

De beloning van de CFO krijgt – ten onrechte – veel minder aandacht dan die van de CEO.

Xavier Baeten en **Bettina de Ruyck** van het Executive Remuneration Research Centre van Vlerick Business School verrichtten een onderzoek onder ruim honderd Nederlandse en Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Hieruit werd zichtbaar dat de beloningscriteria van de CEO van invloed zijn op het handelen van de CFO. Door de keuze van die indicatoren kan de raad de CFO bewust in een specifieke richting sturen, of zelfs onbewust aanzetten tot frauduleus handelen. Ervan uitgaande dat beloning een instrument is om het gedrag te sturen, is het opvallend dat er (nog altijd) weinig aandacht is voor niet-financiële prestatie-indicatoren.

Dit artikel is een wake-up call voor commissarissen om bewust(er) beloningsafspraken te maken met zowel de CEO als de CFO.

DE CFO: WAAKHOND OF JACHTHOND?

DRIELUIK

1

De Chief Financial Officer (CFO) heeft een drietal essentiële functies, zo stelde collega prof. Kristof Stouthuysen recent tijdens een webinar, georganiseerd door het Executive Remuneration Research Centre van Vlerick Business School. Ten eerste een transactionele: het in goede banen leiden van de vorderingen en schulden die de onderneming heeft en het verzorgen van een correcte financiële rapportering. Ten tweede het beschermen van de waarde van de onderneming aan de hand van een goed risicobeheer en het beveiligen van de bezittingen. En tot slot de creatie van waarde door de onderneming, door middel van prestatiebeheer en strategische besluitvorming. De hamvraag die we willen beantwoorden in dit artikel is in welke mate het beloningssysteem van CFO's hen in deze of gene richting aanstuurt.

Waarom dit artikel? Ten eerste omdat we vaststellen dat het merendeel van de aandacht, zowel in onderzoek als in de media, uitgaat naar de remuneratie van de CEO. Dat is deels begrijpelijk, omdat die persoon ook het gezicht is van de onderneming, en omdat het in de meeste landen wettelijk verplicht is om de remuneratie van de CEO publiek te maken, althans bij beursgenoteerde ondernemingen. Toch is het opmerkelijk dat er relatief weinig aandacht uitgaat naar de verloning van de CFO, in de meeste bedrijven toch de nummer twee. Een tweede reden is dat er disproportioneel veel

aandacht uitgaat naar de hoogte van de beloning, in tegenstelling tot de onderliggende factoren die de beloning, en dan vooral de variabele beloning, gaan bepalen. De *key performance indicators* (KPI's), zoals ze ook wel genoemd worden. Omwille van deze beide redenen/tekortkomingen, willen we hier specifiek aandacht besteden aan de criteria die de beloning van de CFO bepalen.

Voor de inhoudelijke vorm baseren we ons op bestaand wetenschappelijk onderzoek. Maar daarenboven werd door het Executive Remuneration Research Centre een onderzoek opgezet waarbij de remuneratieverslagen over 2019 van alle beursgenoteerde ondernemingen in Nederland en België werden geanalyseerd op het vlak van de onderliggende KPI's. Onze aanvankelijke steekproef bedroeg 157 bedrijven. Maar omdat een aantal bedrijven hun remuneratieverslag nog niet hadden gepubliceerd op het moment van het onderzoek, en omdat een aantal bedrijven geen informatie verstrekken over de KPI's voor de CFO, bestond de uiteindelijke populatie uit 105 bedrijven, waarvan 57 in Nederland en 48 in België. We starten met een overzicht van het bestaand wetenschappelijk onderzoek, gevolgd door het voorstellen van vier remuneratiemodellen. En we eindigen met marktgegevens rond het gebruik van prestatie-indicatoren voor de remuneratie van CFO's.

