



STIJGENDE PRIJZEN EN HOGE WINSTEN

Jaarverslag van de BV Nederland 2022

Analyse van 49 bedrijven genoteerd aan de
Nederlandse beurs tussen 2019 en 2022

APRIL 2023



INHOUDSOPGAVE

SAMENVATTING	3
FACTSHEET	4
INLEIDING	5
'Graaiflatie'	5
Opbouw	5
OMZET EN WINST	6
Omzet en winst algemeen	7
Top 5: omzet en winst	7
Winst in verhouding tot de omzet	8
Nader bekeken: voedsel gerelateerd	9
DE AANDEELHOUDER EN HET BESTUUR	10
De aandeelhouder	10
Dividend en inkoop	10
Top 5: grootste uitkeringen	11
Het bestuur en de CEO	12
De hoogste beloningen	13
HET PERSONEEL	14
De personeelskosten	14
Stijgers en dalers	14
BELASTINGEN	15
CONCLUSIE	15
DISCUSSIE: IS ER IN NEDERLAND SPRAKE VAN GRAAIFLATIE?	16
BIJLAGEN	18
01 LIJST BEDRIJVEN	18
02 METHODOLOGIE	19
03 RESULTATEN INCLUSIEF SHELL EN PER JAAR	20

Door de **klikbare inhoudsopgave** kom je direct op de pagina of het artikel van je keuze. Via de thuisknop keer je terug naar de inhoudsopgave. Je kan natuurlijk ook gebruik maken van de standaard interface van je pdf reader.

VERANTWOORDING

Deze publicatie is een product van het **FNV-projectteam Kapitaalagenda** en kwam tot stand met medewerking van **Tijmen de Vos, Hendrik Noten, Vera Vrijmoeth** en **Pim Paulusma**

CONTACT OVER DE PUBLICATIE

Voor inhoudelijke vragen: Tijmen de Vos | tijmen.devos@fnv.nl

Contact voor media: Matthijs Kettelerij | matthijs.kettelerij@fnv.nl

SAMENVATTING

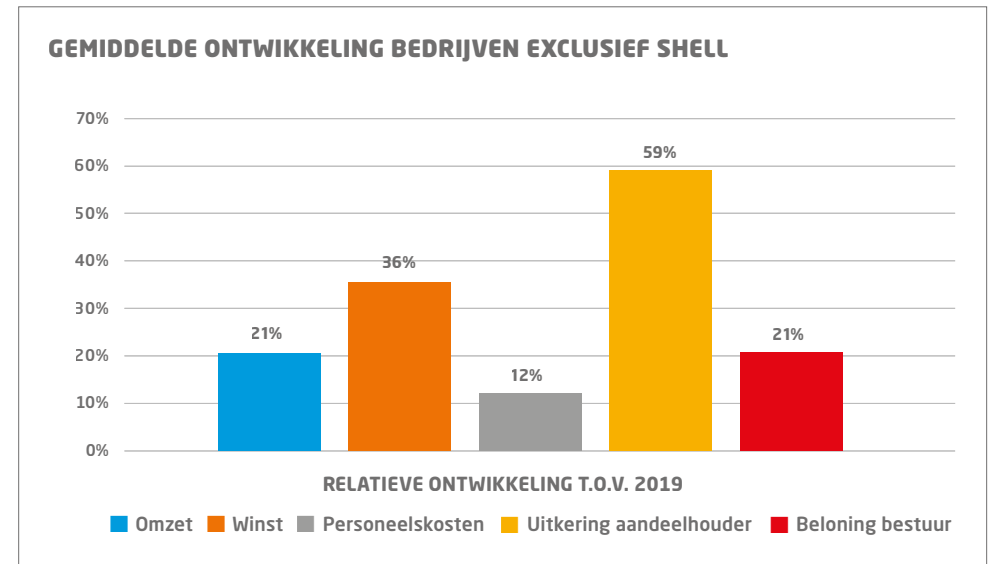
Dit rapport brengt de financiële ontwikkeling van 49 in Nederland aan de beurs genoteerde ondernemingen in kaart. Het betreft de bedrijven van de AMX en AEX tezamen. Met deze analyse hopen we bij te dragen aan het debat over de mate waarin de pijn van een jaar vol inflatie gedeeld wordt tussen werkenden, overheid en bedrijfsleven.

We kiezen als referentieperiode het jaar 2022 ten opzichte van 2019. Zo kunnen we de prestaties van de ondernemingen vergelijken met de situatie van vóór pandemie en oorlog. Voor de verschillende posten onderzoeken we de gemiddelde mutatie.

De resultaten laten zich in de grafiek ► **FIGUUR 01** samenvatten. Ten opzichte van 2019 groeide de omzet behoorlijk, de winst fors en de uitkeringen aan aandeelhouders explosief. De personeelskosten bleven daarentegen achter.

De resultaten werpen twee belangrijke vragen op. De eerste betreft het grote verschil tussen winst en omzet. Dit suggereert dat ondernemingen in tijden van inflatie in staat waren hun winstmarges juist te vergroten. We zagen de winst per euro omzet stijgen van 7,5 naar 8,5 cent. Hiermee droegen ondernemingen mogelijk extra bij aan stijgende prijzen.

De tweede vraag betreft de spectaculaire groei in uitkeringen aan aandeelhouders. In hoeverre getuigt dit bij de onderzochte ondernemingen nog van een noodzakelijke focus op de lange termijn en is dit een gezond bedrijfsmodel?



