

6 | Bestuurdersbeloning: naast marktconform ook maatschappijconform

Eric Engesaeth en Hans van Ees

1. Inleiding

Binnen het vraagstuk van goed ondernemingsbestuur blijft de beloning van bestuurders de gemoederen bezig houden. Regelmatig staan de kranten bol van de verontwaardiging over de beloningen van de top. De vraag die zich opdringt is hoe de raad van commissarissen ervoor kan zorgen dat de beloning voor de raad van bestuur naast marktconform ook *maatschappijconform* is. Een maatschappijconform perspectief op bestuurdersbeloning betreft de legitimiteit van de beloning, meer in het bijzonder in hoeverre de beloning van bestuurders wenselijk en passend is binnen de maatschappelijke context. Hierbij dienen transparantie en begrijpelijkheid als katalysatoren. Tegen deze achtergrond hebben het afgelopen jaar een zestigtal gesprekken plaatsgevonden met *stakeholders* binnen het topbeloningendossier zoals commissarissen, hoogleraren, institutionele aandeelhouders en tevens met personen vanuit de wereld van de journalistiek en politiek. In deze gesprekken komt sterk naar voren dat er inderdaad sprake is van een probleem rondom de legitimiteit van beloningen voor de top. In dit hoofdstuk zal worden ingegaan op de vraag wat er zoal kan worden gedaan om deze legitimiteit te verbeteren.

Daartoe zal allereerst in paragraaf 2 nader worden uiteengezet wat de academische definitie is van legitimiteit en wat de onderliggende determinanten zijn. Elk van de vijf daarop volgende paragrafen bespreekt steeds één van de aspecten van bestuurdersbeloning in het licht van het legitimiteitsprobleem. Paragraaf 8 geeft een conclusie.

2. Legitimiteit

Binnen de academische literatuur worden vraagstukken rondom legitimiteit vaak verbonden met de zogenaamde institutionele theorie. Een centrale stelling van de institutionele theorie is dat ondernemingsstrategieën, -activiteiten en -uitkomsten fundamenteel afhankelijk zijn van formele en informele nationale instituties. Waar het perspectief op de organisatie voor 1960 nog werd gekarakteriseerd in termen van een rationeel systeem, 'sociale machines' met als doel de efficiënte transformatie van input naar output, is dit na deze periode significant anders. De duidelijke scheiding

tussen de onderneming en de omgeving kan niet langer worden volgehouden. De opkomst van theorieën rondom het ‘open systeem’ laat zien dat de grens tussen de onderneming en haar omgeving poreus en lastig te definiëren is. Instituties vormen hierbij als het ware “de regels van het spel” die de handelingen van ondernemingen en dus ook van bestuurders en commissarissen mede bepalen. De interactie met de omgeving wordt bovendien sterk beïnvloed door informele instituties als culturele normen, symbolen, overtuigingen en rituelen. Formele en informele instituties reduceren de variatie in gedrag. Het kernbegrip hierbij is legitimiteit. Legitimiteit is de perceptie of aanname dat de acties van een organisatie over het algemeen wenselijk en gepast zijn binnen het sociale construct van normen, waarden, overtuigingen en definities. Daarbij wordt druk op organisaties uitgeoefend zich te confirmeren aan wat als institutioneel wenselijk en gangbaar wordt gezien. Slechts in geval situaties worden gepercipieerd als uniek kunnen organisaties afwijken zonder legitimiteit te verliezen.

Organisaties zoeken naar legitimiteit omwille van geloofwaardigheid, reputatie en continuïteit. In essentie zorgt het ervoor dat investeerders geneigd zijn om te investeren, klanten de producten of diensten willen afnemen en men als (toekomstig) werknemer bereid is om menselijk kapitaal te investeren. Naast deze interne stakeholders zullen ook de opvattingen van externe stakeholders, zoals de overheid, niet-gouvernementele organisaties en de gemeenschap als geheel invloed hebben op de legitimiteit van de activiteiten van organisaties. Al deze *stakeholders* zullen een legitieme organisatie niet enkel als waardevoller beschouwen maar ook meer betekenisvol, meer voorspelbaar en meer geloofwaardig. Hiermee wordt het risico verkleind dat een organisatie kwetsbaar wordt voor (sociaal-maatschappelijke) claims die de organisatie bestempelen als nalatend, irrationeel of onnodig.¹ Uiteraard verschillen organisaties in de mate waarin gezocht wordt naar legitimiteit, sommige zullen hier meer actief in zijn, anderen zijn passief en willen meer ‘met rust gelaten te worden’. Eén en ander hangt bijvoorbeeld samen met de zichtbaarheid van de organisatie in de maatschappij, bijvoorbeeld de grote beursgenoteerde vennootschappen, maar kan ook worden gerelateerd aan het onderscheid tussen ondernemingen die voor andere ondernemingen producten of diensten leveren (*business to business*) en ondernemingen die rechtstreeks aan de consument leveren (*business to consumer*).

Om meer inzicht te geven in wat legitimiteit behelst onderscheiden we drie vormen van legitimiteit: pragmatische, morele en cognitieve legitimiteit.² Bij de pragmatische vorm gaat het enkel om een vorm van uitruil. Voldoet het beleid van de onderneming, bijvoorbeeld ten aanzien van beloning, in algemene zin aan de verwachtingen van interne en externe *stakeholders*. Morele legitimiteit gaat een stap verder. Het gaat er hierbij minder om of er sprake is van voldoen aan verwachtingen

1 Meyer and Rowan (1991), Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. In W.W. Powell & P.J. DiMaggio (Eds.), *The New institutionalism in organizational analysis*, p. 41-62. University of Chicago Press.

2 Suchman, C. (1995), Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches, *Academy of Management Review* 20, p. 517-610.

van *stakeholders* maar of het beleid ook in morele zin correct is (*'is it the right thing to do?'*). De cognitieve legitimiteit kan worden uitgedrukt in termen van een organisatie waarbij het niet-bestaan ervan letterlijk ondenkbaar is geworden. Het betreft hier organisaties die zo verweven zijn met de samenleving dat ze als een gegeven worden beschouwd.

