet moeilijk te observeren en te controleren. Vooral op dit laatste punt onderscheiden topmanagers zich van de meeste werknemers: terwijl de meeste mensen vrij eenvoudig in de gaten kunnen worden gehouden door hun superieur, heeft de opdrachtgever van de topmanager – de aandeelhouder – hier doorgaans geen tijd of middelen voor. De op één na beste oplossing is dan het afsluiten van een contract op basis van de prestatie zelf. Hoewel dit weinig ruimte laat voor andere, niet-financiële belangen, is het mooie aan dit systeem dat de manager toch wordt geprikkeld om voor de aandeelhouder te werken. Immers, als de aandelenkoers omhoog gaat, wordt de manager rijk.

Het aandeelhoudersbelang bestaat dus allereerst uit een koersstijging. Daarnaast zijn aandeelhouders gebaat bij hoge volatiliteit, want zij zijn maar beperkt aansprakelijk voor eventuele verliezen. In een positief scenario kan de aandelenkoers immers tot in het oneindige doorstijgen. Maar bij faillissement worden verliezen gedeeld met obligatiehouders en andere schuldeisers. Bij een bank zijn deze schuldeisers bijvoorbeeld belastingbetalers en spaarders met een saldo van meer dan één ton. Dit verklaart waarom aandeelhouders risicozoekend gedrag aanmoedigen door opties (en optieachtige) beloningsvormen: als er risicovolle – en hopelijk waardecreërende – investeringen worden gedaan, worden de opties van managers meer waard (Guay, 1999).

AANDEELHOUDERSBELANG IN BESTUURDERSBELONINGEN

Recent is een wetsvoorstel aangenomen in het Europees Parlement om de bonus te beperken tot maximaal één jaarsalaris, “om risicozoekend gedrag te voorkomen” (Europees Parlement, 2013). Bonussen hebben immers voor veel ophef gezorgd. Wat minder publieke aandacht krijgt, is dat de bonus voor topmanagers vrij klein is ten opzichte van het salaris. Figuur 1 laat zien dat de bonus eind jaren negentig in geen enkel land in de buurt komt van een jaarsalaris: in Nederland kwam de gemiddelde bonus niet veel verder dan 20 procent van het jaarsalaris. Hoewel de jaren negentig inmiddels een tijdje achter ons liggen, lijken de laatste wetsvoorstellen van het Europees parlement dus vooral symbolisch van aard.

Een meer interessante vraag is dan ook onder welke voorwaarden managers hun bonus eigenlijk krijgen uitgekeerd. In de meeste gevallen is dat wanneer het rendement op aandelen een bepaald percentage bedraagt. In het geval van een bank kan zo'n vijftien tot twintig procent worden vereist, wat betekent dat de manager een flink risico moet nemen om zijn bonus te krijgen. Zoals gezegd is het nemen van risico's belangrijk om aandeelhouderswaarde te creëren, en het nastreven van aandeelhoudersbelang heeft vaak grote positieve effecten op de samenleving: voorbeelden variëren van

de Gouden Eeuw die volgde na de uitvinding van de eerste beursgenoteerde onderneming (de Vereenigde Oost-Indische Compagnie) tot de vele technologische revoluties in recente decennia. Maar het beperken van de hoogte van de bonus om risico's te voorkomen is onzinnig, en leidt de discussie af van de prikkels die uitgaan van het aandeelhoudersbelang.

Naast bonussen is de publieke opinie ook sterk gericht op de hoogte van de totale beloning die topmanagers krijgen: denk bijvoorbeeld aan recente initiatieven in de Tweede Kamer om loonmatiging toe te passen binnen de financiële sector in Nederland. Inderdaad, in Nederland roept een hoog salaris vaak verontwaardiging op, en misschien deels terecht: moet een bankier vanuit moreel oogpunt wel meer verdienen dan een onderwijzer of verpleegster? Maar omdat de beloning voor topmanagers rechtstreeks wordt betaald uit de winst, en dus uit de zak van de aandeelhouders, is het onduidelijk wat voor direct economisch belang de samenleving heeft bij een andere winstverdeling tussen de directie en aandeelhouders. Deze verdeling heeft immers geen enkele invloed op het functioneren en het sociale nut van de organisatie.