FIGUUR 01 OVERZICHT VAN DE PROCENTUELE ONTWIKKELINGEN VAN DE VERSCHILLENDE INDICATOREN

FACTSHEET

Wij analyseerden

49

bedrijven
genoteerd aan de
Nederlandse
beurs tussen
2019 en 2022*

Terwijl de omzet
steeg met

21%

nam de winst
toe met

36%

en de uitkering
aan aandeel-
houders zelfs met

59%

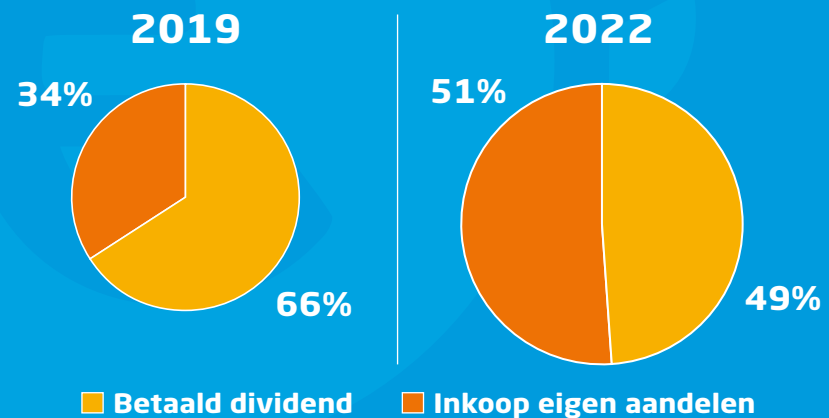
De personeels-
kosten stegen
slechts

12%

Ondanks, of mogelijk zelfs *dankzij* de
hoge inflatie, stegen winstmarges van

7,5 naar **8,5** cent per euro omzet

Ook kochten bedrijven meer *eigen* aandelen in
Verdeling totale uitkering aan aandeelhouders



* Shell is niet meegenomen in de gemiddeldes vanwege de grootte van het bedrijf en de sterke effecten op de uitkomsten

INLEIDING

Het zijn woelige jaren voor de Nederlandse- en wereldeconomie. Sinds het vroege voorjaar van 2020 zetten achtereenvolgens een pandemie en oorlog onze manier van werken en geld verdienen onder druk. Aanvoerketens kampten lange tijd met opstoppingen. De prijs van energie schoot omhoog. De schade van de oorlog is voor de Oekraïners ongekend. Voor de rest van Europa leidde de optelsom hiervan vanaf het najaar van 2021 tot stijgende prijzen: inflatie.

Sinds datzelfde moment bestaan er forse discussies over de verdeling van de inflatiepijn. De FNV pleit voor loonsverhogingen die de prijsstijgingen bijhouden zodat niemand erop achteruitgaat. Werkgevers stellen dat niet te kunnen betalen omdat zij niet in staat zijn hun gestegen kosten volledig door te berekenen. De overheid sprong tussentijds met miljarden bij om de koopkracht te stutten maar geeft signalen dit niet nogmaals te willen doen.

De FNV wil met dit rapport helder maken hoe de pijn van deze opeenvolgende crises verdeeld zijn. Ondanks alle onzekerheid en het feit dat niemand de toekomst kan voorspellen groeide de economie de afgelopen tijd namelijk rustig door. En zoals we in dit rapport zullen zien legde deze onzekerheid het bedrijfsleven geen windeieren: er werd uitzonderlijk goed geld verdiend.

De afgelopen maanden onderzochten wij daarom de financiële gegevens van vijftig ondernemingen die aan de Nederlandse beurs genoteerd zijn. Het gaat hier om de AEX- en AMX-genoteerde bedrijven. Deze bedrijven zijn relevant omdat ze vaak toonaangevend zijn en een belangrijke positie hebben in hun respectievelijke ketens. We analyseerden hun jaarverslagen voor de periode 2019 t/m 2022 en bekeken hoe het geld bij deze bedrijven werd verdiend én verdeeld tussen personeel, bestuur en aandeelhouders. Hiervan geven we de gemiddelde ontwikkeling tussen 2019 en 2022 weer. In de gemiddelden laten we Shell buiten beschouwing. Door de exceptionele omvang van de financiële resultaten zou dit een in onze ogen te groot effect hebben op de uitkomsten. In de bijlage zijn de methodologische verantwoording én de resultaten inclusief Shell te vinden.

'GRAAIFLATIE'

Dit rapport komt op een moment dat de winstgevendheid van het bedrijfsleven onder een vergrootglas ligt en vragen worden opgeworpen over 'graaiflatie': het eventuele deel van de inflatie veroorzaakt door hogere winsten en/of winstmarges. Eerdere Nederlandse én internationale analyses gingen hier al op in. Zo gaf de FNV in 2021 opdracht aan SOMO tot een historisch onderzoek naar de verdeling van de toegevoegde waarde door niet-financiële ondernemingen¹⁾, deed de DNB onderzoek naar de winstgevendheid en solvabiliteit van ondernemingen in Nederland en hoorden we recentelijk ECB-bestuurders spreken over de mogelijke rol van winsten in de inflatie.²⁾ In al deze publicaties zijn aanwijzingen te vinden dat de winstgevendheid van ondernemingen zich de laatste jaren steeds positiever ontwikkelt.

Ook een eerder FNV-onderzoek dit jaar bracht voor de tien grootste niet-financiële werkgevers de winstgevendheid in kaart.³⁾ Daaruit bleek dat de winsten voor de geselecteerde bedrijven ten opzichte van 2019 stevig groeiden. Dit rapport draagt op basis van de beschikbare data voor een grotere groep bedrijven bij aan het debat over de rol van winsten in tijden van hoge inflatie.