Uiteindelijk is zo het voortbestaan van organisaties fundamenteel verbonden met (her)winnen van legitimiteit en het behouden daarvan. Dientengevolge worden organisaties gedreven zich aan te sluiten bij bestaande insteken, opvattingen en deze uit te voeren binnen bestaande omgevingen. Dergelijke krachten resulteren in isomorfisme waarbij organisaties gelijksoortig beleid voeren om legitimiteit te waarborgen. Een dergelijke gelijksoortigheid kan van tijd tot tijd op proef worden gesteld door onvoorziene gebeurtenissen, zoals een fundamentele technologische verandering, een milieuramp of een financiële crisis. Het kenmerk van een dergelijke legitimiteitscrisis is dat deze zichzelf versterkt. Bekende argumenten die in het verleden hebben gewerkt, raken sleets en juist verbonden met het probleem. De geloofwaardigheid en reputatie van bestuurders en commissarissen komt onder vuur te liggen en interne en externe *stakeholders* zijn geneigd om steun in te trekken, om in ieder geval niet 'besmet' te raken. Ontkenning van de problemen kan de legitimiteitsreserve verder aanspreken. Zo ontstaan volledig andere insteken, die ruimte bieden aan institutioneel innovatieve organisaties, die door middel van het proactief toelichten een nieuwe sociale realiteit doen ontstaan. Indien succesvol, kan deze insteek uiteindelijk zelfs de legitimiteit van het bestaande beleid wegnemen en deze als verouderd wegzetten. Hiermee komen we dus bij de vraagstelling rondom het verbeteren ofwel repareren van legitimiteit. Strategieën rondom het repareren van legitimiteit zijn voornamelijk gestoeld op twee uitgangspunten: 1) normaliseren van de situatie, bijvoorbeeld door uit te leggen waarom deze is zoals deze is met de onderliggende aannames; 2) doorvoeren van een structurele verandering (herstructurering) op basis van nieuwe concepten.

Veel gesprekspartners in de interviewronde rondom topbeloningen gaven te kennen dat er sprake is van een legitimiteitscrisis rond het onderwerp topbeloningen. Tegen deze achtergrond zullen we in de volgende paragrafen het beloningsvraagstuk van de top steeds bespreken in het licht van de bovenstaande legitimiteitsdiscussie. We onderscheiden vijf deelonderwerpen: beloningshoogte, beloningsstructuur, prestatiemeting, prikkelsterkte en communicatie.

3. Beloningshoogte

Het eerste onderwerp dat we hier bespreken is de hoogte van de bestuurdersbeloning. Aangezien een eenduidige verhouding tussen vraag en aanbod in de markt voor topbestuurders ontbreekt en deze markt significante deviaties kent ten opzichte van een competitieve markt, ontbreekt ook een eenduidige beloningshoogte. Een afgeleide

indicator wordt dikwijls gevonden in het uitvoeren van een beloningsvergelijking op basis van een referentiegroep of *peer group*. Door te verwijzen naar een relevante *peer group* wordt beoogd de legitimiteit van de bezoldiging te borgen. Er is hierbij overigens geen sprake van een heilige graal. Een dergelijke vergelijking kan enkel een indicatie van de beloningshoogte geven doordat de homogeniteit van de vergelijking met andere ondernemingen beperkt is en dat de verkregen marktgetallen in feite de uitkomst zijn van onderhandelingen die meer of minder optimaal hebben plaatsgevonden. Er kan op deze manier een cirkelverwijzing ontstaan.³ Recent onderzoek voor de Amerikaanse markt heeft bovendien aangetoond dat *peer groups* soms op een manier worden gebruikt dat er een vooringenomenheid kan ontstaan richting een hogere beloning.⁴

Als we kijken naar de feitelijke ontwikkeling van beloningen voor de top dan is meermalen aangetoond dat deze over de afgelopen decennia sneller zijn gestegen dan bijvoorbeeld de CAO-lonen. Met deze ontwikkeling is dus ook een groter verschil ontstaan tussen boven- en onderkant van de onderneming, hetgeen de interne legitimering van beloningsniveaus onder druk zet. Overigens geldt dit ook weer binnen de top van de organisatie. Het gat tussen de voorzitter van de raad van bestuur en de laag net onder de raad van bestuur is in de periode 2000-2008 in West-Europa gestegen met 65%.⁵ Dit getal is gecorrigeerd voor ontwikkelingen in de grootte van de onderneming, de sector, etc. en is dus enkel te relateren aan de factor ‘tijd’. Daarmee is de CEO in feite ook veel meer dan tevoren individueel verantwoordelijk gemaakt voor het succes van de onderneming. Uit de interviewrondes komt naar voren dat diverse gesprekspartners dit typeren als een niet-duurzame ontwikkeling. Daarmee wordt onder meer aangegeven dat genoemde ontwikkelingen mogelijk niet passen in de huidige sociaal-maatschappelijke context, hetgeen tot legitimeringsproblemen rond de hoogte van de beloningen kan leiden

Alvorens terug te komen op inkomensverschillen binnen de onderneming maken we een tussenstap door te kijken naar beloningsverschillen binnen een land. Het meten hiervan gebeurt dikwijls op basis van de zogenaamde GINI coëfficiënt. Deze coëfficiënt tussen 0 en 1 meet de mate waarin het totale nationale inkomen wordt verdiend door een kleinere groep mensen. Een hoger getal staat dus voor grotere ongelijkheid. In Nederland is deze ongelijkheid kleiner dan in de meeste andere landen. Nederland scoort in de buurt van Duitsland. Voorbeelden van landen met een lagere GINI coëfficiënt zijn Scandinavische landen en Japan. De hoogste coëfficiënt wordt gevonden in Brazilië opgevolgd door met name Aziatische landen. Eén van onze gesprekspartners bestempelde de discussie over inkomensongelijkheid als typisch voor een land aan het einde van de ‘S-Curve’. De ‘sigmoid curve’ is toepasbaar op economische

3 Engesaeth (2011), *Managerial Compensation Contracting*, Dissertation, Tilburg University Press, Hoofdstuk 2: The executive remuneration decision, p. 11-122.

