

PRESTATIEGERELATEERDE BELONING EN CFO

# Kat op het spek?





**Sinds de kredietcrisis staan bonussen sterker dan ooit ter discussie. Ook cfo's ontvangen resultaatafhankelijke beloning. Wordt in hun geval de kat niet nog extra op het spek gebonden? Moet er een eind aan komen? Een rondgang langs betrokkenen, onderzoekers en opinieleiders.**

TEKST ANNEGREET VAN BERGEN | BEELD CORBIS, SIMONE VAN ES, MARJA BROUWER

**L**eg resultaatafhankelijke beloning voor financiële directeurs aan banden. Dat was kort gezegd het pleidooi van hoofdredacteur Chris Knoops in het juli/augustusnummer van het Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie (MAB). De financiële directeurs (cfo's) stellen de financiële verslagen samen en daardoor zijn zij bij uitstek degenen die resultaten dusdanig kunnen beïnvloeden dat ze gunstig uitvallen voor de bonus. Leid hen niet in bekoring, vindt Knoops.

Uit een enquête door Accountant.nl (zie ook 'de Accountant', oktober 2008, pagina 59) blijkt dat tweederde van de respondenten het eens is met zijn stelling dat prestatiegerelateerde beloning voor cfo's onwenselijk is. Aanleiding om eens te onderzoeken hoe direct betrokkenen, onderzoekers en opinieleiders op het gebied van corporate governance tegen deze kwestie aankijken.

Wat vinden zij? Wordt door ook de financiële man resultaatafhankelijke bonussen in het vooruitzicht te stellen, de kat extra op het spek gebonden? Of schuilt er geen gevaar in deze wijd verbreide (zie kader) praktijk?

Deze rondgang leert dat vooral de pleitbezorgers van bonussystemen voor de top in het algemeen, menen dat de risico's van manipulatie (*earnings management*) door de cfo beperkt en/of beheersbaar zijn. Daarentegen zijn tegenstanders van variabele beloning van de top bijna allemaal tegen prestatiebeloning voor de cfo. Dat is vragen om moeilijkheden, menen zij.

#### **PRIORITEITEN**

Jan Kooiker, bestuurslid van Nederlandse Vereniging van Financial Executives (NVFE), is het daar niet mee eens.

Volgens hem zet resultaatafhankelijke beloning managers ertoe aan om op een goede manier prioriteiten te stellen. Dat is in het belang van het bedrijf en van de aandeelhouder. Hij illustreert dat met het voorbeeld van Servex, de exploitant van horeca- en winkelformules op NS-stations, waaraan hij tot voor kort leiding gaf en waar de bonus voor het management afhankelijk is van het resultaat.

"Toen halverwege het jaar de situatie dreigde dat de *target* niet werd gehaald, was dat het signaal om naar de loonkosten te kijken. Omdat het verloop in die branche groot is, konden wij die omlaag brengen door meer jongeren in dienst te nemen die dankzij de jeugdlonen goedkoper zijn dan volwassen krachten van 23 jaar en ouder. Het percentage jeugdlonen werd in twee jaar tijd van 25 opgevoerd tot veertig procent. Dit soort creativiteit wordt vooral aangeboord en in daden omgezet wanneer de bonus in gevaar dreigt te komen."

De cfo hoort in de visie van Kooiker ook een bonus te ontvangen: "Als eerste signaleert hij dat het niet goed gaat met de omzet en/of het resultaat. Als hij dat ziet, kan hij de andere leden in het team aanzetten daar iets aan te doen."

Maar doet een vakman dat alleen als hij er een bonus voor krijgt? Kooiker:

"In het geval van variabele beloning zal hij zich steviger opstellen tegenover de" ■



**Jan Kooiker: 'Met variabele beloning zal de cfo zich steviger opstellen tegenover andere teamleden.'**

andere teamleden. We hebben in de Nederlandse context nogal de neiging om aardig voor elkaar te zijn.”

#### **STOK ACHTER DE DEUR**

Beroepseer. Het risico van reputatieschade. Controle door het audit committee van de raad van commissarissen. Controle door de externe accountant. Stuk voor stuk zijn deze zaken een stok achter de deur die voorkomt dat de cfo cijfers manipuleert, meent Kooiker. Dat er altijd wel iets van *gaming* plaatsvindt, moet men op de koop toenemen. Wanneer om die reden de pres-

tatiegerelateerde beloning zou worden afgeschaft, gooi je volgens Kooiker het kind met het badwater weg.

