Geen economische **argumenten** voor hoge bonussen

De snelheid waarmee bankiers weer in de oude gewoonte vervallen om zichzelf hoge bonussen uit te keren, heeft velen verrast. De verrassing en de verontwaardiging zijn des te groter omdat de goede resultaten die de banken nu kunnen voorleggen niets te maken hebben met goed beheer van het topmanagement, maar alleen het gevolg zijn van het spotgoedkope geld dat de centrale banken sinds meer dan twee jaar ter beschikking stellen van de banken.

Paul De Grauwe

- **Is** hoogleraar internationale economie aan de KULeuven
- **Stelt vast** dat het bonusbeleid van de banken te veel geënt is op het topsportmodel.
- **Vreest dat** er snel weinig zal veranderen tenzij de aandeelhouders hun verantwoordelijkheid nemen.

Nu de emoties wat geluwd zijn, past het om opnieuw de vraag te stellen over zin en onzin van bonussen. Laat mij beginnen met een belangrijke eigenschap van de markt van het topmanagement te benadrukken. Die markt lijkt heel erg op de markt van de topsporters. Het is een 'winner-takes-it-all'-markt. De winnaar van de olympische 100 meter of van het Wimbledon-tennistornooi krijgt de eerste prijs. Die prijs is meestal een veelvoud van wat de tweede en derde krijgen. Het verschil in prestatie tussen de eerste en de tweede is nochtans meestal miniem. Er zijn soms uitzonderingen: Usain Bolt was duidelijk een klasse apart tijdens de laatste Olympische Spelen. Maar in het algemeen is de eerste nauwelijks beter dan de tweede, en is zijn of haar eerste plaats vooral te wijten aan het toeval. Dat is ook zo in de markt van het topmanagement. Er is hevige concurrentie voor de positie van CEO. De persoon die de prijs wint en CEO wordt, is meestal nauwelijks beter dan de persoon die niet gewonnen heeft, en hij heeft zijn prijs vooral te danken aan het toeval. Als CEO wordt hij rijkelijk betaald, meestal veel meer dan diegenen die geen CEO zijn geworden.

MONOPOLERENTE

Die eigenschap van de markt van het topmanagement heeft een reeks belangrijke implicatie. De band tussen de vergoeding en de prestatie van de topmanager is heel losjes. De CEO verdient heel veel geld, niet omdat hij heel veel beter is dan de anderen. Hij is dat meestal niet. Hij verdient zoveel meer omdat hij de eerste prijs heeft gewonnen, waardoor hij een monopolierente kan opstrijken. Dat is natuurlijk problematisch. Er is een groot maatschappelijk draagvlak voor een systeem waarin mensen veel verdienen als dat het gevolg is van een uitzonderlijke prestatie. Er is geen draagvlak voor een systeem waarin mensen rijkelijk betaald worden terwijl ze niet of nauwelijks beter presteren dan anderen.

Een tweede implicatie van de 'winner-takes-it-all'-eigenschap van de markt van het topmanagement is dat de topsalarissen van de CEO's geen stimulerend effect hebben om hun prestaties te verbeteren. Dit laatste wordt dikwijls als argument gebruikt om de hoge vergoedingen van het topmanagement te rechtvaardigen: geef de CEO extra bonussen en hij zal zich nog meer inzetten. Dit 'incentive-effect' speelt waarschijnlijk wel voor de meeste personeelsleden in een bedrijf. Het speelt geen enkele rol voor de CEO. Verdubbel de vergoeding van de CEO van 1 naar 2 miljoen euro, en hij zal geen minuut harder werken. De reden is dat die vergoeding volledig losstaat van de prestatie van de man, en alleen het resultaat is van een monopolierente.

De band tussen de vergoeding en de prestatie van de topmanager is heel losjes.

AFTOPPEN

Dit leidt onmiddellijk tot een derde implicatie. Als de overheid de vergoeding van het topmanagement zou aftoppen (bij voorbeeld zou belasten tegen 100 procent boven een bepaald plafond van, ik zeg zo maar iets, 1 miljoen euro) zou er geen efficiëntieverlies zijn. De topmanager zou zich nog altijd even hard inzetten.