OPBOUW

Het rapport is als volgt opgebouwd. Het **eerste** hoofdstuk gaat in op de ontwikkeling van de omzet en de winst in de onderzochte periode: hoe veel geld werd er verdiend? Door 2019 - 2022 als referentieperiode te nemen kunnen we de huidige situatie vergelijken met die van vóór de pandemie en hoge inflatie. We kijken hier ook naar de ontwikkeling van de winst ten opzichte van de omzet. Hoewel niet waterdicht geeft dit een indicatie van de winstmarges.

Het **tweede** hoofdstuk gaat in op de ontwikkeling van de beloning van het bestuur en de uitkeringen aan aandeelhouders. Voor beide groepen geven we zowel totalen als uitsplitsingen. Wat betreft de aandeelhouders kijken we zowel naar de uitgekeerde dividenden als de bedragen die ondernemingen uitgeven aan de inkoop van eigen aandelen. De bestuursbeloning bekijken we voor het gehele bestuur én voor de CEO afzonderlijk.

¹⁾ SOMO. (2022). *De aandeelhouder eerst*. Via www.somo.nl

²⁾ Lane, P. R. (2023). *Underlying inflation*. Lecture by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, Trinity College Dublin.

³⁾ FNV. (2023). *Hoge winsten, lage lonen*. Via www.fnv.nl

Het **derde** hoofdstuk bekijkt de ontwikkeling van de personeelskosten. Deze post wordt beïnvloed door de hoogte van de beloning én de omvang van het personeelsbestand. Daarnaast kunnen ook extra kosten als scholing hiertoe worden gerekend. Het betreft dus de investering in het personeel in brede zin. Om een beter beeld te krijgen bij de beloning van het personeel analyseren we de personeelskosten ook per fte. Daarmee benaderen we de ontwikkeling van de individuele beloning van werknemers.

Het **vierde** hoofdstuk bekijkt de ontwikkeling van betaalde belastingen. We bekijken die zowel in absolute zin als in percentage ten opzichte van de winst.

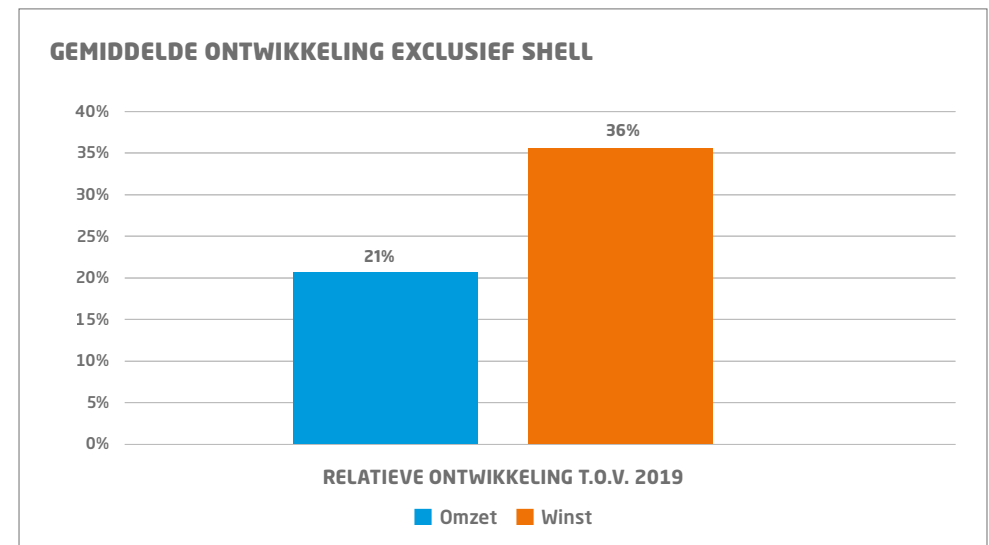
De laatste hoofdstukken trekken tot slot een aantal conclusies en gaan ter discussie in op het fenomeen 'graaiflatie'.

OMZET EN WINST

De eerste relevante vraag voor de geselecteerde bedrijven is een simpele: hoeveel geld stroomt jaarlijks binnen? Daartoe bekijken we de ontwikkeling van de omzet. Door de wereldwijde prijsstijgingen is de omzetsijging eigenlijk een gegeven, zolang de vraag naar producten niet te hard daalt. Producten worden immers duurder dus de optelsom van de verkoop stijgt.

Om het effect van de stijgende omzet beter te kunnen duiden is het daarom belangrijk de omzet in verhouding tot de winst te zien. Pas als het bedrijven lukt hun winstmarges in stand te houden zal die stijgende omzet immers leiden tot goede resultaten.

De omzet wordt door verschillende type ondernemingen anders gerapporteerd in de jaarverslagen. Met name voor financiële bedrijven en ondernemingen met veel vastgoed verschillen de begrippen. In de methodologiesectie in de bijlage is hier meer over te vinden. Wat betreft de winst kijken we naar de winst van gecontinueerde bedrijfsonderdelen om eventuele fluctuaties door acquisities of verkopen te vermijden. Belangrijk om te onthouden: het gaat hierbij om winst en omzet van de totale onderneming, dus ook buiten Nederland. Aparte cijfers zijn niet of nauwelijks beschikbaar.