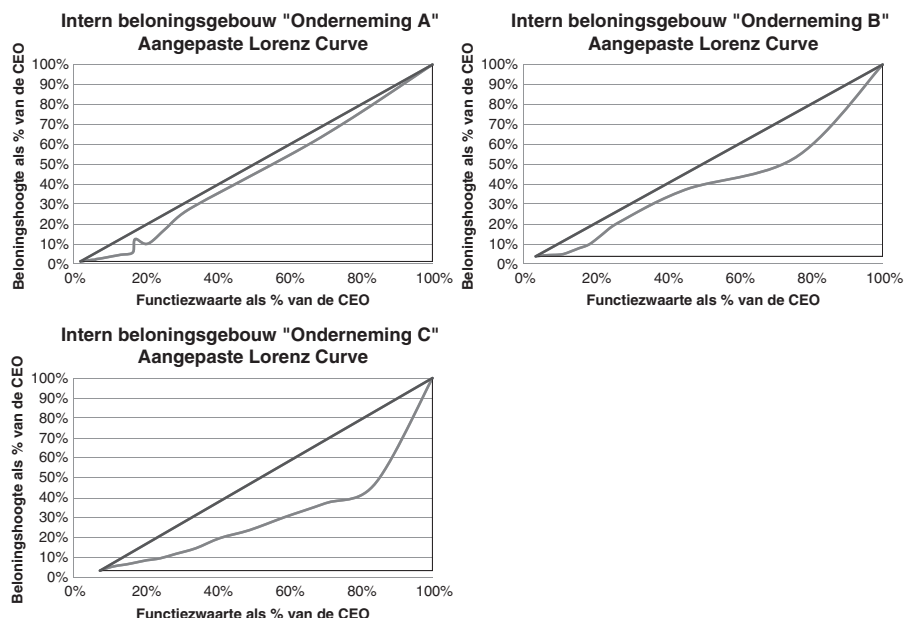
4 Bizjak, J. en Lemmon, M. En Nguyen, T. (2011), Are all CEOs above average? An empirical analysis of compensation peer groups and pay design, *Journal of Financial Economics* 100, p. 538-555.

5 Engesaeth (2011), *Managerial Compensation Contracting*, Dissertation, Tilburg University Press, Hoofdstuk 4: Determinants of profit centre head remuneration, p. 221-353.

ontwikkeling en verloopt aan het begin exponentieel omhoog om te eindigen in een situatie van stagnatie en neergang. Voor een land aan het einde van deze curve zou inkomensverdeling een meer pregnante discussie worden, aangezien in landen aan het begin van deze curve de welvaart voor iedereen toeneemt. Echter, de *Asian Development Bank* heeft op 11 april 2012 in zijn jaarlijkse uitkijk te kennen gegeven dat met name in China, India en Indonesië de ‘inkomenskloof’ over de afgelopen 20 jaar is toegenomen en dat deze ontwikkeling een bedreiging vormt voor verdere groeikansen en de sociale en politieke stabiliteit van de regio.⁶ Het onderwerp staat hiermee in brede zin op de agenda. Vanuit het oogpunt van legitimiteit zou het meewegen van inkomensverschillen dus een rol kunnen spelen in de totstandkoming van de bestuurdersbeloning.

In Duitsland is dit meewegen reeds duidelijk waar te nemen. Vanaf 5 augustus 2009 zijn commissarissen bij onze oosterburen persoonlijk aansprakelijk voor eventuele ongepaste beloningen voor de top (VorstAG). De wetgeving rondom ‘gepaste beloningen’ verplicht commissarissen tot een horizontale vergelijking ten opzichte van een relevante arbeidsmarktreferentiegroep, maar ook een verticale vergelijking binnen de eigen organisatie. De raad van commissarissen moet zich ervan vergewissen dat de beloning van de raad van bestuur in proportie is met het beloningsbeleid binnen de onderneming als geheel. Deze aanpak ondersteunt interne consistentie in het beloningsgebouw. Hiermee is uitdrukkelijk niet gekozen voor een plafond of een benadering waarin een maximale verhouding zou bestaan tussen de beloning van de raad van bestuur in relatie tot de modale of laagst betaalde werknemer. De consistentie van het gehele beloningsgebouw dient in acht genomen te worden. Dit wordt in Duitsland bijvoorbeeld gedaan door te het in kaart brengen van de diverse functiezwaarden en de bijbehorende beloning van de laagste betaalde tot en met de CEO. Drie voorbeelden op basis van daadwerkelijke ondernemingen zijn hieronder weergegeven. De bovenste lijn verbindt de positie met de laagste functiezwaarte en de positie met de hoogste functiezwaarte (de CEO). Deze lijn laat zien in het hypothetische geval dat deze functiehouder steeds promotie zou maken en tevens een navenante inkomensstap zou maken, hoe uiteindelijk gekomen wordt tot de feitelijk geobserveerde CEO beloning. De onderste curve laat de daadwerkelijke ontwikkeling zien van de beloning als percentage van de beloning van de CEO (y-as) en de functiezwaarte als percentage van de CEO (x-as). De voorbeelden A tot en met C laten zien dat ondernemingen andere keuzes maken als het gaat om de interne ontwikkeling van de beloning.

6 Het Financieel Dagblad, 12 april 2012, Marcel de Boer, Groei ongelijkheid bedreigt economie van Verre Oosten.



Via berekening van de oppervlakte tussen de hypothetische lijn en de daadwerkelijke lijn wordt een aangepaste GINI coëfficiënt gevonden. Naarmate de onderste lijn meer 'uitbuikt' loopt het getal op, in dit geval van 0.09 naar 0.22 naar 0.41 voor onderneming A, B en C respectievelijk. Verder onderzoek zal moeten aantonen in welke gevallen welke curve geobserveerd wordt. Commissarissen in Duitsland worden nu reeds uitgedaagd om een oordeel te vormen of de beloning voor de top gepast is en logisch voorkomt uit de ontwikkeling in de rest van het gebouw. De ontwikkelingen in Duitsland kunnen van invloed zijn op de uitleg en interpretatie van de Nederlandse corporate governance code (2008) waarin principe II.2 over de hoogte en samenstelling van de bezoldiging werd aangevuld ten opzichte van de Code uit 2003. De uitleg vermeldt hierbij: "Bij de vaststelling van de totale bezoldiging van de bestuurder wordt de invloed ervan op de beloningsverhoudingen binnen de onderneming meegewogen. Op deze wijze wordt een intern anker toegevoegd aan een beloningsproces dat tegenwicht kan bieden aan een mogelijk "haasje-over" effect.⁷