Ja maar, hoor ik zeggen. Zouden onze beste topmanagers niet naar het buitenland trekken waar ze hogere vergoedingen krijgen? Waarschijnlijk wel. Maar dat zou niet zo erg zijn. In het 'winner-takes-it-all'-tornooi zijn de tweeden en de derden nauwelijks minder goed. Ze zouden het stuur graag overnemen.

Er zijn dus heel weinig economische argumenten te vinden om de hoge bonussen van topmanagers goed te praten. Er zijn zelfs goede economische argumenten te vinden om geen bonussen uit te betalen. In een goed bedrijf zorgt het topmanagement ervoor dat het personeel zich identificeert met het bedrijf. Dit identificatieproces zorgt ervoor dat het personeel zich goed voelt, en bereid is zich extra in te zetten. Iedereen in het bedrijf wordt daar beter van, inclusief de aandeelhouders die op meer winst zullen kunnen rekenen. Wanneer nu het topmanagement in tijden van crisis aan het personeel vertelt dat ze hun looneisen moeten matigen, terwijl ze beslissen om zichzelf hoge bonussen te geven dan wordt dit identificatieproces geschaad. Het personeel zal minder gemotiveerd zijn om zich in te zetten, en het bedrijf zal minder winst realiseren. De hoge bonussen schaden dus het belang van de onderneming.

AANDEELHOUDERS

De hoge bonussen zullen niet snel verdwijnen. Dat kan alleen als de aandeelhouders wakker schieten en zich gaan realiseren dat die bonussen slecht zijn voor de onderneming en dus ook voor hen. We zien nu al in een aantal landen dat aandeelhouders actiever optreden om de aberratie van de hoge bonussen een halt toe te roepen. Die tendens zal zich voortzetten. Het is te hopen dat op die manier het gezond verstand in de hoofden van topmanagers opnieuw de bovenhand neemt.

COLUMN

NICOLAS VÉRON

Vooruitgang in het bankendebat

De Britse Onafhankelijke Commissie voor de Banken, onder leiding van de Oxford-econoom John Vickers, publiceerde vorige week een langverwacht tussentijds rapport over de hervormingsopties voor de Britse banksector. Als de conclusies in september, bij de publicatie van het definitieve rapport, bevestigd worden, is dat een mijlpaal in de discussie over de internationale bankhervorming. Op twee gebieden levert de Commissie-Vickers een belangrijke bijdrage.

Allereerst poogt het rapport een duidelijk onderscheid in te voeren tussen het nationaal en het internationaal bankieren. Het zakenbankieren bestaat voornamelijk uit verhandelbare diensten die gemakkelijk van het ene naar het andere land gebracht kunnen worden. De dienstverlening volgt daarbij de klanten, voornamelijk institutionele beleggers en grote bedrijven. Het lokale bankieren is niet zo mobiel: de meeste gezinnen en kleine bedrijven zoeken geen buitenlandse bank op om hun kredieten af te sluiten. Door beide te scheiden levert het rapport een geloofwaardig raamwerk om het lokale bankieren in het Verenigd Koninkrijk te reguleren, terwijl het internationaal bankieren overgelaten wordt aan de internationale instanties, zoals de Financial Stability Board. Zonder twijfel zal het onderscheid tussen het zakenbankieren en het retailbankieren in een en dezelfde financiële groep een belangrijke praktische uitdaging betekenen, maar het rapport heeft het bij het rechte eind als het dat als beheersbaar omschrijft.

De meeste gezinnen zoeken geen buitenlandse bank op om hun kredieten af te sluiten.

Daarnaast legt het rapport nadruk op de concurrentie als centraal element in het reguleren van banken. Dat hoeft niet te verwonderen: John Vickers was zelf een concurrentieregulator. Om een hele reeks redenen wordt bij het financieel toezicht te vaak de nadruk gelegd op de financiële systemen en wordt de rol van de concurrentie geminimaliseerd wanneer het gaat om de marktwerking en de financiële stabiliteit. Meer concurrentie is nochtans een onmisbaar antwoord op de uitdaging van de instellingen die 'too big to fail' zijn. Het tussentijdse rapport concentreert zich op de lokale markt en het retailbankieren.