Drie lessen uit wetenschappelijk onderzoek

Zoals al aangehaald is het wetenschappelijk onderzoek naar remuneratie van de CEO veel dikker gezaaid dan naar dat van de CFO. Toch hebben een speurtocht en een synthese geleid tot een drietal belangrijke bevindingen.

Ten eerste blijkt de remuneratie van de CEO impact te hebben op het gedrag van de CFO. Dit is een belangrijke vaststelling, omdat dit aantoont dat de impact van de remuneratie van de CEO ook uitwaaiert over de andere top executives en dan meer bepaald de CFO. Zo hebben Indjejikian en Mateka aangetoond dat in bedrijven waar manipulatie van de boekhouding werd vastgesteld, de CEO een duidelijk groter deel van de remuneratie van de top-5 naar zich zag toevloeden (de zogenaamde ‘CEO pay slice’), en dat daar een sterker verband was tussen de beurskoers van het bedrijf en de waarde van de aandelenportefeuille in handen van de CEO. We zouden kunnen zeggen dat de bedrijven waarin manipulatie van de financiële rekeningen minder voorkomt, die bedrijven zijn die op een meer gematigde manier omgaan met de remuneratie van hun CEO, wat dan weer leidt tot minder druk op de CFO.

Een tweede belangrijke bevinding uit wetenschappelijk onderzoek is dat ‘incentivesystemen’ voor CFO’s die gekenmerkt worden door een zeer formulematige benadering, sneller aanleiding geven tot het ‘net’ bereiken van de targets, in tegenstelling tot het net niet bereiken van die doelstellingen. Dit resultaat uit onderzoek van Balsam, Irani en Yin toont dus aan dat CFO’s acties ondernemen om de doelstellingen te bereiken die niet altijd in het belang van de organisatie zijn (bijvoorbeeld kostenbesparingen). Deze hebben veelal een kortetermijnfocus.

Een derde bevinding, door Kroos, Schabus en Verbeeten, is dat clawback clauses, waarbij contractueel bepaald wordt dat de CFO een (deel van) de bonus moet terugstorten indien die zou gebaseerd zijn op cijfers die achteraf niet correct of gemanipuleerd waren, effectief zinvol kunnen zijn als tegengewicht voor de mogelijke impact van gedragsbeïnvloeding door potentieel hoge bonussen.

Vier remuneratiemodellen voor de CFO

Als we dan overgaan tot de analyse van remuneratieverslagen, komen we op basis van een kwalitatieve analyse tot een viertal typologieën of nog achterliggende filosofieën die ten grondslag liggen aan de beloning van CFO's:

1. De CFO als jager op financiële prestaties. Als we naar de onderliggende indicatoren kijken van het Belgische Deceuninck Group, zien we dat de bonus van de CFO voor 65 procent bepaald wordt door een winstgevendheidsmaatstaf (REBITDA), en voor 35 procent door een kasstroomindicator (adjusted free cash flow). Op die manier wordt (ook) de CFO dus in zeer sterke mate beloond voor het realiseren van financiële prestaties. Hier kunnen we echter de vraag stellen of het wel een goed idee is om de CFO, die toch aan de spreekwoordelijke knoppen zit, in een dergelijke mate te belonen op basis van financiële prestaties van het bedrijf.
2. De CFO als general manager. Deze bedrijven zien de CFO, althans voor zijn beloning, niet zozeer als een aparte functie met eigen KPI's, maar laten er een mix op los. Dit soort bedrijven hanteert een sterke

★★★★★★★★★★★★★★★★★★★★★★★★★★★

‘Bedenk eerst welke rol de CFO wordt toegedicht en welke indicatoren daar het beste bij passen’

groepsgeest voor het topmanagement door hen op basis van dezelfde indicatoren te beoordelen en belonen, eerder dan over te gaan tot indicatoren die functiespecifiek zijn. Een voorbeeld in dit verband is het Nederlandse technologiebedrijf Nedap, dat de bonus van de CFO telkens voor een derde laat afhangen van financiële targets, organisatieontwikkeling (bijvoorbeeld procesverbetering), en externe factoren (zoals fusies en overnames).