Naast een intern anker is het voor de legitimering van topbeloning van belang dat er ook een maatschappelijk anker bestaat, of in ieder geval dat de methode van verankering als maatschappelijk legitiem wordt ervaren. Om het risico te beperken dat topbeloningen losgezongen raken en dat maatschappelijke steun erodeert, kunnen beloningen voor de top naast een formulering in termen van relevante peer groups

⁷ De Nederlandse Corporate Governance Code, Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen (2008), Monitoring Commissie Corporate Governance Code, p. 1-60. Specifiek: Verantwoording van het werk van de Commissie (pagina 53).

ook worden geformuleerd in termen van meer algemene ratio's. Het gaat hierbij dan niet zozeer om een interne ratio binnen de onderneming. Zoals gezegd, lijkt deze lastig te formuleren, gegeven de grote verschillen tussen de opbouw van medewerkers en complexiteit van organisaties. Wel kan eventueel worden gedacht aan een ratio met een maatschappelijk beloningsindicator als het modaal inkomen. Ondernemingen bepalen dan niet de absolute beloningshoogte voor de top, maar hoe vaak het modale inkomen mag worden verdiend gegeven de grootte en complexiteit van de onderneming. Indien de gekozen ratio als legitiem wordt ervaren kan de toekomstige percentuele ontwikkeling voor de top dan bijvoorbeeld de percentuele ontwikkeling van het modaal inkomen volgen.

4. Beloningsstructuur

De beloningsstructuur van de bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen kent doorgaans een aantal componenten: basissalaris, jaarlijkse bonus, lange termijn beloning in aandelen, pensioen en andere arbeidsvoorwaarden. Vooral de legitimiteit van de variabele beloningscomponenten en afspraken over vertrekvergoedingen staan maatschappelijk onder druk. Ook vanuit de wetenschap is de vormgeving van variabele beloning aan kritiek onderhevig.⁸ In de gesprekken werd een sterke weerstand gevoeld tegen de huidige complexiteit van topbeloningen en de wil om tot versimpeling over te gaan. Dit is vanuit de theorie te verklaren aangezien begrijpelijkheid één van de katalysatoren van legitimiteit is. Indien gesproken wordt over versimpeling wordt soms gesproken over het weghalen van een aantal van de huidige componenten. Meest genoemd zijn de korte termijn bonus en het pensioen in de huidige vorm. De korte termijn bonus kan (deels) in de lange termijn beloning worden opgenomen. Het pensioen kan sterk worden versimpeld door bestuurders zelf verantwoordelijk te maken voor de pensioenopbouw. Hoewel hier de nodige fiscale consequenties aanzitten wordt dit al in een aantal gevallen gezien. Een aantal recente voorbeelden is beneden weergegeven.

Unilever (pagina 55 Annual report and accounts 2011)

“In order to simplify the provision of benefits and increase transparency, from 2012 the current benefit and pension provision will be replaced by a fixed cash allowance of £250,000 for the CEO and £340,000 for the CFO. This consolidated allowance reflects the approach taken during 2011 for other senior executives at Unilever. The level of fixed allowance provided to the CFO will be reduced

8 De zogenaamde managerial power view stelt dat via de verschillende variabele beloningscomponenten en de daaraan gerelateerde prestatieindicatoren, top managers veel directe invloed op beloning hebben. Ook kunnen door het ontwerp van de variabele beloningssystemen, zogenaamde “perverse” prikkels worden geïntroduceerd die aanleiding kunnen zijn tot overmatig risicovolle strategische activiteiten of een grote nadruk op het behalen van positieve rendementen op korte termijn (men zie bijvoorbeeld, Bebchuk, L.A. and J.M. Fried (2003), Executive Compensation as an Agency Problem, *Journal of Economic Perspectives*, 17, p. 71-92 en Bebchuk, L.A. and Spamann, H., 2009 Regulating Bankers Pay, Discussion Paper 641, Harvard Law School, Cambridge).

over the next four years to reflect the phasing out of his annual housing allowance to nil in 2015. His fixed allowance will therefore be reduced to £220,000 in 2015.”

ICT Automatisering (pagina 3, Bezoldigingsbeleid voorstel AVA 23 mei 2012)

“Pensioen wordt door bestuurders in eigen beheer opgebouwd. De vergoeding voor de opbouw van pensioenreserves bedraagt maximaal EUR 40.000 per jaar (te indexeren).”

Exact (Remuneration policy Exact Holding N.V., adopted April 26, 2012)

“The remuneration package of the Board of Managing Directors consists of a fixed base salary and a variable salary. The variable salary has a short-term and a long-term component. There currently is no pension scheme for Exact in the Netherlands. Should such scheme be introduced, the managing directors will be able to participate.”

DPA (pagina 2, Remuneratierapport 2011)

“De leden van de Raad van Bestuur ontvingen in 2011 een bijdrage in hun pensioenkosten van 17,5% van hun vaste salarisdeel. De bestuurders verzorgen daarbij hun eigen pensioenverzekering.”

Ondernemingen in Nederland stimuleren hun bestuurders steeds vaker tot het opbouwen van aandelenbezit via specifieke regels. Deze zogenaamde ‘*share ownership guidelines*’ zorgen niet per definitie voor betere prestaties, maar creëren in ieder geval lotsverbondenheid. Amerikaans onderzoek uitgevoerd na de kredietcrisis van eind 2008, laat bijvoorbeeld zien dat CEOs grote consequenties kunnen ervaren in hun welvaart als gevolg van deze verbinding. Op de mediaan gaat het voor de CEOs van Amerikaanse banken om een verlies van meer dan \$ 5 miljoen per persoon.⁹ AEX ondernemingen met dergelijke richtlijnen die verplichten tot opbouw van aandelenbezit zijn bijvoorbeeld Akzo Nobel, Philips, Reed Elsevier, Royal Dutch en Unilever. De voorzitter wordt typisch gevraagd om een bezit op te bouwen ter grootte van tussen 300% en 400%, uitgedrukt in een percentage van het basissalaris. Voor leden van de raad van bestuur gaat het tussen de 100% en 300%. Gesprekspartners geven te kennen dat indien bestuurders ook een deel van deze aandelen zelf inkopen, de legitimiteit van beloningen voor de top zouden kunnen toenemen, via het delen van ‘*pain & pleasure*’.