Hoewel het tussentijdse rapport zich vooral inlaat met de Britse toestanden, heeft het een bredere relevantie voor de Europese Unie. Op het eerste gezicht lijkt het afzonderen van de Britse operaties in strijd met de eengemaakte Europese markt voor financiële diensten. Maar omdat de financiële sector een effectieve regulering moet hebben om goed te kunnen functioneren, moeten er ook adequate instellingen zijn die de regulering kunnen afdwingen. Dat betekent gecentraliseerde Europese autoriteiten voor het toezicht op de banken en, in het geval van een faling, een opvang voor banken met pan-Europees bereik. Zolang die instellingen niet bestaan - en de pas opgerichte European Banking Authority schiet nog steeds tekort - blijft een eengemaakte bankenmarkt fictie. Door die contradictie bloot te leggen, levert de Commissie-Vickers een belangrijke bijdrage aan de overheden in de EU.

■ **Nicolas Véron** is onderzoeker bij Bruegel in Brussel en gastdocent bij het Peterson Institute for International Economics in Washington.

DE OPINIE VAN **ZAK**

GESPOST

E.J. DIONNE JR.
OPINIEMAKER

The Washington Post

De Amerikaanse elite heeft een plicht tegenover de rest van ons.

De Amerikaanse heersende klasse laat ons in de steek - en dus ook zichzelf. Een verlichte elite begrijpt dat ze rijker kan worden en dat haar rijkdom veiliger zal zijn als die welvaart breed gedeeld wordt, als de regering investeert in productieve projecten die de hele maatschappij helpen en als de sociale mobiliteit toelaat dat er een zekere rotatie is bij de elite. Maar dat is niet langer het geval in de VS. De elite is niet langer geïnteresseerd in de gezondheid van de samenleving, maar enkel geobsedeerd door geld. De belangrijkste doelstelling is het verlagen van belastingen, vooral dan voor de financiële elite tijdens de afgelopen 20 jaar. Als de heersende klasse echt zo bezorgd was over het begrotingstekort als ze zegt te zijn, dan zou ze ook aanvaarden dat de rijkste mensen in een samenleving de plicht hebben een regering te steunen wiens politieke macht hen, hun eigendom en rijkdom beschermt. Die elites hebben geen argumenten voor besparingen zolang ze niet inzien dat hun rijkdom al jaren de werking van de overheid onder druk zet door lage belastingen.

■ **Deze opinie is gespot in The Washington Post.**

GE**QUOTE**ERD

ROBERT COHEN, COLUMNIST VAN THE NEW YORK TIMES

We maken het hoogtepunt van de Franse naoorlogse diplomatie mee en het dieptepunt van de Duitse.

COLOFON **DE TIJD**

ADRES
Mediafin,
Havenlaan 86c, bus 309 1000 Brussel
Tel. +32 (0)2 42336.11 - op werkdagen van 8u30 tot 18u

ABONNEMENTEN & DISTRIBUTIE
Tel. 0800/55.550,
Fax +32 (0)2 454.28.32.
abo@dt.be

REDACTIE
Tel. +32 (0)2 42338.40, Fax: +32 (0)2 42338.15
Lezers: reacties@dt.be,
Persberichten: persberichten@dt.be, Opinie: opinie@dt.be

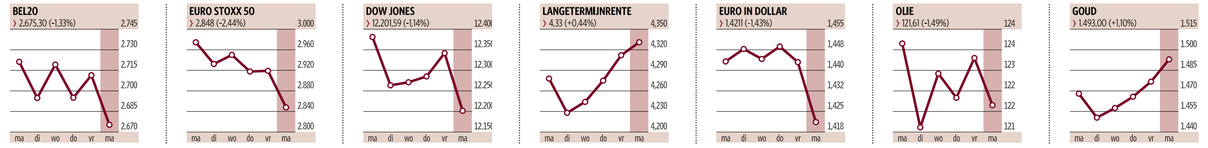
REKENING
Mediafin: 412-7058051-21
BTW-NUMMER
404.800.301

