

## **Gevaren van variabele beloning: een commentaar op het voorstel van de commissie Tabaksblat**

De beloning van het ondernemingsmanagement is een onderwerp van discussie in de door de commissie Tabaksblat voorgestelde corporate governance code. De vraag is onder meer of en in hoeverre de beloning van managers afhankelijk moet zijn van de prestaties en of deze beloning ook in de vorm van aandelen en opties mag worden uitgekeerd. In het vorig decennium was het gebruik van aandelenopties een veelgebruikt instrument, waarop veel kritiek is gekomen. Zo was vaak de relatie tussen de beloning en een aanwijsbare prestatie volledig afwezig, en werden de omvang van de beloning vaak als excessief groot gezien. De voorgestelde corporate governance code beperkt de mogelijkheden van het gebruik van dergelijke opties, onder meer door het verbieden uitoefening binnen drie jaren. Hiermee kunnen onder meer problemen omtrent voorkennis in belangrijke mate worden beperkt. De code lijkt daarom veel waarde te hechten aan het toestaan van variabele beloningen voor zover deze gekoppeld is aan “vooraf bepaalde, meetbare en beïnvloedbare doelen, die deels op de korte termijn en deels op de lange termijn zouden moeten worden gerealiseerd teneinde de binding van de bestuurders aan de vennootschap te versterken”.

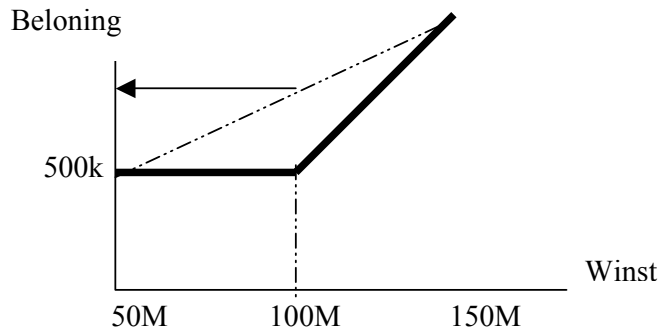
Door gebruik te maken van variabele beloning probeert men een probleem op te lossen dat ontstaan is door de scheiding tussen leiding en eigendom van de onderneming. Wanneer de leiding en eigendom van een onderneming verenigd zijn in een persoon spreken we van een “ondernemer”, die uiteraard een groot belang heeft om zich in te zetten voor zijn onderneming. De ondernemer heeft belang bij de financiële prestaties onder alle omstandigheden, zowel wanneer de onderneming winst maakt als wanneer de onderneming verlies maakt. Bij scheiding van leiding en eigendom wordt de ondernemer opgedeeld in een aandeelhouder en een manager. Wanneer men de manager een vast salaris toekent, heeft deze – afgezien van een persoonlijke motivatie om zijn werk goed te doen – verder geen uitdrukkelijk belang bij de financiële prestaties van de onderneming. Het doel van de variabele beloning is om de belangen van aandeelhouders en manager meer op een lijn te brengen.

Er zijn verschillende soorten variabele beloningen, zoals aandelenopties, aandelen en contanten. De code richt zich op al deze vormen, door het reguleren en beperken van het gebruik van aandelenopties en aandelen, en het leggen van een relatie tussen een meetbare prestatie en de beloning. Dit lijkt een gezond uitgangspunt, maar de praktijk zal uitwijzen dat de Code genoeg mogelijkheden biedt om de waardevernietigende effecten van opties en met opties vergelijkbare beloningssystemen te laten voortduren.

Het kwaad hangt vooral samen met de z.g. convexe beloningsstructuren. Deze beloningsstructuren belonen als het goed gaat, maar straffen niet als het slecht gaat, zijn alomtegenwoordig, leiden tot het verspillen van managementtijd, en hebben, indien niet goed begrepen, desastreuze effecten op de waarde van ondernemingen. Bijna alle beloningssystemen zijn gebaseerd op het idee dat prestaties boven een benchmark beloond moeten worden. Omdat slechte prestaties niet bestraft worden, hebben managers een incentive om risico te nemen zonder dat het verwacht rendement hoeft toe te nemen, waardoor de kans op zowel sterk positieve als sterk negatieve resultaten toeneemt.

Convexe beloningsstructuren zijn aanwezig in met name aandelenopties en beloningen die afhangen van prestaties. Het beperken van het gebruik van aandelenopties is daarom een goed element in de voorstellen voor de nieuwe code.

Een groot probleem blijft bij de beloningen die afhankelijk zijn van de prestaties, waarbij een bestuurder een vast salaris geniet en bij een bepaalde winst (omzet) target een percentage van de winst (omzet) uitgekeerd krijgt.



Ter illustratie nemen we een manager die een prestatieafhankelijk salaris ontvangt zodra hij een bepaald target haalt. De target is in dit geval een winst van 100 miljoen. Voorbij de target krijgt de manager boven op het basissalaris van 500 duizend een percentage van de winst. Het prestatieafhankelijke salaris motiveert: managers zullen er naar streven de target te verslaan. De geschetste beloningsstructuur is convex: een extra inspanning wordt stevig beloond, maar matige prestaties worden niet afgestraft. De manager is wederom gebaat bij fluctuaties in de winst (omzet).