Ook hier geldt dat het niet zozeer de hoogte van de beloning is die van belang is, als wel vooral de prikkels die van een bepaalde beloningsstructuur uitgaan. Jean-Paul Votron bijvoorbeeld, bestuurder van Fortis in 2008, ontving volgens de Vereniging van Effectenbezitters destijds 4,3 miljoen euro, en zijn opvolger Herman Verwilt 3,7 miljoen euro. De voormalige financieel directeur van Fortis, Gilbert Mittler, ontving 5,79 miljoen, waarvan 4,2 miljoen aan ontslagvergoeding. Maar deze bedragen bij elkaar opgeteld (14 miljoen euro) worden opgebracht door de aandeelhouders van Fortis, terwijl de Nederlandse staat 16,8 miljard euro betaalde (zo'n 1200 keer meer) voor de Nederlandse onderdelen van Fortis, volgens DNB-directeur Knot "een verantwoorde prijs". Aangezien deze kosten voor de Nederlandse belastingbetaler zijn, is het, in plaats van een discussie of een beloning te hoog of te laag is, voor de samenleving dus relevanter om te praten over het soort risico's en beslissingen dat door beloningen zoals bij Fortis wordt aangemoedigd, en met een ander beloningsbeleid wellicht voorkomen had kunnen worden.

HUIDIGE ONTWIKKELINGEN

Als er één groep is die reden heeft tot klagen over de hoogte van bestuurdersbeloningen, dan zijn dat dus de aandeelhouders. Niet alleen betalen zij zoals gezegd de beloningen, ook zijn zij het eerste kind van de rekening als dingen verkeerd gaan. In het Fortis-voorbeeld, wederom, zakte de koers van het aandeel eind september 2008 tot 5,18 euro, een verlies van 71 procent sinds 1 januari van dat jaar. Er zijn dan ook verschillende wetsinitiatieven ingediend die de macht van aandeelhouders vergroten: in de Verenigde Staten mogen aandeelhouders nu stemmen over beloningspakketten, en zelf voorstellen voordragen. In de G20 zijn afspraken gemaakt om de aandeelhouders meer instrumenten te geven ten behoeve van toezicht op de beloning van topmanagers, zodat de aandeelhouders de risico's beter in de gaten kunnen houden. En ook in Nederland mogen aandeelhouders het bezoldigingsbeleid voor bestuurders vaststellen en optie- en aandelenregelingen goedkeuren. Het idee hierachter is tweeledig: ten eerste wordt de manager beloond als hij het belang nastreeft van de eigenaren van het bedrijf, ofwel de aandeelhouders. Ten tweede, omdat managers veel inspraak

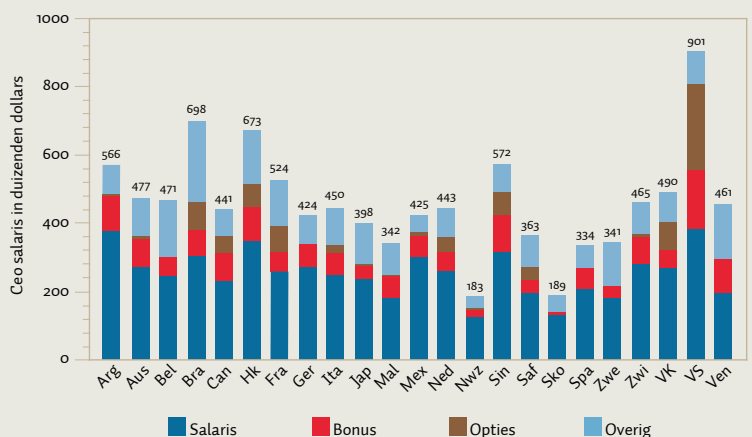
hebben tijdens hun salarisonderhandelingen, verkleint een grotere invloed van aandeelhouders die inspraak.

Toch ontstaan er mogelijk problemen bij het vergroten van de invloed van aandeelhouders op beloningen. Hebben aandeelhouders de tijd en expertise om het beloningspakket te beoordelen? En als we kijken naar de recente ontwikkelingen in Zwitserland waarbij de aandeelhoudersstem over de beloning een bindend karakter krijgt: wat is de consequentie als er tegen het huidige beloningsplan gestemd wordt? Blijft dan het huidige plan van kracht? Wat zijn de consequenties als de directie de stem naast zich neerlegt? De vraag is of dit soort wetgeving in de praktijk werkbaar zal zijn.