FIGUUR 02 PROCENTUELE ONTWIKKELING VAN DE WINST EN DE OMZET

OMZET EN WINST ALGEMEEN

Zowel voor de omzet als de winst zien we dat de geselecteerde ondernemingen tussen 2019 en 2022 een forse groei doormaakten. Gemiddeld steeg de omzet exclusief Shell met 21%. De winst steeg in deze periode aanzienlijk harder, namelijk met 36%. ► [FIGUUR 02](#)

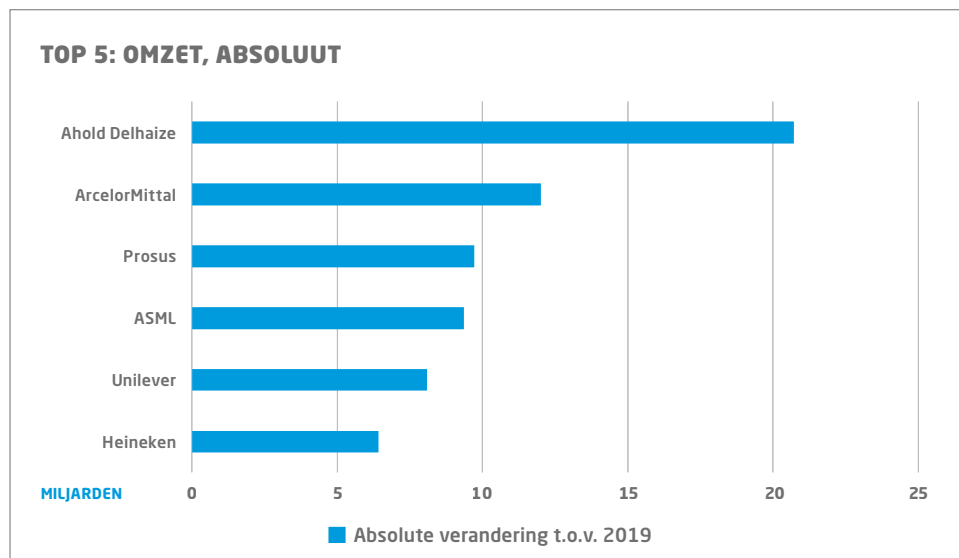
Gemiddeld betekent dit een jaarlijks groeipercentage van 6,5% voor de omzet en 10,7% voor de winst. Voor beide getallen kunnen we stellen dat dit forse groeicijfers zijn. Opvallend is ook het grote verschil tussen de twee indicatoren. Op elke euro omzet lukte het in 2022 om meer winst te maken dan in 2019. We komen hier verderop in dit hoofdstuk nog op terug.

TOP 5: OMZET EN WINST

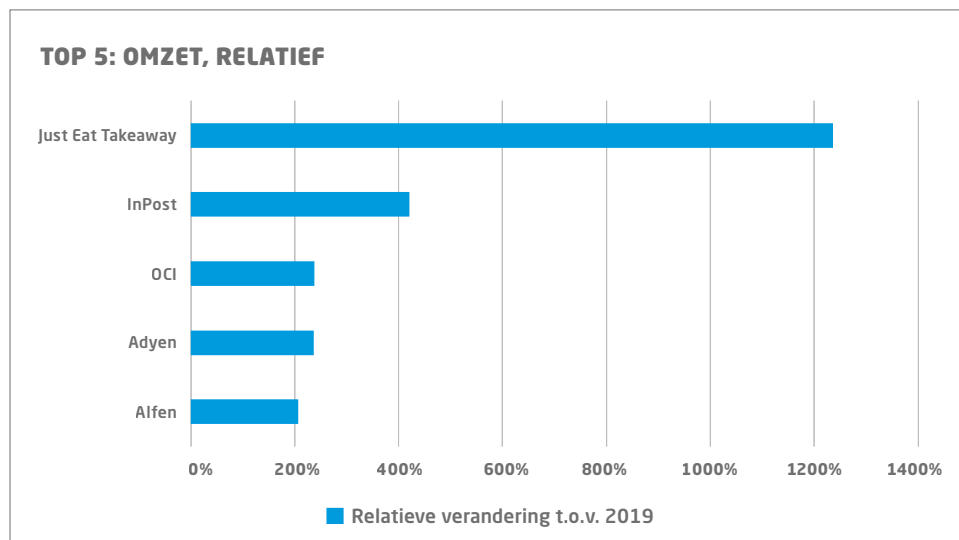
Zowel voor de omzet als de winst kunnen we inzoomen op de koplopers. Daarmee zien we welke bedrijven boven het gemiddelde uitstijgen. Dit valt in absolute zin te doen – wie wist de meeste euro's toe te voegen aan de resultaten? – als in relatieve zin: wie groeide procentueel het meest? Voor beide categorieën geven we onderstaand de top vijf weer.

Just Eat Takeaway is qua winst een grote verliezer, maar qua omzet een grote winnaar. Dit heeft te maken met een eenmalig forse afboeking op eerdere acquisities gedaan in de Verenigde Staten. Ook springt chemiebedrijf OCI eruit. Deze onderneming – onder andere betrokken bij de productie van kunstmest – had naar alle maatstaven een uitzonderlijk goed jaar. Zowel in de relatieve als de absolute top vijf zien we de onderneming terug. Hetzelfde geldt voor ArcelorMittal dat zowel relatief als absoluut boven in de winstlijstjes terug te vinden is.