Convexe beloningsstructuren die - zoals hierboven geschetst - hun waarde ontleen aan boekhoudkundige cijfers, kennen twee ernstige tekortkomingen.

Ten eerste, de prestatie maatstaf kan *getimed* worden middels boekhoudkundige trucs. In het voorbeeld hierboven zal de manager in jaar 1 de winst laag houden (50M), om in jaar 2 een winst te boeken van 150M. De gemiddelde winst over beide jaren is 100M, maar de manager incasseert echter een vette premie (zie pijl). In de praktijk ontstaan deze problemen wanneer de manager zich begeeft op het hellende traject tussen 100M en 150M. Hij zal dan koste wat het kost proberen ieder jaar de winst te verhogen om zo een hoger salaris te incasseren. Als de onderliggende ondernemingsprestaties niet toereikend zijn, dan zal de manager zijn accountant vragen de winst te verhogen. Als de boekhoudkundige reserves en trucs uitgeput raken dan kan men in het algemeen straffeloos (= met behoud van het basissalaris) een fors verlies rapporteren, om de jaren erna weer winsten te kunnen laten zien. Dit gedrag werkt destabiliserend, maar past over het algemeen binnen het geldende stelsel regels voor de jaarverslaggeving. Dergelijke manipulaties vallen vaak samen met veranderingen in het management. Zonder namen te noemen kan men ook binnen Nederland voorbeelden vinden van toonaangevende ondernemingen waar regelmatige wisselingen in het management plaats vinden die samenvallen met het nemen van grote verliezen: elke keer als een nieuwe manager aantreedt worden er “eenmalig” grote verliezen genomen die nog samenhangen met het regiem van de vorige manager, er moet personeel afvloeien, en er moet weer gereorganiseerd worden. Daarna volgen jaren van groei, totdat *management fatigue* optreedt, een nieuwe manager aantreedt en het spel opnieuw begint.

Ten tweede, de manager kan en zal invloed uitoefenen op de keuze van de prestatie maatstaf en hoogte van de target. Voor wat betreft prestatie maatstaven is er keus genoeg: nettowinst,

winst voor belastingen, winst voor belastingen en interest, omzet, omzetgroei, cashflow, groei in abonnees of gebruikers, etc, etc. De manager zal gaan lobbyen voor makkelijk verslaanbare combinaties van targets en prestatimaatstaven. Dit is *hurdle*-management. Wat weinigen zich realiseren is dat *hurdle*-management tijd vreet (en dat alleen al lijdt tot aandeelhouderswaardevernietiging.)

Doordat de voorgestelde code het lastiger maakt om aandelen en opties te gebruiken zal de aandacht zich richten op de variabele beloningscomponenten. Het nadeel is dat deze tamelijk ondoorzichtig kunnen zijn, en niet altijd door iedereen even goed begrepen worden. Managers zullen op allerlei manieren proberen hun targets relatief makkelijk haalbaar te maken, bijvoorbeeld door conservatieve schattingen te maken en door te gaan lobbyen met leden van de Raad van Commissarissen. Aan het eind van de meetperiode blijkt dan dat de targets te pessimistisch waren gesteld en dat winsten, omzetten of andere prestatimaatstaven “onverwacht” gunstig uitpakken.

Het bovenstaande laat zien dat boekhoudkundige creativiteit en *hurdle*-management uitwassen kunnen creëren. Het is daarom niet zinnig om het gebruik van aandelen of opties te beperken en tegelijkertijd een variabel beloningssysteem toe te staan. Het is veel belangrijker om commissarissen te benoemen met verstand van beloningssystemen, commissarissen die door de regels van de code heen kunnen kijken, en een systeem ontwikkelen en volgen dat de waarde van de onderneming verhoogt.

Helaas is het onmogelijk en onwenselijk om prestatieafhankelijke systemen uit te bannen. Managers zijn geen ondernemers en hebben dergelijke systemen nodig om goed te kunnen functioneren en waarde te creëren. Het gebruik van aandelen is een natuurlijk middel om de belangen van de ondernemer en de aandeelhouder op één lijn te krijgen. Wanneer de manager een substantieel belang heeft in de onderneming heeft hij een substantieel belang bij het reilen en zeilen van de ondernemingen in goede en slechte tijden.

Wij geloven niet dat een sterke mate van prestatieafhankelijke beloning erg zinvol is. Net als bij gewone werknemers, kan bij gebleken goed functioneren van een manager het reguliere salaris worden bijgesteld. Toch bevelen we niet aan om een verbod of sterke beperking van prestatieafhankelijke beloning vast te leggen in regels, zelfs niet in de context van code op basis van “comply or explain”. Bij een kwalitatief goede Raad van Commissarissen en/of remuneratiecommissie kan prestatieafhankelijk belonen wel degelijk nuttig zijn, wanneer vastgesteld kan worden dat vooral de prestatie gemanipuleerd wordt en niet de prestatimaatstaf.

Wel hebben wij veel vertrouwen in het gebruik van aandelen. De code zou kunnen voorschrijven dat managers een substantieel deel van hun vermogen verplicht beleggen in de onderneming dan wel dat een substantieel deel van hun beloning wordt uitgekeerd in de vorm van aandelen. Daarbij is het van belang dat de manager gedurende zijn dienstverband en tot drie jaar daarna niet mag handelen in het betreffende aandeel.

Martien Lubberink & Auke Plantinga