Bovendien is meer aandeelhoudersbelang niet altijd beter. Ten eerste is het aandeelhoudersbelang nu al fors vertegenwoordigd: topmanagers hebben via hun aandelen en op-

Hoogte en structuur beloningen topmanagers 1996, per land

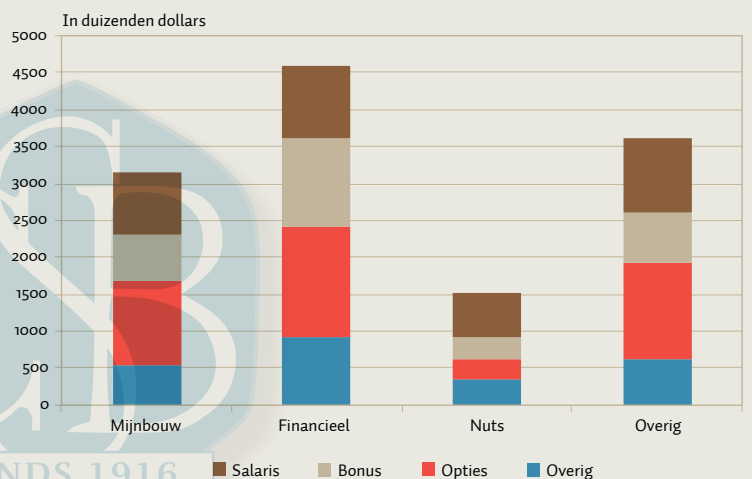
FIGUUR 1



Bron: Murphy, 1999

Hoogte en structuur beloningen topmanagers 1996, per sector

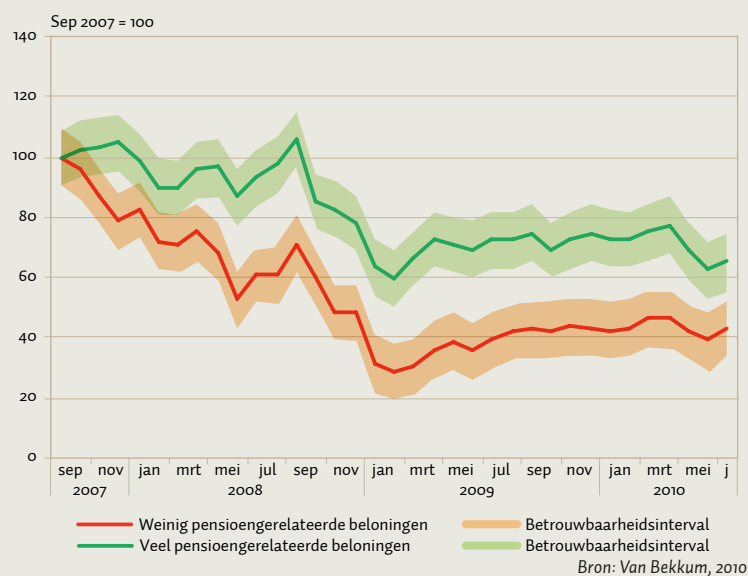
FIGUUR 2



Bron: Murphy, 1999

Gemiddeld rendement van Amerikaanse banken tijdens de crisis, indexwaarde

FIGUUR 3



ties, door de jaren verzameld, doorgaans al vijftig tot zeventig procent van hun volledige eigen vermogen in het bedrijf zitten. Omdat een kleine verandering in de koers daarmee een groot effect heeft op hun vermogen, gaat hier een erg sterke prikkel van uit. Maar belangrijker nog: banken – om bij dit voorbeeld te blijven – zijn organisaties met een duidelijk maatschappelijke taak. Misschien is het veiligstellen van een constante stroom van krediet (ofwel het verkleinen van systeemrisico) net zo belangrijk voor een productieve samenleving als een constante stroom van gas, water en licht, geleverd door sterk gereguleerde nutsbedrijven. Zouden banken dan niet net zo sterk gereguleerd moeten worden als nutsbedrijven, met een vergelijkbare beloningsstructuur? Figuur 2 laat zien dat Amerikaanse managers van nutsbedrijven in 1996 niet alleen een minder hoge beloning krijgen – zoals gezegd

is dit niet erg relevant voor beleid – maar ook veel minder geprikkeld worden door aandelen, opties en bonussen. Je kunt je dus afvragen of aandeelhoudersbelangen wel de enige belangen zijn die een bankdirecteur zou moeten dienen, vooral als het beleidsdoel is om risico's te beperken. Inderdaad, wetenschappelijk is er geen positief verband aangetoond tussen aandeelhoudersgovernance en risicomonitoring, maar eerder een negatief verband (Beltratti en Stulz, 2012; Fahlenbrach en Stulz, 2011).