3. De CFO als behoeder én besluitvormer. Hier vinden we zowel een aantal rolspecifieke indicatoren terug, als indicatoren die zich situeren op het niveau van het topmanagement. We zouden dit ook een hybride systeem kunnen noemen. ForFarmers is hier een goed voorbeeld. 60 Procent van de bonus wordt bepaald door een winstmaatstaf (underlying net profit), maar daarnaast krijgen CFO-specifieke indicatoren zoals M&A, kredietcontrole, ontwikkelingen van het finance team en specifieke projecten in finance ook een gewicht van 40 procent.

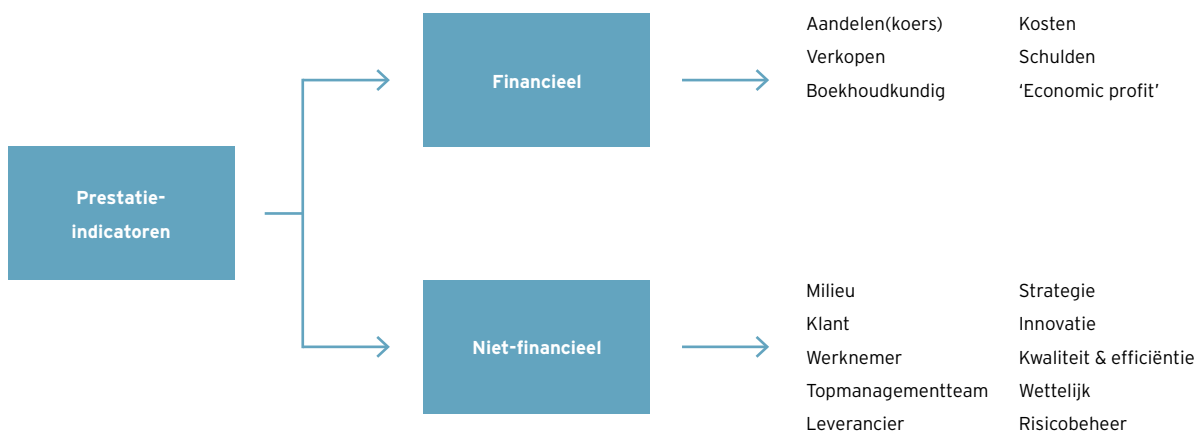
4. De CEO als co-creator van duurzame waarde. Hier wordt de CFO niet (enkel) beloond op basis van financiële prestaties, maar worden ook de belangen van andere belanghebbenden meegenomen. Het Belgische vastgoedbedrijf Cofinimmo is een goed

voorbeeld in dit verband. De bonus van de CFO wordt er immers niet enkel bepaald door het netto resultaat per aandeel, de bezettingsgraad van de kantoren en de operationele marge, maar ook door klantentevredenheid, het engagement van de werknemers en de strategische ontwikkeling. Daarbij komt dan nog dat 20 procent van de bonus bepaald wordt door persoonlijke objectieven van de CFO.

KPI's voor de remuneratie van CFO's

Het is dus belangrijk dat commissarissen zich in sterke(re) mate buigen over de remuneratie van hun CFO's. We hebben aangetoond dat bepaalde remuneratiemechanismen een bepaald gedrag kunnen veroorzaken, en we hebben ook een viertal remuneratiemodellen voorgesteld, afhankelijk van de rol die men ziet voor de CFO. In dit laatste onderdeel richten we onze blik op de actuele praktijken bij bedrijven, zeer specifiek op het vlak van de gebruikte prestatie-indicatoren. Om deze indicatoren in kaart te brengen, hebben we een taxonomie ontwikkeld.

Figuur 1: Overzicht van prestatie-indicatoren.