Een vergelijkbare kijk heeft Jan Bouwens, hoogleraar accounting aan de Universiteit van Tilburg. “Bij een goede scheiding der machten is er voldoende controle op de cfo. Bovendien zal de cfo beducht zijn voor zijn reputatie. Hij moet nog langer mee.” Helemaal zonder risico's is de prestatiebonus voor de cfo niet, meent ook Bouwens. Maar volgens hem is het een kwestie van voordelen afwegen tegen de nadelen. Bouwens: “Het management



**Jan Bouwens: 'Zonder prestatiebeloning zou de bedrijvigheid lang niet zo hard groeien als hij heeft gedaan.'**

loopt dankzij incentives harder dan het anders zou hebben gedaan. Stel dat het bedrijf dankzij die prikkels één miljoen euro extra winst boekt. Stel vervolgens dat tien procent daarvan, honderdduizend euro, het gevolg is van manipulatie. Dan is er per saldo een extra winst van negenhonderdduizend euro behaald. Als zo'n positief saldo resulteert, moet je geneigd zijn prestatiegerelateerde beloningen toe te kennen. Zonder prestatiebeloning zou de bedrijvigheid lang niet zo hard groeien als hij heeft gedaan en nog steeds groeit”, is zijn stellige overtuiging.

#### **Betalen om te liegen**

De agency theory komt er, heel kort gezegd, op neer dat door het toekennen van vooral resultaatgerelateerde bonussen de belangen van aandeelhouders en managers in elkaars verlengde komen te liggen. Een van de grondleggers van deze midden jaren zeventig ontwikkelde theorie is Michael Jensen. Jensen ziet inmiddels steeds meer nadelen aan het bonussysteem. Al in 2001 schreef hij in de Harvard Business Review een artikel over de schaduwkanten van het systeem onder de aansprekende titel *Paying people to lie*.

Minstens even fraai is de titel die Charles Mulford en Eugene Comiskey en voor hun boek over earnings management: *The Financial Numbers Game*, ontleend aan een inmiddels tien jaar oude lezing van toenmalig SEC-voorzitter Arthur Levitt. In dit boek zetten zij de methoden op een rijtje waarmee cfo's cijfers kunnen manipuleren om op papier mooie resultaten te behalen.

Soms gaat het om reële transacties, zoals het uitstellen van investeringen in research & development. Soms gaat het om papieren handelingen, zoals het treffen van eenmalige reorganisatievoorzieningen die de winst onder het oude bestuur drukken en ten laste waarvan het nieuwe bestuur jaren kosten kan maken die niet meer op de winst-en-verliesrekening zijn terug te vinden.

#### **GOEDE FUNCTIONARISSEN**

Ook Riets Abma, directeur van Eumedion (de belangenbehartiger op het terrein van corporate governance van de aangesloten institutionele beleggers), heeft geen à priori bezwaren tegen een prestatiegerelateerde bonus voor financiële functionarissen. “Wij hebben belang bij een goed bestuur en bij een goede cfo, die voldoende tegengas biedt aan de wensen van de andere bestuursleden. Kwaliteit staat daarbij voorop. Het is een internationale arbeidsmarkt en dan is de variabele component belangrijk om goede functionarissen te kunnen aantrekken.” Volgens Abma zijn er voldoende controlemechanismen binnen de onderneming -



## Donald Kalff: 'Er is veel discussie mogelijk tussen accountant en cfo, omdat de accountingregels multi-interpretabel zijn.'

denk aan de verscherpte verslaggeving-regels en aan controle door het audit committee - die, tezamen met de externe accountantscontrole, zorgen dat de belangen van beleggers worden gewaarborgd. "Dit soort mechanismen moet ervoor zorgen dat het risico van manipulatie wordt beperkt, maar uitsluiten kun je het nooit."

### LANGE TERMIJN

Het management afrekenen op langetermijndoelstellingen in plaats van op jaarcijfers is volgens Abma een effectiever wapen tegen *earnings management*. In zijn aanbevelingen van 2006 heeft Eumedion er dan ook voor gepleit om kortetermijntargets te vervangen door doelstellingen op lange termijn. Langzamerhand is er volgens Abma bij de grote AEX-fondsen een verschuiving in die richting waarneembaar.

Abma: "Neem als doelstelling bijvoorbeeld de stijging van de beurskoers in drie jaar, in vergelijking met die van de belangrijkste concurrenten. En dan moet er niet worden afgerekend tegen de koers op de laatste dag van die drie jaar. Want dat is een prikkel om vlak voor de afrekendatum met mooie cijfers voor de dag te komen. Reken bijvoorbeeld af tegen een gemiddelde koers. Op deze manier

worden de belangen van de aandeelhouders en die van het bestuur op één lijn gebracht. Wanneer de onderneming goed presteert, moet het bestuur, de cfo inclusief, goed beloond worden." Een heel andere mening is Donald Kalff toegedaan (zie ook 'de Accountant' september 2007). Kalff werkte onder meer bij KLM, en is nu biotech-ondernemer en publicist. Hij verwierf

vermaardheid met zijn boek *Onafhankelijkheid voor Europa - Het einde van het Amerikaanse ondernemingsmodel*. Kort gezegd gaat het volgens Kalff niet om de beurswaarde van ondernemingen. Het gaat om de economische waarde: het verschil tussen de contant gemaakte verwachte inkomsten en de contant gemaakte verwachte kosten (inclusief die van kapitaal).