ALTERNATIEVEN VOOR GROTER AANDEELHOUDERSBELANG

Wie daarentegen wél een duidelijk belang hebben bij risicobeperking, zijn de obligatiehouders, depositohouders, en – in het geval van Fortis – andere houders van vreemd vermogen in de bank, zoals de belastingbetaler. In tegenstelling tot aandeelhouders zijn deze crediteuren ('schuldeisers') niet gebaat bij hoge volatilititeit: in het beste geval verdienen zij hun inleg plus rente terug terwijl ze wel degelijk risico lopen op verliezen. Hierdoor streven crediteuren vanzelf een meer conservatief beleid na. Als het beleidsdoel risicobeperking is, zou het dus nuttiger zijn de beloningstructuur aan te passen aan de belangen van crediteuren, niet aan die van aandeelhouders. Zo zouden topmanagers bijvoorbeeld voor een groter deel kunnen worden beloond met een pensioensregeling. Een pensioen is in feite een schuld van de bank aan de manager, waardoor de manager zelf een schuldeiser wordt. Als de bank omvalt moet de manager immers achteraan aansluiten bij de andere schuldeisers, en is hij zijn pensioen waarschijnlijk kwijt. Hogere pensioen-gerelateerde beloningen voor topmanagers leidden tot meer conservatief beleid bij banken, die daardoor minder problemen ondervonden tijdens de kredietcrisis (Van Bekkum, 2010). Figuur 3 laat zien dat, in de VS tijdens de financiële crisis, banken met het grootste deel pensioengerelateerde beloningen significant kleinere verliezen hebben geleden dan banken met het kleinste deel.

Bovendien is de raad van commissarissen (RvC) verantwoordelijk voor de beloning van en het toezicht op de directie uit naam van de aandeelhouders, maar maken commissarissen niet zelden deel uit van hetzelfde *old boys network* als de directie. Zelfs als groter aandeelhoudersbelang inderdaad gewenst is (zoals voor veel bedrijven zonder systeemrisico's), is de vraag daarom ook of de aandeelhoudersbelangen momenteel wel optimaal behartigd worden door de RvC. Niet alleen is het aandeelhoudersperspectief op beloningen van topbestuurders te beperkt, ook de discussie over beloningen zou eigenlijk nog breder moeten worden getrokken naar de manier waarop die beloningen tot stand komen.

CONCLUSIE

De discussie over bestuurdersbeloningen zou gebaat zijn bij minder nadruk op de hoogte van bonussen en de beloning, en meer op de prikkels die uitgaan van het beloningspakket. Om corporate governance te verbeteren zijn er alternatieven voor het aandeelhoudersbelang (opties, aandelen), zoals crediteurenbelangen (pensioenen). Ook zou de discussie over beloningen verbeterd worden door te kijken naar de manier waarop die beloningen tot stand komen.

LITERATUUR

Bekkum, S. van (2010) *Inside debt and bank risk*. Werkdocument aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

Beltratti, A. en R.M. Stulz (2012) The credit crisis around the globe: why did some banks perform better? *Journal of Financial Economics*, 105(1), 1–17.

Europees Parlement (2013) *MEPs cap bankers' bonuses and step up bank capital requirements*. Nieuwsbericht op www.europarl.europa.eu, 28 februari.

Fahlenbrach, R. en R.M. Stulz (2011) Bank CEO incentives and the credit crisis. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 11–26.

Guay, W. (1999) The sensitivity of CEO wealth to equity risk: an analysis of the magnitude and determinants. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 43–72.

Murphy, K. (1999) Executive compensation. In: Ashenfelter, O. en D. Card (red.) *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3b, North Holland: Elsevier BV, 2485–2563.