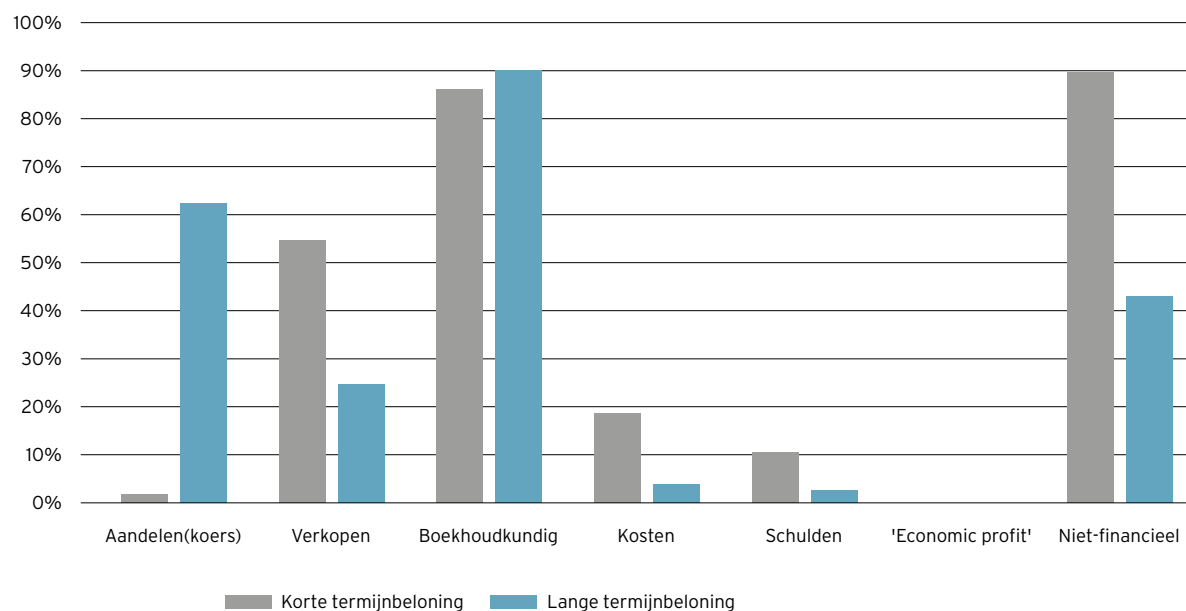
Deze taxonomie toont meteen ook aan hoe complex de opdracht is voor commissarissen en remuneratiecommissies om tot de juiste prestatie-indicatoren te komen. Deze keuze hangt af van een aantal zaken, zoals onder meer de sector. In de industrie bijvoorbeeld winnen milieu-indicatoren aan belang. Dit mede onder druk van de institutionele beleggers die slechte of matige milieuprestaties meer en meer zien als een risico. Daarnaast is er natuurlijk ook de maatschappelijke realiteit. Zo zien we steeds meer aandacht voor de werknemer in het algemeen en voor diversiteit in het bijzonder. We hopen echter dat de strategie van het bedrijf hierin een meer vooraanstaande rol gaat spelen. Het is met name onze ervaring dat het doorvertalen van de strategie van het bedrijf in de juiste prestatie-indicatoren een bijzonder complexe, maar meteen ook een buitengewoon belangrijke aangelegenheid is. We bespreken de aanwezigheid van de verschillende types prestatie-indicatoren voor de bepaling van de kortetermijnbeloning (ook wel short-term incentives genoemd) en de langetermijnbeloning (long-term incentives).

Algemeen stellen we vast dat boekhoudkundige cijfers een sterke impact hebben op zowel de korte- als langetermijnbeloning. Daarbinnen zien we dat EBIT (Earnings Before Interest and Tax en EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization) de meest populaire maatstaven zijn.