ADVERTENTIES
Trustmedia
Tel. (02) 422 05 11, Fax (02) 422 05 10,
info@trustmedia.be

mediafin
DE TIJD is een uitgave van Mediafin

ALGEMEEN DIRECTEUR Dirk Velghe
OPERATIONEEL DIRECTEUR Dieter Haerens
FINANCIEEL DIRECTEUR Arnaud Delmarcelle
REDACTIEDIRECTEUR Frederik Delaplace
REDACTIEMANAGER Olivier Ditrois

VERANTWOORDELIJKE UITGEVER: DIRK VELGHE, HAVENLAAN 86C, BUS 309, 1000 BRUSSEL



S&P tikt VS terecht op de vingers

Kredietbeoordelaar dreigt met ratingverlaging | Washington moet snel begroptingstekort terugdringen

Minister van Financiën Tim Geithner (links, tijdens een interview met NBC-ster David Gregory) moet proberen Democraten en Republikeinen te verzoenen. © REUTERS

ANALYSE
WOUTER VERVENNE

De Amerikaanse overheid kan niet boven haar stand blijven leven. De kredietbeoordelaar Standard and Poor's (S&P) heeft gisteren terecht gewaarschuwd dat de VS weldra niet meer tot de meest kredietwaardige landen zullen behoren, tenzij Washington snel het begrotingstekort vermindert.

S&P gooide een bom op de financiële markten. Voor het eerst sinds 1941 vraagt de scheidsrechter zich af of de VS ook de komende jaren nog rating AAA, de hoogste score van kredietwaardigheid, verdienen.

De VS behouden voorlopig de toprating AAA dankzij enkele troeven. S&P verwijst naar de gediversifieerde en flexibele economie, het efficiënt monetair beleid en de status van de dollar als belangrijkste reservemunt.

Maar tegelijk verlaagt S&P de ratingvooruitzichten. 'De VS hebben in vergelijking met andere AAA-landen zeer grote begrotingstekorten en een stijgende overheidsschuld. Aangezien het voor ons niet duidelijk is hoe de VS die problemen zullen aanpakken, hebben we de ratingvooruitzichten verlaagd van stabiel naar negatief.'

ZORGEN

De kredietbeoordelaar maakt zich zorgen over de meningsverschillen tussen de Republikeinen en de Democraten. Hij vreest dat de Congresleden voor de presidentsverkiezingen van november 2012 geen akkoord bereiken over saneringsmaatregelen. 'Als tegen dan geen akkoord wordt bereikt, zullen de Amerikaanse overheidsfinanciën duidelijk zwakker zijn dan die van andere AAA-landen.'

De financiële gezondheid van de Amerikaanse overheid is echter nu al zeer slecht. De VS boeken dit jaar een begrotingstekort van 10,8 procent van het bruto binnenlands product (bbp). Dat is het grootste deficit van alle landen met een AAA-rating.

Het enorme tekort op de begroting doet de overheidsschuld toenemen. S&P heeft vooral aandacht voor de nettoschuld. Dat is de bruto schuld van 100 procent van het bbp min de financiële activa.

SOCIALE ZEKERHEID

De nettoschuld van de Amerikaanse overheid bedraagt slechts 72 procent, omdat de sociale zekerheid en andere overheidsinstellingen veel staatsobligaties bezitten. De AAA-landen Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk hebben een grotere nettoschuld dan de VS.

Maar het Internationaal Monetair Fonds verwacht dat de VS de komende drie jaar Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk zullen inhalen. De Amerikaanse schatkist moet niet meer rekenen op steun van overheidsinstellingen. De sociale zekerheid boekte in 2010 voor het eerst sinds 1983 een kastekort. Dat deficit zal de komende jaren bijna zeker stijgen als gevolg van de vergrijzing.

President Barack Obama en minister van Financiën Tim Geithner staan voor een enorme uitdaging. De Democraten bepleiten een mix van bezuinigingen op de uitgaven en belastingverhogingen. De Republikeinen verzetten zich tegen belastingverhogingen.

Hoe groot is de kans dat S&P effectief de kredietrating van S&P verlaagt? 'We geloven dat er minstens een kans op de drie is dat we de rating in de komende twee jaar verlagen', zegt Nikola Swann, analist van het ratingbureau.