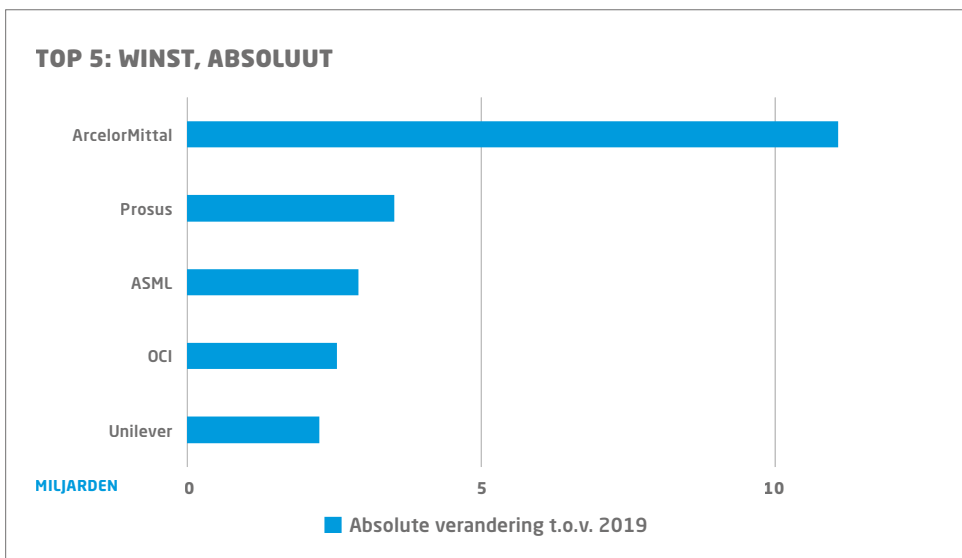
► [ZIE FIGUUR 03, 04, 05 EN 06.](#)



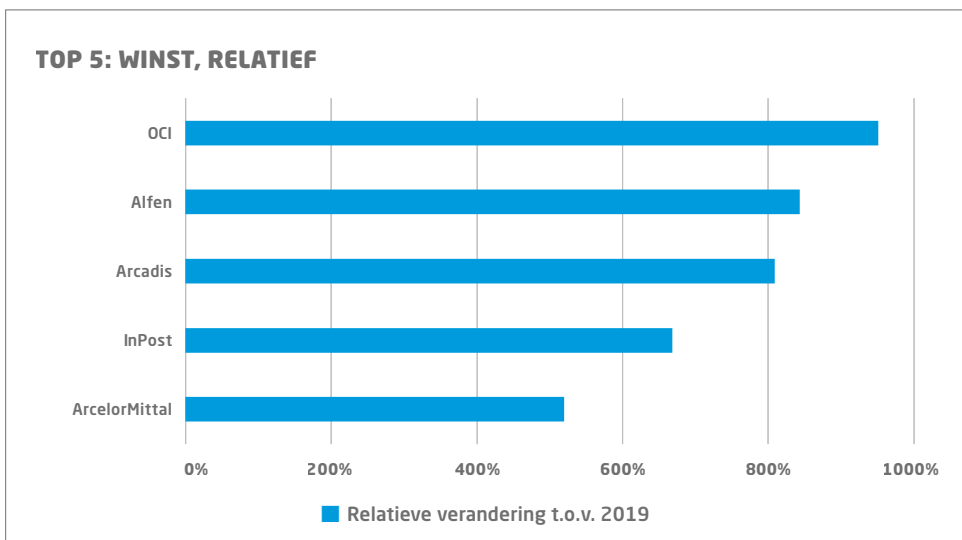
FIGUUR 03 TOP 5 ONDERNEMINGEN MET DE STERKSTE GROEI VAN DE OMZET, ABSOLUUT



FIGUUR 04 TOP 5 ONDERNEMINGEN MET DE STERKSTE GROEI VAN DE OMZET, RELATIEF



FIGUUR 05 TOP 5 ONDERNEMINGEN MET DE STERKSTE GROEI VAN DE WINST, ABSOLUUT



FIGUUR 06 TOP 5 ONDERNEMINGEN MET DE STERKSTE GROEI VAN DE WINST, RELATIEF

WINST IN VERHOUDING TOT DE OMZET

Stijgende wereldwijde prijzen leiden zoals gezegd snel tot hogere omzet. Maar het is pas in vergelijking met de winstcijfers dat we iets kunnen zeggen over de mate waarin ondernemingen hiervan profiteren. Hierin gebeurt in de onderzochte periode iets opvallends.

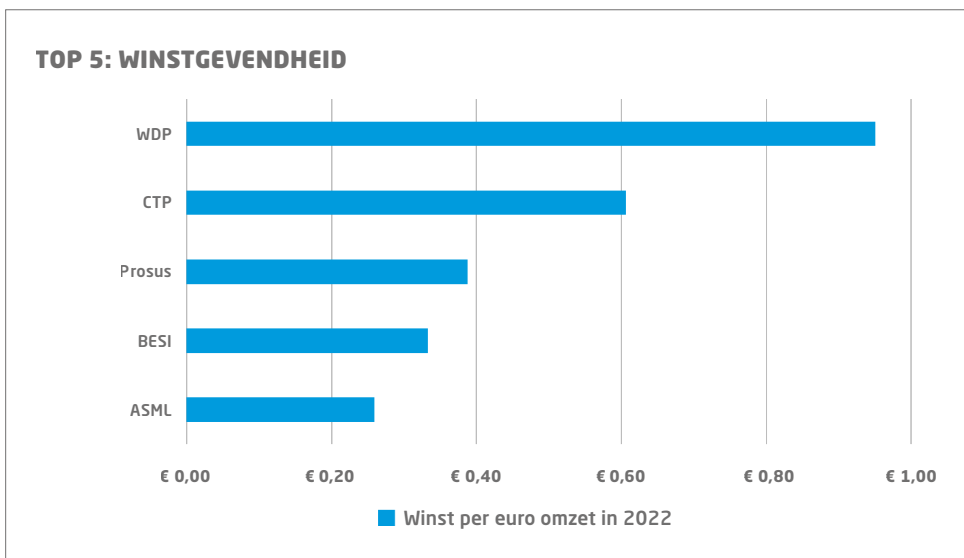
Zoals gezien zijn de winstcijfers sinds 2019 niet alleen gegroeid, ze stegen ook aanzienlijk sneller dan de omzet, resulterend in stijgende winstmarges. Waar in 2019 de winst nog 7,5 cent per euro omzet was, is deze in 2022 gestegen naar 8,5 cent per euro omzet.