5. Prestatiemeting

In het kader van prestatiemeting is er meer nadruk op het meten van duurzaamheid, bijvoorbeeld op basis van zogenaamde ‘groene criteria’. In het kader van legitimiteit kan hiervoor de volgende verklaring worden gegeven. In de eerste

⁹ Fahlenbrach, R. en Stulz, R. (2011), Bank CEO incentives and the credit crisis, *Journal of Financial Economics* 99, p. 11-26.

plaats, staat de exclusieve nadruk op de creatie van aandeelhouderswaarde sinds de financiële crisis van 2008 ter discussie. In de tweede plaats, leeft maatschappelijke bezorgdheid ten aanzien van de vraagstukken rondom mens en milieu. Genoemde maatschappelijke ontwikkelingen betekenen dat de legitimiteit van bestaande, voorheen geaccepteerde doelstellingen van ondernemingsstrategie, zoals de exclusieve focus op de creatie van aandeelhouderswaarde in toenemende mate niet langer als legitiem worden geaccepteerd. Bovendien ontwikkelt zich een perspectief, waarbij ondernemen vooral vanuit een samenwerkingsvorm van verschillende stakeholders wordt gezien, waarbij van de onderneming ook een bijdrage aan de maatschappij als geheel wordt verwacht. Tenslotte heeft de toegenomen media invloed ertoe geleid dat de belangen van de externe stakeholders een groter gewicht hebben gekregen. Dergelijke ontwikkelingen leiden tot legitimiteitscrises, waarin van ondernemingen wordt verwacht dat zij bestaande institutionele paradigma's heroverwegen. Ondernemingen, in het bijzonder vervuilende ondernemingen, hebben veelal geen andere keuze dan beleid te implementeren dat zich richt op het terugbrengen van deze vervuiling. De 'milieu legitimiteit' die hieruit resulteert, verkleint algehele risico's, verbetert de reputatie, verbetert de toegang tot bronnen en versterkt de relatie met *stakeholders*. In dit licht is het noodzakelijk om ook de raad van bestuur te belonen voor acties die de 'milieu legitimiteit' bevorderen. Hierbij dient te worden gewaarschuwd dat het verbinden van beloning en groene criteria ook een manier kan zijn om te manipuleren. Interne mechanismen die ervoor zouden moeten zorgen dat er geen sprake is van misrepresentatie, zoals het aanstellen van een speciaal comité, lijken meer symbolisch dan daadwerkelijk effect te sorteren.¹⁰ Externe audits zouden een meer effectieve rol kunnen spelen.

Naast groene criteria worden er steeds meer andere duurzaamheidscriteria aangetroffen bij ondernemingen. In de korte termijn beloning gaat het om 21 van de 25 AEX fondsen, waarbij deze criteria typisch tussen de 20% en 40% van de prestatie meting bepalen. Het gaat hier vaak om criteria zoals veiligheid (bijvoorbeeld: Aperam, ArcelorMittal, Royal Dutch Shell), werknemersbetrokkenheid (bijvoorbeeld DSM, Philips, PostNL), klanttevredenheid, (bijvoorbeeld TNT Express), maatschappelijk verantwoord ondernemen (bijvoorbeeld: AEGON, ING, Reed Elsevier, SBM Offshore, Unilever), reputatie (bijvoorbeeld KPN). Duurzaamheid heeft ook te maken met investeren in nieuwe technieken. In dit kader kijkt ASML bijvoorbeeld naar de *Technology Leadership Index* en Wolters Kluwer naar het percentage van de omzet dat ze uit elektronische producten en diensten haalt. Ook in de lange termijn beloning komen dergelijke criteria voor. De frequentie is lager dan in de korte termijn beloning, ongeveer de helft van de AEX ondernemingen hanteert zulke criteria. De weging ervan is typisch tussen de 20% en 50%. Zo kijkt Akzo Nobel voor de helft van de lange termijn beloning naar de duurzaamheidsscore zoals bepaald door het onderzoeksbureau SAM en DSM naar het terugbrengen van broeikasgassen.

10 Berrone, P. en Gomez-Meija, L. (2009), Environmental performance and executive compensation: an integrated agency-institutional perspective, *Academy of Management Journal* 52, p. 103-126.

