



zelf de waarde van het aandeel op kunstmatige wijze vaststellen. Hoe dat precies gebeurt, is voor buitenstaanders nauwelijks te controleren, maar het komt meestal neer op een forse korting ten opzichte van de marktprijs. De waarde van de aandelen die na de prestatieperiode uitbetaald worden, staan ook nooit in de beloningsstaatjes in het jaarverslag. Daardoor zijn de precieze bedragen die verdiend worden met aandelen voor beleggers vaak niet duidelijk en wordt de daadwerkelijke waarde vaak onderschat.

Na alle negatieve publiciteit over bonussen en optieregelingen is belonen in aandelen populair geworden. Bijkomend voordeel voor bestuurders en commissarissen: voor de gemiddelde belegger is het haast ondoenlijk uit het jaarverslag op te maken wat de topman nou extra verdient door de aandelen die hij als prestatiebeloning toegekend heeft gekregen.

MEEDEINEN

Een variabele beloning in aandelen kan doorgaans op instemming rekenen van grote en kleine beleggers. Bestuurders deinen dan net als aandeelhouders mee op de beurskoers en moeten loyaal zijn aan het bedrijf om hun aandelen uiteindelijk te kunnen cashen. Daardoor ontstaat een belangenparallèle.

Het belonen in aandelen vindt zijn oorsprong in de gedachte dat de waardeverandering van aandelen bepaald wordt door het handelen van bestuurders. Maar die relatie is niet zo zwart-wit als vaak wordt gedacht. Neem het ruime geldbeleid van de Europese Centrale Bank dat de rente telkens naar nieuwe laagterecords brengt en aandelenbeurzen een ongekende ruggensteun geeft. Die kwantitatieve verruiming zal in menig bestuurskamer met gejuich zijn ont-

OVER HET ONDERZOEK

Om te beoordelen in welke mate bestuursvoorzitters profiteerden van de beursrally, keken we naar de aandelen die zij vergaarden als onderdeel van hun langetermijnbeloning. Het gaat om vijf tranches.

In de eerste plaats de aandelen die zijn uitbetaald in de jaren 2013, 2014 en 2015. Daarnaast namen we ook de voorwaardelijk toegekende aandelen in 2013 en 2014 mee. Aandelen die bestuurders met eigen geld aan- of verkochten tijdens de onderzoeksperiode tellen niet mee.

De voorwaardelijke aandelen zijn op dat moment nog geen eigendom van de bestuurder. Om de aandelen daadwerkelijk te ontvangen, moet de bestuurder een aantal doelen halen. Meestal krijgen bestuurders daarvoor een periode van drie jaar: de prestatieperiode. Voor het onderzoek gaan we ervan uit dat die voorwaardelijke aandelen na de prestatieperiode ook daadwerkelijk vrijvallen aan de bestuurders. Aanvankelijk was de koersontwikkeling ten opzichte van naaste concurrenten het belangrijkste prestatie criterium. Tegenwoordig gaat het ook om de ontwikkeling

van de winst per aandeel van het bedrijf, het rendement op geïnvesteerd vermogen of doelstellingen op het vlak van duurzaamheid.

SELECTIE

Voor het onderzoek keken we naar de aandelenbeloning bij 23 beursgenoteerde bedrijven, vijftien AEX-fondsen en acht ondernemingen uit de Midkap. Een voorwaarde was dat de huidige bestuursvoorzitter in 2012 ook al in functie moest zijn. Onder de hoofdfondsen viel een terts aan bedrijven af. Boskalis heeft voor het bestuur geen langetermijn-aandelenplan. De topmannen van ASML, Randstad, Shell en ING zitten nog te kort om de waarde-stijging van hun aandelenpakketten over de laatste twee jaar te bepalen.

Ten slotte deden niet mee: de recent van ING afgesplitste verzekeraar NN Group (geen historie als beursfonds), Gemalto, de Franse vastgoedbelegger Unibail-Rodamco en Altice (splitst beloningen niet uit naar individuele bestuurders). Oci had op het moment van onderzoek nog geen jaarverslag gepubliceerd.

vangen. Een bloemetje naar Mario Draghi en zijn mannen is misschien niet eens zo'n gekke geste.

In het recente tumult rond de salarissen bij ABN Amro en ING was het een door commissarissen voorgestelde verhoging van het vaste salaris die de lont in het kruitvat bleek. Maatschappelijke ophef en boegeroep was hun deel. Maar de zilvervloot halen bestuurders niet per se binnen met hun basissalaris of de jaarlijkse bonus. Het grotere geld kunnen ze binnenhalen door middel van hun aandelen.

HET BELONEN IN AANDELEN VINDT ZIJN OORSPRONG IN DE GEDACHTE DAT DE WAARDE-VERANDERING VAN AANDELEN BEPAALD WORDT DOOR HET HANDELEN VAN BESTUURDERS