In totaal maakten deze ondernemingen 12,5 miljard euro meer winst dan in 2019. Hiervan is 5,2 miljard toe te schrijven aan hogere marges.

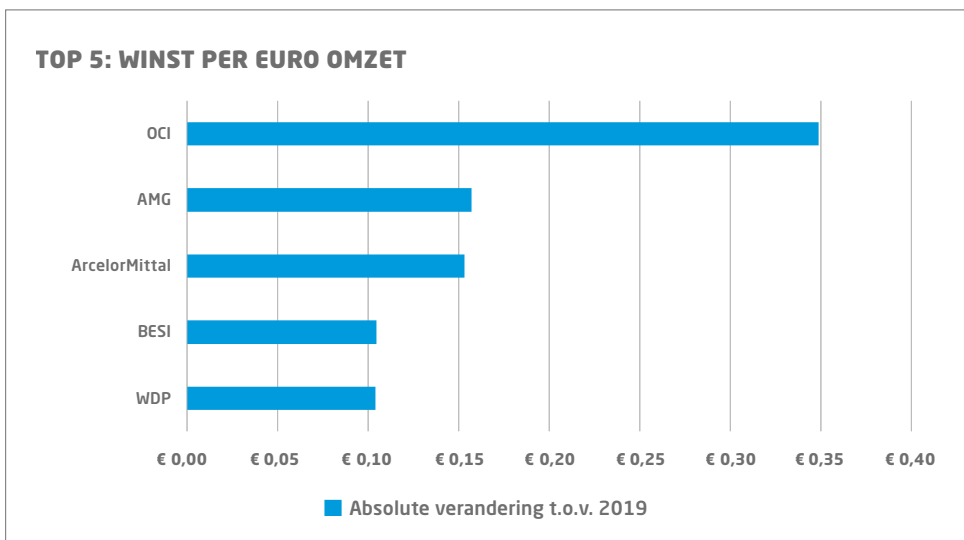
Het lijkt er daarmee op dat de winstmarges binnen de groep geselecteerde ondernemingen gemiddeld zijn toegenomen. Dit duidt erop dat de zorgen over graaiflatie plausibel zijn. In welke mate deze stijgende winstmarges ook bijdragen aan inflatie is op basis hiervan niet goed te zeggen. In de discussiesectie aan het eind van dit rapport gaan we hier verder op in.

Om een beter beeld te krijgen geven we ook hier een overzicht van de koplopers. We kijken zowel naar de vijf ondernemingen met de grootste winst/omzet-ratio als naar de vijf ondernemingen waarin die ratio in de onderzochte periode de sterkste groei liet zien. BESI vinden we in beide lijsten terug.

► ZIE FIGUUR 07 EN 08.



FIGUUR 07 TOP 5 ONDERNEMINGEN MET DE GROOTSTE ABSOLUTE WINST/OMZET RATIO



FIGUUR 08 TOP 5 ONDERNEMINGEN MET DE STERKSTE GROEI VAN DE WINST/OMZET RATIO

NADER BEKEKEN: VOEDSEL GERELATEERD

Tot slot: de stijgende prijzen van de boodschappen brengen steeds meer gezinnen in de problemen. Het is daarom relevant te bekijken hoe de voedsel gerelateerde ondernemingen in onze selectie het doen. Dat wil niet zeggen dat de stijgende prijzen van boodschappen volledig aan deze ondernemingen toe te rekenen zijn. Wel geeft het een beeld van de mate waarin producenten betrokken bij het boodschappenmandje zelf ook te lijden hebben onder stijgende inputprijzen.

De afgelopen weken was met name Ahold-Delhaize onderwerp van kritiek vanwege de positieve cijfers die het bedrijf presenteerde. Het is echter belangrijk te benadrukken dat in de supermarktketen ook andere partijen 'goed geboerd' hebben. Ahold is niet het enige bedrijf dat verdient aan de boodschappen.

Onderstaand overzicht geeft hier een eerste beeld van. De bedrijven in deze selectie bevinden zich op verschillende plaatsen in de voedselketen: van kunstmestproducent tot supermarkt. We kijken hier specifiek naar OCI (kunstmestproducent), IMCD en Corbion (leveranciers van voedingsingrediënten), Unilever (levensmiddelenbedrijf), Heineken (bierproducent), JDE Peets (koffieproducent) en Ahold-Delhaize (supermarktketen). De winstmarges van elk van deze ondernemingen stegen in meer of mindere mate tussen 2019 en 2022. Daarmee heeft het er alle schijn van dat zij in staat waren gedurende stijgende voedselprijzen hun marges op peil te houden dan wel te verhogen. Zo zien we hoe per euro prijsstijging voor de consument deze ondernemingen een beetje extra marge toevoegen.

TABEL 1 ONTWIKKELING VAN DE WINST/OMZET RATIO'S VAN DE VOEDSEL GERELATEERDE BEDRIJVEN

BEDRIJF	WINST PER EURO OMZET 2019	WINST PER EURO OMZET 2022	EXTRA WINST PER EURO OMZET 2022 T.O.V. 2019
OCI	-9,9 cent	25,0 cent	34,9 cent
CORBION	2,6 cent	6,2 cent	3,5 cent
IMCD	4,0 cent	6,8 cent	2,8 cent
JDE PEET'S	8,4 cent	9,3 cent	0,9 cent
HEINEKEN	8,4 cent	8,8 cent	0,4 cent
Unilever	11,6 cent	13,8 cent	2,1 cent
Ahold Delhaize	2,6 cent	2,9 cent	0,3 cent

DE AANDEELHOUDER EN HET BESTUUR

In het eerste hoofdstuk constateerden we dat zowel de omzet als de winsten voor de geselecteerde ondernemingen sinds 2019 aanzienlijk groeiden. Ook zagen we dat gemiddeld gezien de winstmarges toenamen. De tweede relevante vraag betreft dan de verdeling van de winsten: wie plukt de rijkste vruchten van deze groei?