### Splitsing cfo-functie

Zelfs binnen de logica van het Amerikaanse model deugt het niet om de cfo een prestatiebeloning toe te kennen, meent Kalff. "Mijn meest welwillende benadering zou zijn dat je de cfo-functie opsplijt in twee delen. Ten eerste de *treasury*, het tegen zo gunstig mogelijke voorwaarden aantrekken van kapitaal. Ten tweede de overige taken, kort samengevat als het verzorgen van een betrouwbare administratie en het naleven van de relevante wetgeving. In zo'n geval is een prestatiegerelateerde beloning voor het *treasury*-deel verdedigbaar. Maar voor de andere taak is het ondenkbaar. Die financiële functionaris hoort pal te staan voor de ware situatie. Dan moet je hem geen perverse prikkels te geven."

Een vergelijkbare opsplitsing van de cfo-functie suggereerde ook Chris Knoops in zijn MAB-column van juli/augustus 2008.

### COMPLEX ONDERNEMERSCHAP

De in het Amerikaanse model gangbare variabele beloningen en bonussen vindt Kalff uit den boze. Deels omdat de gekozen targets geen recht doen aan de complexiteit van het ondernemerschap. Deels omdat door de keuze van de doelstellingen vaak prikkels worden afgegeven die op gespannen voet staan met het vergroten van de economische waarde van een onderneming.

Kalff: "Als een nieuw bestuur aantreedt, erft het tientallen beslissingen. Als het bestuur in staat is fouten van de voorgangers te corrigeren, heeft het bij wijze van spreken al een lintje verdiend. Het moet heel erg zijn best doen om zelf een paar belangrijke beslissingen toe te voegen en dan nog moet je maar hopen dat die de economische waarde vergroten. Bij veruit





**Ed Vosselman: 'Onderzoek laat zien dat door financiële prikkels de echte betrokkenheid van mensen vermindert.'**

de meeste beslissingen zijn de resultaten pas na vier tot tien jaar zichtbaar, maar vaak is het causale verband niet eens traceerbaar. Om die reden zijn prestatiegerelateerde beloningen onzin.

Maar het is ook gevaarlijk. De kwantitatieve maatstaven worden vaak zo gekozen dat de kans groot is dat het bestuur economische waarde dreigt te vernietigen."

Hij noemt als voorbeeld de winst per aandeel. Die kan onder andere worden vergroot door te saneren. Kalf: "Op korte termijn verhoogt dat inderdaad de winst per aandeel. Maar er is een reëel risico dat saneringen op lange termijn de kasstroom verminderen."

#### **ACCOUNTANT**

Dat de cfo wordt gecontroleerd door een extern accountant, maakt weinig indruk op Kalf. "Er is veel discussie mogelijk tussen de extern accountant en de cfo, omdat de accountingregels multi-interpretabel zijn. IFRS heeft alleen maar gezorgd voor verruiming van die interpretatie en dat zet de deur open voor manipulatie. IFRS schrijft voor dat er op marktwaarde wordt gewaardeerd. De problemen die ten grondslag lagen aan de zogeheten kredietcrisis zijn voor een



**Hans Schenk: 'Waarom zouden managers zonder financiële prikkels niet de belangen van de onderneming behartigen?'**

belangrijk deel terug te voeren op de worsteling van financiële instellingen die niet meer wisten wat hun spullen waard waren. Want tussen prijs en waarde bestaat geen enkel verband."

#### **KREDIETCRISIS**

Op een iets andere manier legt ook Ed Vosselman, hoogleraar accounting aan de Radboud Universiteit Nijmegen, het verband met de kredietcrisis. "Het bonus-systeem waarbij de top van de banken zoveel mogelijk op korte termijn tracht te verdienen, is een van de redenen waarom wij nu in crisis verkeren", aldus Vosselman. "Allerlei onderzoek wijst uit dat prestatiegerelateerde beloningen de kortetermijnerijndert groter maakt." Voor hem is het zo klaar als een klontje dat de cfo door prestatiegerelateerde in verleiding wordt gebracht. "Als geen ander is hij verantwoordelijk voor het accountingproces dat ertoe leidt dat er cijfers op tafel komen waarop buitenstaanders hun beslissingen baseren. Hij moet een *true and fair view* presenteren. Maar wanneer zijn inkomen afhankelijk wordt gemaakt van de winst, heeft hij er belang bij de winst te vertekenen in de richting die overeenkomt met zijn belang."