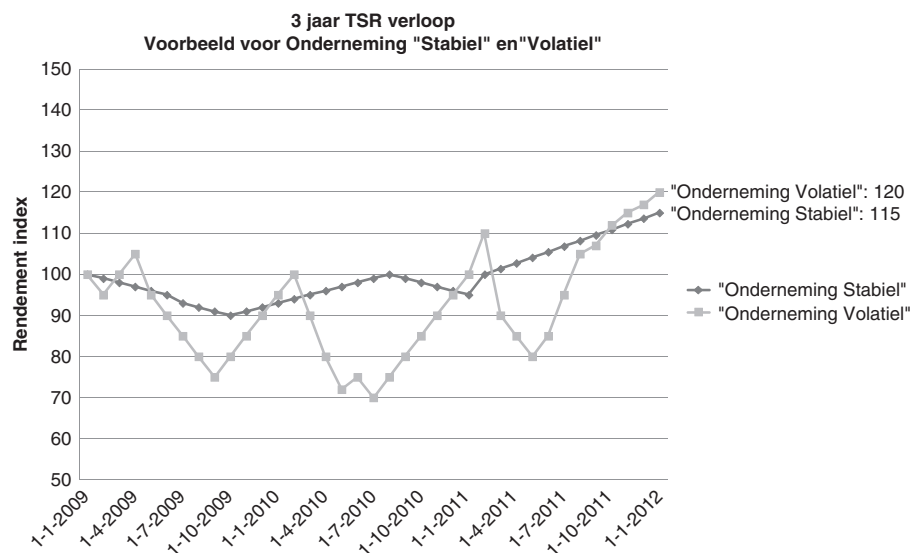
In vervolg op de hierboven geschetste ontwikkelingen is het niet verrassend te constateren dat duurzaamheidscriteria in de lange termijn beloning het meest gebruikte criterium, namelijk dat van relatieve aandeelhouderswaarde, voor een deel hebben weggedrukt. Voor lange termijn beloningsprogramma's binnen de groep van AEX ondernemingen wordt de maatstaf van relatieve aandeelhouderswaarde (*relative TSR*) op dit moment overigens nog steeds het meest gebruikt. Na de introductie van de Nederlandse Corporate Governance Code in 2004 werd deze maatstaf populair. Best practice bepalingen II.2.1 en II.2.3 bepaalden dat aandelen en opties niet konden vrijvallen zonder aparte prestatietoets. Opties werden na deze periode massaal vervangen door aandelen en de toets werd in de meeste gevallen TSR. Als observatie in de marge kan hierbij overigens worden opgemerkt dat de asymmetrische uitbetalingsstructuur van een optie werd vervangen door de asymmetrische uitbetalingsstructuur van een prestatie-aandeel dat een gelijksoortig risico met zich meebrengt. Een meting in 2006 laat inderdaad zien dat bijna driekwart van de AEX ondernemingen (TSR) hanteert¹¹ en doorgaans als enige maatstaf die verbonden is aan het vrijvallen van aandelen. Over de afgelopen jaren is er druk ontstaan in het kader van de legitimiteit hiervan. Van de AEX ondernemingen hanteert nu nog 60% TSR. Hiervan hanteert nog slechts een enkele onderneming TSR als het enige criterium.¹²

Wat echter nog niet is geobserveerd is het aanpassen van de meting zelf. Deze is over de afgelopen jaren hetzelfde gebleven. De prestatie van de onderneming op het gebied van TSR wordt over een periode van meestal 3 jaar vergeleken met concurrenten. Er wordt een rangorde vastgesteld. Indien de onderneming meer aan de bovenkant scoort vallen er meer aandelen vrij. Met de discussie in het bankwezen rondom risicobeheer en aanpassing van prestatie-indicatoren op basis van het genomen risico voor interne maatstaven, kan uiteindelijk ook de aanpassing van de externe TSR maatstaf niet lang op zich laten wachten. Fondsbeheerders worden zo immers al afgerekend. Twee portefeuilles met hetzelfde rendement van bijvoorbeeld 8% maar met zeer verschillend onderliggend risico zijn niet hetzelfde. Het rendement aanpassen kan op allerlei manieren. Hiervoor in aanmerking komen bijvoorbeeld de Sharpe ratio, Treynor ratio of Jensen's Alpha omdat ze ook door fondsbeheerders worden gehanteerd. De eerste past aan op basis van volatiliteit, de tweede op basis van de bèta en de laatste op basis van het verwachte rendement.

Een voorbeeld op basis van twee ondernemingen in een TSR groep is weergegeven in de onderstaande figuur. "Onderneming Volatiel" scoort een TSR van 20% en "Onderneming Stabiel" 15%. In het huidige systeem wordt de score van 20% beloond. Daarmee wordt volatiliteit beloond. Een aanpassing in de meting, waarbij aan het begin en het einde een middelingsperiode van 3 of 6 maanden wordt gehanteerd, zoals in de praktijk geobserveerd, verhindert dit niet. Een aanpassing van de prestatie op basis van de volatiliteit, respectievelijk 45% en 8% leidt wel tot een hogere score voor "Onderneming Stabiel".

11 Haanen, R., Maas, V., Van Triest, S. (2006), 'Relatieve prestatiemeting bij AEX-fondsen', *MAB* 80, P. 494-502.

12 Hay Group, Top Executive Remuneration Survey, the Netherlands, 2012



Indien TSR plannen niet worden aangepast voor risico kan de legitimiteit ervan onder druk komen te staan. Dit geldt eerst en vooral voor de financiële sector maar methodologisch ook voor niet-financiële ondernemingen.

In het kader van maatschappelijk draagvlak voor variabele beloning kan ook nog worden gedacht aan een nieuwe synthese tussen *stakeholders*. In een dergelijk model hebben *stakeholders* rechtstreeks invloed op de variabele beloning door bijvoorbeeld via een enquête een score in te vullen. Een alternatief is dat een voorstel voor de feitelijke hoogte van de variabele beloning als apart agendapunt op de AvA komt. Op dezelfde wijze als er voor het aannemen van het beloningsbeleid kan worden gestemd kan voor de specifieke hoogte worden gestemd (voor of tegen). Indien bijvoorbeeld 20% tegenstemt, gaat er 20% van de voorgestelde variabele beloning af. Indien iedereen tegen stemt, is de variabele uitkering nul.

6. Prikkelsterkte

Tegelijk met de toenemende relevantie van legitimeringsvraagstukken rond variabele beloning is er een steeds groter wordend aanbod in de literatuur dat zich richt op de 'donkere kant' van variabele beloning. Te sterke prikkels, met asymmetrisch karakter, zijn in verband gebracht met liegen, boekhoudkundige missers en zelfs fraude.¹³ Het meten van de sterkte van deze prikkels in het licht van risicobeheer is

¹³ Voorbeelden zijn Aboody Aboody, D., Kasznik, R. (2000), 'CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures', *Journal of Accounting and Economics* 29, p. 73-100; Chauvin, K.W., Shenoy, C. (2001), 'Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants', *Journal of Corporate Finance* 7, p. 53-76;

dus relevant, zeker ook als onder dit laatste ook mogelijke legitimeringsrisico's worden begrepen. Het gaat hierbij zowel om de prikkels die voortvloeien uit de portefeuille van aandelen en optierechten die de bestuurder aanhoudt, maar daarnaast ook uit de korte- en lange termijn prestatieprikkels. Communiceren over de feitelijke en beoogde prikkelsterke is relevant aangezien er anders een desoriëntatie kan ontstaan onder *stakeholders*. Variabele beloning is immers een containerbegrip geworden. Onderzoek laat zien dat de vraag hoe variabel, variabele beloning is, gerechtvaardigd is.¹⁴ Hiermee wordt tevens iets gezegd over de competitiviteit van de beloningen. Het beloningsrisico kan worden gemeten door te kijken naar de mate waarin daadwerkelijke beloningen afwijken van de verwachte beloning indien doelstellingen gedeeltelijk of helemaal niet worden gehaald of, in tegenovergestelde richting, juist worden overtroffen. Het toevoegen van een risicoparameter in de beloningsvergelijking voegt informatie toe aan de besluitvorming. De onderstaande matrix kan hierbij een uitgangspunt zijn.