We zien echter wel een duidelijk onderscheid voor wat de niet-financiële indicatoren betreft. De meeste ondernemingen nemen die wel op voor de bonus, maar minder dan de helft neemt ook niet-financiële maatstaven mee ter bepaling van de langetermijnbeloning. Dit is des te opmerkelijker omdat toch dikwijls wordt aangegeven dat deze niet-financiële indicatoren vooral op lange termijn impact hebben. Dit lijkt een belangrijk aandachtspunt te zijn.

Dieper ingaand op die niet-financiële indicatoren stellen we vast dat het vooral strategische indicatoren zijn die een belangrijke rol spelen, gevolgd door werknemersgerelateerde maatstaven. Wat de strategische maatstaven betreft, kan het dan gaan om de

Figuur 2. Prestatie-indicatoren in *incentive*-systemen voor CFO's



‘Aandacht voor de beloning van de CFO is beperkt, evenals de aandacht voor de variabelen die de beloning bepalen’

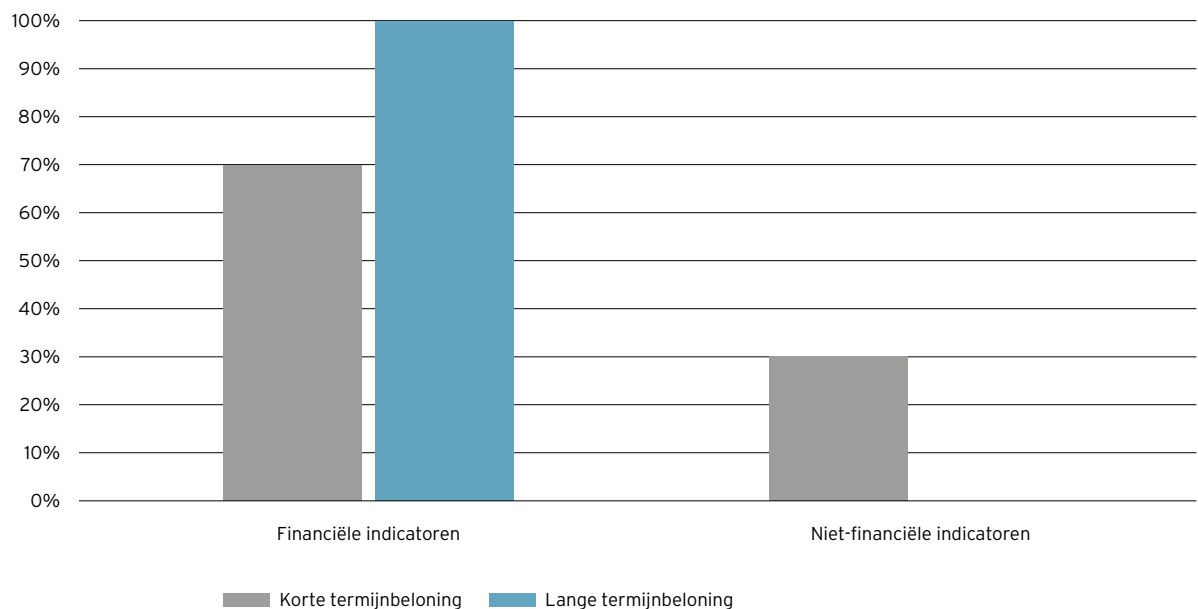
succesvolle integratie van een acquisitie, maar ook om interne projecten. Maatstaven die te maken hebben met werknemers, handelen dan bijvoorbeeld over hun *engagement* of veiligheid.

Richten we de aandacht op de langetermijnbeloning, dan zien we dat die vooral bepaald wordt door Total Shareholder Return (TSR, een maatstaf voor de koersevolutie van het aandeel) en Earnings Per Share (EPS, een winstgevendheidsmaatstaf). Zoals aangegeven wordt voor de langetermijnbeloning in mindere mate een beroep gedaan op niet-financiële maatstaven. Het valt echter wel op dat CSR (Corporate

Social Responsibility) indicatoren binnen deze niet-financiële maatstaven vrij populair zijn. Zo gebruikt Arcadis de score die is toegekend door het ratingbureau Sustainalytics. De Belgische telecomoperator Proximus maakt dan weer gebruik van een reputatie-index, waarin onder meer hun impact op de maatschappij vervat zit.