Om die vraag te beantwoorden kijken we in dit hoofdstuk eerst naar de ontwikkeling van de financiële positie van zowel het bestuur als de aandeelhouder. Voor beide brengen we in kaart hoe hun 'beloning' zich ontwikkelde. Voor het bestuur analyseren we zowel het gehele bestuur als alleen de CEO. De beloning betreft de volledige beloning: het vaste deel én eventuele variabele beloningen. Wat betreft de uitkeringen aan aandeelhouders nemen we zowel dividend-uitkeringen als de inkoop van eigen aandelen mee. Een uitgebreide verantwoording is in de methodologiesectie te vinden in de bijlage.

DE AANDEELHOUDER

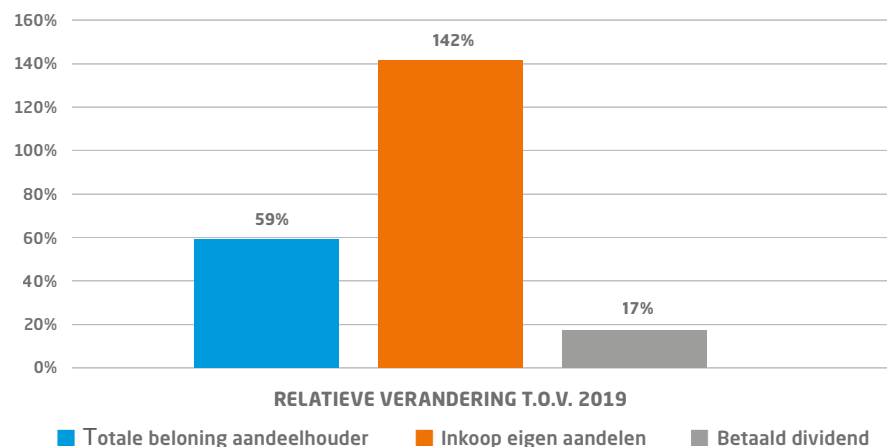
Wat betreft de positie van de aandeelhouder is de samenvatting kort: 2022 was een zeer goed jaar. De verbeterde winsten van ondernemingen drukken zich uit in grotere uitkeringen aan aandeelhouders. Ten opzichte van 2019 stegen de totale uitkeringen in 2022 met een explosieve 59%. Dit kunnen we alleen maar beschouwen als een uitzonderlijk groeipercentage.

Opvallend is ook dat de groei van de uitkeringen ver uitstijgt boven de groei van omzet en winst. Dit past binnen de trend zoals eerder onderzocht door SOMO in het rapport 'De aandeelhouder eerst': de afgelopen twintig jaar staan investeringen en lonen onder druk ten behoeve van uitkeringen aan aandeelhouders.⁴⁾

In totaal werd er in 2022 16,8 miljard euro meer uitgekeerd dan in 2019. Overigens dienen we hier de kanttekening bij te plaatsen dat de uitkeringen aan de aandeelhouders deels worden gefinancierd uit de winst van voorgaande jaren. Dit bedrag is dus niet één op één te vergelijken met de stijging van de winst in hetzelfde jaar.

⁴⁾ SOMO. (2022). *De aandeelhouder eerst*. Via www.somo.nl

GEMIDDELDE ONTWIKKELING EXCLUSIEF SHELL



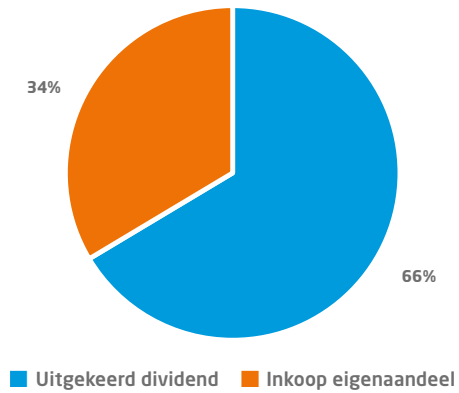
FIGUUR 09 PROCENTUELE ONTWIKKELING VAN DE UITKERING AAN DE AANDEELHOUDER, INGEKOCHTE AANDELEN EN UITGEKEERD DIVIDEND

DIVIDEND EN INKOOP

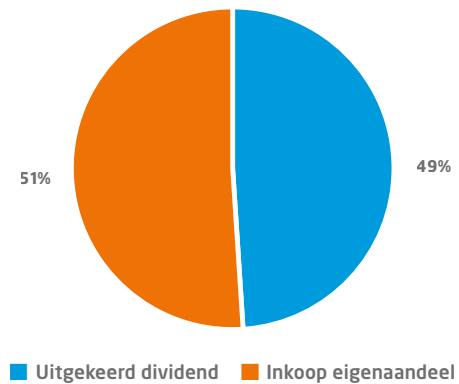
Het is interessant om naast de totale uitkeringen te kijken hoe de verhouding tussen de componenten 'dividend' en 'inkoop' zich ontwikkelt. Wanneer we dat doen valt op dat de inkoop van eigen aandelen in de onderzochte periode een sterkere groei doormaakt dan de uitkeringen van dividend (figuur 9). Terwijl in 2019 nog maar 34 procent van de totale uitkering aan aandeelhouders uitgekeerd werd via inkoop van eigen aandelen, was dat in 2022 gestegen naar 51 procent ► **FIGUUR 10**.