		Beloningsrisico	
		Onder de mediaan	Boven de mediaan
Beloningshoogte	Boven de mediaan	<p>A Laag risico – hoge beloning</p>	<p>B Hoog risico – hoge beloning</p>
	Onder de mediaan	<p>C Laag risico – lage beloning</p>	<p>D Hoog risico – lage beloning</p>

Als het beloningspakket wordt gecategoriseerd in kwadrant A is deze over het algemeen niet verdedigbaar (niet legitiem) richting *stakeholders*. De beloningshoogte bevindt zich aan de bovenkant van de referentiegroep terwijl het risico voor de bestuurder zich aan de onderkant bevindt. Hier ontstaat de gedachte van een *free ride*. In kwadrant D, met een omgekeerde verhouding, ontstaat mogelijk

Bergstresser, D., Philippon, T. (2006), 'CEO Incentives and Earnings Management', *Journal of Financial Economics* 80, 511-529; of *Financial Economics* 79, p. 35-67; Efendi, J., Srivastava, A., Swanson, E.P. (2007), 'Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements? The Role of Option Compensation and Other Factors', *Journal of Financial Economics* 85, p. 667-708; Denis, D.J., Hanouna, P., Sarin, A. (2006), 'Is There a Dark Side to Executive Compensation?', *Journal of Corporate Finance* 12, p. 467-488; Jensen, M.C. (2005), 'The Agency Costs of Overvalued Equity', *Financial Management* 34, p. 5-19.

¹⁴ Engesaeth, E. (2011), *Managerial Compensation Contracting*, Dissertation, Tilburg University Press, Hoofdstuk 3: Executive remuneration structure and the CompRisk index, p 123-219

een probleem met het aannemen van een bestuurder dan wel een retentieprobleem in het geval van een zittende bestuurder (tenzij de betreffende bestuurder een lage risicoaversie heeft).

In kwadrant B is sprake van zeer sterke prikkels. Een dergelijke situatie, waarin er erg veel op het spel staat voor de bestuurder, kan slechts effectief zijn in een situatie waarin het toezicht ook bovenmatig goed geregeld is. Indien de ‘pakkans’ van ongeoorloofd gedrag immers klein is, kan deze situatie ontaarden in waardevernietiging in plaats van waardevermeerdering, bijvoorbeeld indien het een en ander resulteert in een sterk overgewaardeerde aandelenprijs. In sommige ondernemingen, die in handen zijn van private equity partijen, is sprake van beloningscontracten met zeer sterke prestatieprikkels. Het toezicht is hier doorgaans eveneens op ingesteld door een meer directe verbinding met de operatie.

Door een meer verfijnde benadering van *benchmarking* heeft de risico-versus-rendement- benadering, vanuit sociaal maatschappelijk oogpunt overigens nog een belangrijk voordeel. Een onderneming die zich in kwadrant C bevindt, zal zonder deze benadering eerder geneigd zijn over te gaan tot een opwaartse aanpassing van de beloning. De beloning van de (voorzitter van de) Raad van Bestuur bevindt zich beneden de marktmediaan en dit kan leiden tot een aanpassingsreflex. Op basis van het toevoegen van een risicoparameter dient echter te worden geconstateerd dat ook het risico zich beneden de mediaan bevindt. Het draagvlak voor een aanpassing in de beloningshoogte (in isolatie) is daarmee significant kleiner geworden.

7. Communicatie

In het kader van het vermijden van verlies aan legitimiteit, zijn er voor ondernemingen grofweg twee manieren om te communiceren: 1) het beloningspakket rationaliseren en onderbouwen of 2) kiezen voor de minder substantiële route van symbolische acties dan wel camouflage. Dat symbolische acties inderdaad tot het arsenaal behoren, is bijvoorbeeld aangetoond in het onderzoek naar lange termijn beloning. In Amerika wonnen deze plannen in de periode 1972-1990 aan populariteit, aangezien hiermee werd aangetoond dat er lotsverbondenheid werd gecreëerd met de eigenaren van de onderneming. In een significant aantal gevallen werd de lange termijn beloning wel onderdeel van het beloningsbeleid maar feitelijk niet toegepast. Eén van de verklaringen hiervoor is het feit dat het beleid een symbolische werking had naar de buitenwereld en hiermee de legitimiteit van het beloningscontract van de CEO versterkte maar het niet toepassen ervan tevens tegemoet kwam aan de wens van deze CEO om de beloning niet daadwerkelijk variabel te maken.¹⁵ De eerdergenoemde weg van camouflage kan een rol spelen in situaties waarin sprake is van lastig uit te leggen beloning. Als het niet opvalt, is er immers ook geen legitimiteitsdreiging.

¹⁵ Westphal, J. en Zajac, E. (1994), Substance and symbolism in CEO's long-term incentive plans, *Administrative Science Quarterly* 39, p. 367-390.

Er is inderdaad aangetoond dat een hogere beloning hand in hand kan gaan met een lager niveau van duidelijkheid van de rapportage hierover.¹⁶ Gegeven de vrijheidsgraden was dit in de jaren '90 eenvoudiger dan op dit moment. Inmiddels zijn de (corporate governance) regels verscherpt en is er sprake van grotere transparantie.