Wat het aantal prestatie-indicatoren betreft, is het zo dat de meerderheid van de bedrijven er vier tot zes in gebruik heeft voor wat betreft de kortetermijnbeloning. Voor de langetermijnbeloning wordt een bescheidener aantal indicatoren gebruikt. Iets meer dan de helft van

Figuur 3. Gewicht financiële en niet-financiële indicatoren (mediaan) voor beloning van de CFO



‘Met de keuze van de beloningsindicatoren stuurt de commissaris bewust, maar ook vaak onbewust, het gedrag van de CFO – met alle gevolgen van dien’

de bedrijven hanteert slechts een tot twee indicatoren. Het is uiteraard niet alleen relevant om het gebruik van de types prestatie-indicatoren te bestuderen, ook hun gewicht voor de bepaling van de remuneratie speelt een belangrijke rol. En daar knelt de schoen nog wel ergens, omdat we vaststellen dat de financiële maatstaven veruit het grootste gewicht hebben. Zij bepalen gemiddeld genomen 70 procent van de kortetermijnbeloning, en maar liefst 100 procent van de langetermijnbeloning. Het opnemen van niet-financiële indicatoren is voor de langetermijnbeloning dus slechts een randfenomeen.

Tot slot

We hebben aangetoond dat commissarissen in het algemeen, en de remuneratiecommissies in het bijzonder, extra aandacht zouden moeten besteden aan de remuneratie van de CFO, en meer specifiek aan de onderliggende prestatie-indicatoren. We zijn gestart met de vaststelling dat de beloningsaanpak een grote impact kan hebben op het gedrag en zelfs kan leiden tot manipulatie. Gematigdheid blijkt hierbij het kernbegrip te zijn. Vervolgens hebben we een viertal remuneratiemodellen voorgesteld waaruit bedrijven kunnen kiezen, afhankelijk van het feit welke rol ze voor de CFO zien: jager op financiële prestaties, general manager, behoeder en besluitvormer, dan wel co-creator van duurzame waarde.

Tot slot hebben we ook aandacht besteed aan de prestatie-indicatoren die worden gebruikt voor de remuneratie van CFO's. We stellen vast dat die, vooral voor wat de langetermijnbeloning betreft, nog zeer sterk wordt bepaald door financiële maatstaven. Daarom vragen we ons af of we ook hier niet gebaat zouden zijn bij een meer gematigde benadering,

waarbij strategische niet financiële indicatoren een groter gewicht krijgen.

Bronnen

Balsam, S., A.J. Irani, and Q.J. Yin. 2012. Impact of Job Complexity and Performance on CFO Compensation. *Accounting Horizons* 26 (3): 395-416.

Indjejikian, R., and M. Matejka. 2009. CFO Fiduciary Responsibilities and Annual Bonus Incentives. *Journal of Accounting Research* 47 (4): 1061-1093.

Kroos, P., M. Schabus, and F. Verbeeten. 2018. Voluntary Clawback Adoption and the Use of Financial Measures in CFO Bonus Plans. *The Accounting Review* 93 (3): 213-235.

Stouthuysen, K. 'Artificial Intelligence (AI): Opportunity or Threat for the Finance Function?', webinar Executive Remuneration Research Centre, 24.04.2020..

Over de auteurs

Xavier Baeten is professor Reward & Sustainability aan Vlerick Business School en leidt het Executive Remuneration Research Centre, gespecialiseerd in de uitwerking van strategisch geïnspireerde en gealigneerde beloningspolitieken voor het topmanagement.

Bettina De Ruyck is doctoral researcher aan Vlerick Business School en maakt haar proefschrift over de impact van CEO remuneratie op strategische acties en strategische flexibiliteit.