S&P zorgt voor vreemde verschuiving

WALL STREET

BEN SERRURE

De indexen op Wall Street zijn gisteren afgetekend lager gesloten. De waarschuwing van het ratingbureau Standard & Poor's dat de AAA-rating van de Verenigde Staten mogelijk op de helling komt te staan, veroorzaakte vooral een vlucht uit de klassieke risicoactiva: aandelen.

De Dow sloot 1,1 procent in de min, net als de bredere S&P500 en de technologiezware Nasdaq.

Beleggers zochten hun heil in de traditionele 'veilige havens'. Goud, logischerwijs. Maar ook de dollar en zelfs Amerikaans staatspapier profiteerden, een vreemde verschuiving als een ratingbureau de staatsfinanciën net onder vuur nam.

AFKOELEN

Dat China zondag de reserves die banken moeten aanhouden verhoogde, werd ook niet meteen op gejuich onthaald. China probeert zijn economie wat af te koelen om een te zware opstoot van inflatie te kunnen vermijden. Beleggers vrezen voor de impact op de bedrijfsresultaten van ondernemingen die actief zijn in het land. Zo zakte **Caterpillar** 3,1 procent.

CITIGROUP
4,42 USD, **onveranderd**

Citigroup, de op twee na grootste bank van de Verenigde Staten, rapporteerde voorbeurs al bij al sterke cijfers. De financiële groep heeft haar nettowinst in de eerste drie maanden van het jaar minder sterk zien terugvallen dan analisten hadden gevreesd. Beleggers reageerden opgelucht: in een fors lagere markt ging het aandeel onverminderd de dag uit.

GE**QUOTE**ERD

KOEN DE LEUS
KBC BOLERO

De bedrijfsresultaten zijn niet fantastisch in de VS, onder meer door de margedruk. In Europa is de dure euro een extra handicap.

Philips opende het Europese resultatenseizoen met een lager dan verwachte winst.

Jean-Pierre Clamadieu, met de klemtoon op Dieu

Koopadvies BofA maakt van Solvay een zame uitschieter in Bel20

BRUSSEL

ELKE MUSSCHE

Dat de Bel20 het verlies in vergelijking met de andere Europese graadmeters al bij al kon beperken tot 1,33 procent (2.675,30 punten) is volledig te danken aan Solvay. Het chemiebedrijf spon goed garen bij een koopadvies van BofA Merrill Lynch. Maar het algemene sentiment stond op onweer door de aanhoudende zorgen in de europeriferie. Welke minwaarden zullen Europese banken op hun obligatieportefeuille moeten boeken? Wat als de veelbesproken Griekse schuldherschikking werkelijkheid wordt? De beleggersonrust stuurde het Brusselse financiële tiktik in het rood. **Dexia** verloor 4,2 procent tot 2,62 euro, de verzekeraar **Ageas** leverde 4,1 procent in tot 1,98 euro en **KBC** moest een verlies van 3,7 procent tot 26,47 euro slikken.

'We weten dat er sowieso een oplossing komt voor Griekenland', zegt een handelaar. 'De financiële aandelen zitten wel op het beklaagdenbankje, maar de reactie is veel minder sterk dan vorig jaar, toen we nog niet wisten of er überhaupt een oplossing uit de bus zou komen. Het klinkt wat vreemd, maar gelukkig bezitten de Duitse en Franse banken samen voor 129 miljard euro aan Griekse schulden, wat een oplossing zekerder maakt.'

Bovenop de eurozorgen was het negatieve vooruitzicht van S&P voor de Verenigde Staten een extra klap voor de beurzen. Na de bekendmaking van het nieuws stuurden beleggers de Euro Stoxx50 nog 1,2 procent extra lager.

AANTREKKELIJK

Geen van al deze besognes straalden af op **Solvay**. Met een winst van 4,6 procent tot 95,65 euro stond het chemiebedrijf een-

Jean-Pierre Clamadieu (CEO Rhodia) kan Solvay transformeren.