Aan de communicatie rondom topbeloningen worden tegenwoordig diverse eisen gesteld met als doel om de informatie asymmetrie tussen de interne organisatie en de buitenwereld te verkleinen. De Nederlandse Corporate Governance Code vraagt bijvoorbeeld om een remuneratierapport waarin diverse aspecten van bestuurdersbeloningen openbaar worden gemaakt. Transparantie is wellicht nog geen garantie voor begrijpelijkheid, maar is wel een noodzakelijke voorwaarde. Welke rol speelt legitimiteit in dit verband? Een uitgewerkt voorbeeld in de literatuur is de overgang naar meer transparantie rondom de kosten van aandelenopties. Dit heeft zich voorgedaan in Europa evenals in de Verenigde Staten. Ons voorbeeld komt uit de Amerikaanse literatuur.¹⁷ De Amerikaanse situatie is interessant aangezien in de jaren '90 en het begin van de 21^{ste} eeuw een zeer sterke stijging in optiebeloning waar te nemen was, die zelfs door Michael Jensen is gekenschetst als een optie explosie.¹⁸ Er werden miljoenen opties 'gratis' uitgegeven. In deze periode waarin het opnemen van de kosten van opties in de boeken nog niet verplicht was, kondigt Coca-Cola op 14 juli 2002 aan als één van de eerste om dit vrijwillig wel te gaan doen. De vraag die hierbij rijst is waarom een onderneming hiertoe beslist. Vanuit de agentschap theorie ligt dit immers niet voor de hand aangezien het de winst al snel met 10% kan drukken en het de onderneming ten opzichte van concurrenten dus minder winstgevend doet lijken. Een verklaring voor dit feit kan worden gevonden in de institutionele theorie waarbinnen ondernemingen sociale legitimiteit trachten te verwerven. Door middel van het opnemen in de boeken kan een onderneming een signaal naar de markt afgeven dat het een uitstekende corporate governance structuur heeft. Een onderneming die als eerste beweegt kan onder de invloed van legitimiteitseffecten een krachtige vorm van isomorfisme oproepen. Dit betekent dat andere ondernemingen hiertoe ook overgaan, zelfs indien ze nog niet zeker zijn van de meerwaarde, maar simpelweg omdat het lastig is om hieraan te ontsnappen. Dit komt bijvoorbeeld omdat de nieuwe manier ook wordt gezien als de nieuwe standaard en daarnaast als gevolg van de kruiselingse relaties tussen ondernemingen via hun bestuursstructuren. Toegenomen publieke verontwaardiging rondom topbeloningen kan hier eveneens aan bijdragen. Het opnemen van de kosten van opties en andere aandelen gerelateerde beloning is vandaag de dag verplicht in Amerika onder U.S. GAAP als ook in Nederland onder IFRS 2.

16 McGuire, J. (1997), Legitimacy through obfuscation: The presentation of executive compensation, *The International Journal of Organizational Analysis* 5, p. 115-133.

17 Brandes, P. en Hadani, M. En Goranova, M. (2006), Stock options expensing: An examination of agency and institutional theory explanations, *Journal of Business Research* 59, p. 595-603.

18 Jensen, M.C., Murphy, W.H., Wruck, K.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

Concluderend kan worden gezegd dat de beweging richting meer transparantie resulteert in een verkleining van de informatie asymmetrie. Maar wat levert het concreet op voor de onderneming? Onderzoekers wijzen hierbij onder meer op het herstellen van legitimiteit van de onderneming en het herstellen van vertrouwen van *stakeholders* in de corporate governance van de onderneming. Meer openheid en een effectieve vorm van communicatie rondom beloningen voor de top kunnen hier dus aan bijdragen, onder meer in het licht van reputatiemanagement. Woorden die besmet zijn geraakt kunnen worden vervangen door nieuwe terminologie. Dit heeft alleen zin indien dit verder dan enkel symboliek gaat.

8. Conclusie

In dit hoofdstuk hebben we stilgestaan bij het huidige bestuurdersbeloningen landschap. We hebben vijf deelgebieden bekeken vanuit het legitimiteitsvraagstuk. Legitimiteit is de perceptie of aanname dat de acties van een entiteit over het algemeen wenselijk en gepast zijn binnen het sociale construct van normen, waarden, overtuigingen en definities. Het gaat dus om maatschappelijke steun welke versterkt wordt door begrijpelijkheid en transparantie. Deze kernbegrippen zijn ook steeds terug te vinden in de beantwoording van de probleemstelling: wat kan worden gedaan om de legitimiteit van topbeloningen te verbeteren? Op basis van literatuuronderzoek in combinatie met interviews worden diverse mogelijkheden aangedragen:

- 1) Beloningshoogte: interne toets op een passende beloning en verankering met maatschappelijke indicatoren zoals het modaal inkomen;
- 2) Beloningsstructuur: mogelijkheden tot versimpeling van de structuur, zoals het in elkaar schuiven van korte en lange termijn beloning en transparant maken van de pensioentoezegging, bijvoorbeeld door de opbouw aan de bestuurder te laten;
- 3) Prestatiemeting: verbreden van de manier waarop prestaties worden gemeten en waarin duurzaamheid een centrale plek heeft;
- 4) Prikkelsterkte: meer transparantie over de mate waarin variabele beloning ook daadwerkelijk variabel is kan versluiering tegen gaan en desoriëntatie voorkomen bij het vergelijken van de beloningspakketten tussen ondernemingen. Het toevoegen van dit risicoperspectief kan bovendien een rem zetten op opwaartse aanpassingen. Het geeft een argumentatie voor beloning onder de mediaan indien ook het bijbehorende risico zich onder de mediaan bevindt;
- 5) Communicatie: de route van uitleg en onderbouwing staat naast de weg van symboliek en camouflage. De eerste is de weg naar herstel van duurzame legitimiteit. Dit betekent dat eventueel nieuw te introduceren begrippen die de besmette woorden als *peer group* en *bonus* dienen te vervangen ook onderliggende substantie moeten kennen.

Op basis van het bovenstaande is de maatschappelijke verwachting over de rol van de raad van commissarissen veranderd. Steeds vaker zal van commissarissen worden verwacht dat ze zorgen voor topbeloningen die niet enkel marktconform maar ook maatschappijconform zijn. Dit geldt in het bijzonder voor die ondernemingen waarvoor actieve maatschappelijke steun onontbeerlijk is.