#### **OMGEKEERD EFFECT**

Ook op Vosselman maakt het geen indruk dat de cfo wordt gecontroleerd door een accountant. "Door steeds maar weer extra toezicht in te stellen, nemen mensen op een gegeven moment geen eigen verantwoordelijkheid meer." Het is volgens hem de paradox van de financiële prikkels dat door middel van extrinsieke motivatie wordt geprobeerd mensen beter te laten presteren, maar dat vaak het omgekeerde effect wordt bereikt. Vosselman: "Onderzoek van onder anderen de Zwitserse econoom Bruno Frey laat zien dat door financiële prikkels de echte betrokkenheid, de intrinsieke motivatie, van mensen vermindert. Ze zitten vastgeklemd in systemen van wantrouwen en hebzucht. Ze doen alleen nog maar dingen voor de poen, of om straf te ontlopen. Dat je verkopers een bonus geeft, is verdedigbaar. Die krijgen er een kick van zoveel mogelijk te verkopen. Hun eigenbelang strookt met dat van de onderneming. Maar bij topbestuurders loop je een groot risico dat de nadelen groter zijn dan de voordelen." Het argument dat variabele beloning nodig is om capabele lieden in de raad van bestuur te krijgen, snijdt volgens Vosselman geen hout. Eerder is het omge-



Rients Abma: 'De variabele component is belangrijk om goede functionarissen te kunnen aantrekken.'

### Nogal gebruikelijk

Hoe vaak komt het voor dat de cfo een prestatiegerelateerde beloning krijgt? Deze vraag is niet stelselmatig onderzocht, maar de meeste onderzoekers signaleren dat de cfo zelden of nooit een uitzonderingspositie binnen de raad van bestuur bekleedt. Chris Knoops zegt bij de grote (beursgenoteerde) ondernemingen geen voorbeelden te kennen van een cfo die niet mede een resultaatafhankelijke beloning ontvangt.

Jan Bouwens onderzocht een dataset van 552 controllers bij grote Nederlandse bedrijven en stichtingen. Bij ruim driekwart (in 431 gevallen) kreeg de controller een bonus die afhankelijk was van de winstcijfers. Prestatiegerelateerde beloning van de financiële staf komt dus ook op een lager niveau in de onderneming terug.

keerde het geval. "Het systeem van prestatiegerelateerde beloningen trekt vooral opportunisten aan. Of, nog erger, je creëert ze. Het is een ander type bestuurder dan je zou willen."

### VERSPILDE MOEITE

Hans Schenk, hoogleraar organisatie aan de Universiteit Utrecht, zou het heel raar vinden om de cfo uit te sluiten van variabele beloning voor de raad van bestuur. "De cfo draagt voorstellen voor en de rest van de raad van bestuur stemt daar al dan niet mee in. Het is een gedeelde verantwoordelijkheid", meent Schenk.

Schenk vindt het verspilde moeite de pijlen op de cfo te richten. Het *hele*

systeem van prestatiegerelateerde beloningen moet wat hem betreft zo snel mogelijk op de helling. Ook Schenk refereert aan Bruno Frey en wijst er op dat bestuurders, wanneer je variabele beloning introduceert zich als calculerende subjecten gaan opstellen. "Het verstrekt ze een goed excuus om alleen nog voor hun eigenbelang op te komen." Dat de kritiek op het bonussysteem voor de top in eerste instantie vooral in de academische wereld te horen was en pas door de kredietcrisis ook daarbuiten op grote schaal, is volgens Schenk geen diskwalificatie van die kritiek. "Het is een collectieve beweging die pleit voor vernieuwing. Die moet ergens beginnen."

### ACADEMISCHE WERELD

"Overigens is de agency theory, die ten grondslag ligt aan de bonuscultuur voor managers, ook afkomstig uit de academische wereld", zegt Schenk. "Die is gebaseerd op de mijns inziens onjuiste veronderstellingen van de neoklassieke theorie. Die gaat ervan uit dat mensen financiële prikkels nodig hebben om tot actie over te gaan en dat zij altijd hun eigenbelang dienen. Dat is een mensbeeld dat niet door mij wordt gedragen.

Waarom zouden managers zonder financiële prikkels niet van zins zijn de belangen van de onderneming te behartigen?

Een bonus van tien tot vijftien procent? Vooruit dat kan. Dan is het een toefje slagroom. Maar wanneer de bonus het centrum van de aanpak wordt en minstens veertig tot zestig procent van de beloning beslaat, dan geef je helemaal het verkeerde signaal af. Een bonuscultuur baart avonturisme. Omdat dat profijtelijk is voor de beslissers, denken men dat de bomen tot in de hemel groeien.

De kredietcrisis, als gevolg van de situatie dat banken veel te grote risico's hebben genomen om op korte termijn winst te maken, laat zien waartoe dat leidt." □