ANALISTEN
BOFA MERRILL LYNCH

zaam aan de top van de Bel20. Analisten van BofA Merrill Lynch belonen het bedrijf met een koopadvies en een koersdoel van 115 euro. Het beurshuis ziet in de overname van het Franse Rhodia laat-cyclische groeikansen. 'Rhodia legt een ondergewaardeerde de blootstelling aan bijzonder aantrekkelijke consumentenmarkten op tafel. Het Franse bedrijf biedt daarnaast structurele groei in de automarkt, met proeve banden, autokatalysatoren en superieure plastics.' De analisten van Merrill Lynch zien drie motoren voor extra winst bij het 'nieuwe Solvay'. De eerste drijfveer zijn de synergiemogelijkheden, die het beurshuis hoger inschat dan de 250 miljoen euro die Solvay zelf aangeeft. De analisten hebben hun verwachtingen opgetrokken voor de pvc- en soda-afdeling van Solvay. 'We verwachten een volumegroei in 2011 en een prijsherboom in 2012 door een globale stijging van de vraag en een daling van het aanbod. De derde groeipool zijn de technische polymeren (Solvay) en consumentenmaterialen (Rhodia). Die activiteiten, die instaan voor een derde van het nieuwe Solvay, zullen profiteren van megatrends. Consumentenactiviteiten focussen op hoge toegevoegde waarde van chemicaliën voor hygiëne, gezondheidszorg en gewasverzorging.

Een veel gemaakte opmerking bij de overname van Rhodia was dat het Franse chemiebedrijf er de jongste vijf jaar niet in slaagde zijn moeilijke verleden van zich af te schudden op de beurs. Maar de twee elementen die beleggers ervan weerhielden om in Rhodia te investeren, de balansproblemen en de cyclusgevoelige polyamides, zijn verdwenen door de overname, aldus de analisten. Meer nog, Merrill Lynch ziet in Jean-Pierre Clamadieu, de huidige CEO van Rhodia, de figuur die erin zal slagen om van Solvay een efficiënte organisatie te maken als hij het roer in 2012 overneemt.

Bijzonder lovende woorden die in de marktenzalen niet steeds gedeeld worden. 'Wij zitten er misschien naast, maar zulke hoge waarderingen verdient Solvay niet. De overname was goed betaald en Rhodia was niet een van de mooiste bedrijven die Solvay kon binnenkrijgen. Als Solvay in de Franse sterindex belandt, wat algemeen verwacht wordt, dan spreken we wel over iets anders.'

Op de brede markt tekende het zinkbedrijf **Nyrstar** voor een opmerkelijk verlies van 5,6 procent tot 9 euro. 'De dollar is gestegen en dat heeft een onmiddellijk effect op de grondstoffenprijzen die terugvallen', zegt een handelaar. Dat is ook het geval voor de zinkprijs. 'Daardoor staat Nyrstar nu op een aantrekkelijk niveau, een moment om in te stappen. Want de prijs van grondstoffen mag dan wel volatiel zijn, de vraag naar grondstoffen is hoog, zeker in Japan, de Verenigde Staten en China. En het ziet er niet naar uit dat dat snel verandert.'

EURONEXT TOPPERS & FLOPPERS

Aandelen		Aandelen	
Solvay	+4,60%	Intervest Offices	-5,55%
Solvac	+4,05%	Nyrstar	-5,26%
Floridienne	+2,66%	Spector	-4,88%
4Energy Invest	+2,00%	IBA	-4,46%
Transics	+1,97%	Connect Group	-4,39%
Home Invest Belgium	+1,17%	Dexia	-4,18%
WDP	+0,99%	Ageas	-4,07%
Warehouse Estates	+0,86%	KBC Bankverz.	-3,73%
Duvel Moortgat	+0,67%	Alfacam	-3,40%
Fountain	+0,64%	IBt	-2,81%
Van de Velde	+0,51%	GDF Suez	-2,77%
Miko	+0,46%	Wereldhave Belgium	-2,73%
Galapagos	+0,43%	KBC Ancora	-2,59%
Montea	+0,40%	Delhaize	-2,45%
Roularta	+0,37%	Devgen	-2,44%

mediafin

SOLVAY
95,65 EUR **+4,60%**

NYRSTAR
9,00 EUR **-5,26%**