Hier zijn een aantal mogelijke verklaringen voor te geven. Vaak gebruiken ondernemingen de inkoop van aandelen wanneer ze extra cash naar aandeelhouders willen brengen. Daarnaast heeft de inkoop een positief effect op de prijzen van de overgebleven aandelen én stijgt de zogeheten earnings per share. Dit is een relevante metric die vaak invloed heeft op eventuele bonussen van het bestuur. Het zou ook nog voor bepaalde groepen aandeelhouders fiscaal voordeliger kunnen zijn om hun uitkering via inkoop eigen aandelen te ontvangen.

2019



2022



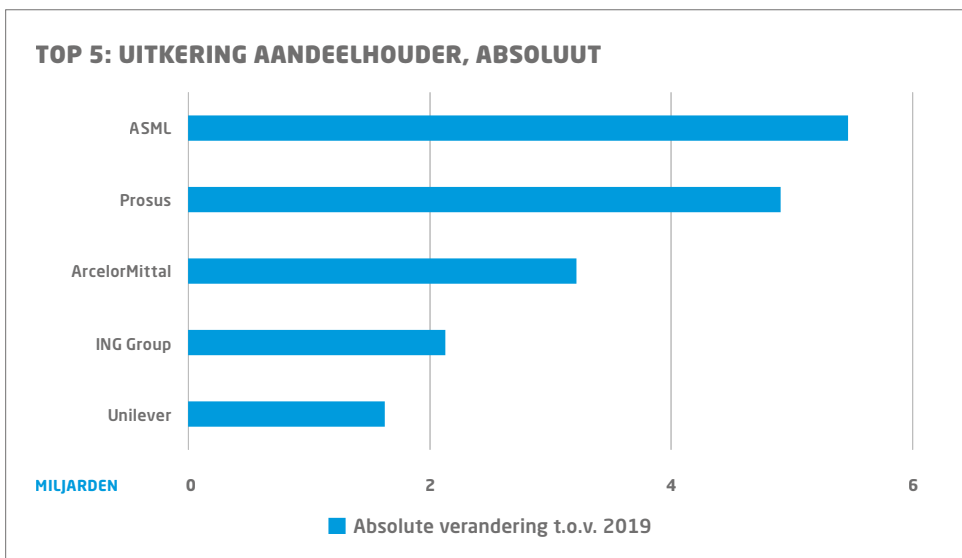
FIGUUR 10 VERSCHUIVING TUSSEN INKOOP EIGEN AANDELEN EN UITGEKEERD DIVIDEND TUSSEN 2019 EN 2022

TOP 5: GROOTSTE UITKERINGEN

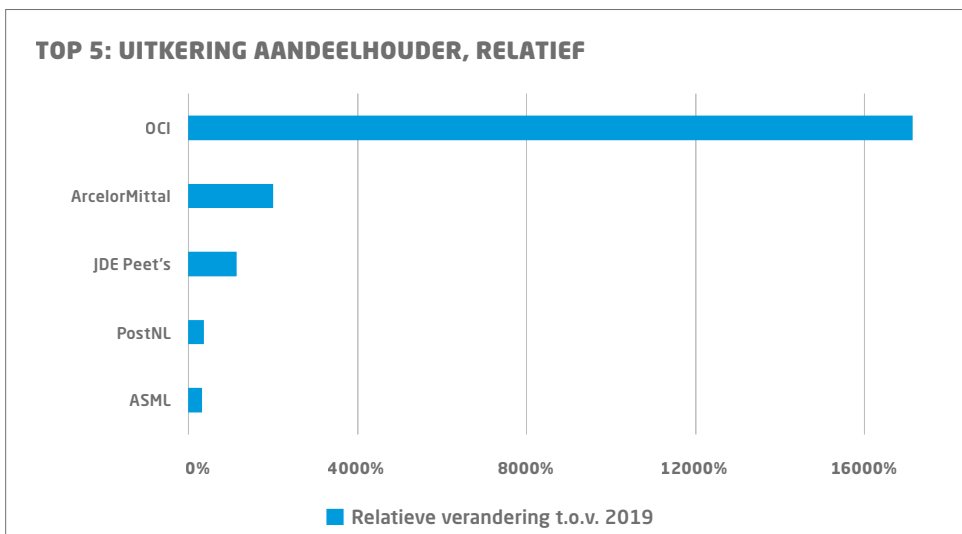
Naast de data over de totale uitkeringen aan aandeelhouders is het interessant om in te zoomen op de grootste uitkeringen: welke ondernemingen maakten in 2022 t.o.v. 2019 het meeste geld over aan hun aandeelhouders? In onderstaande top 5 vallen vooral ING, Prosus en ArcelorMittal op. Met meer dan 5 miljard is ASML de absolute koploper, alhoewel mediaconglomeraat Prosus op niet al te grote afstand volgt. De uitkeringen van deze ondernemingen hebben daardoor ook een relatief sterke weging in het totale gemiddelde.

Daarnaast willen we weten welke bedrijven in relatieve zin de hoogste uitkeringen kennen. Daarom kijken we ook naar de vijf bedrijven met de hoogste relatieve stijging van de uitkeringen aan de aandeelhouder. Deze top vijf geeft een ander beeld. OCI steekt er duidelijk met kop en schouders bovenuit, maar ook PostNL en JDE Peet's zijn serieuze stijgers. Alhoewel deze ondernemingen vanwege hun omvang in totaalbedragen minder uitkeren betreffen het relatief forse bedragen.

► ZIE FIGUUR 11 EN 12.



FIGUUR 11 TOP 5 ONDERNEMINGEN MET DE STERKSTE GROEI VAN DE UITKERING AAN DE AANDEELHOUDER, ABSOLUUT

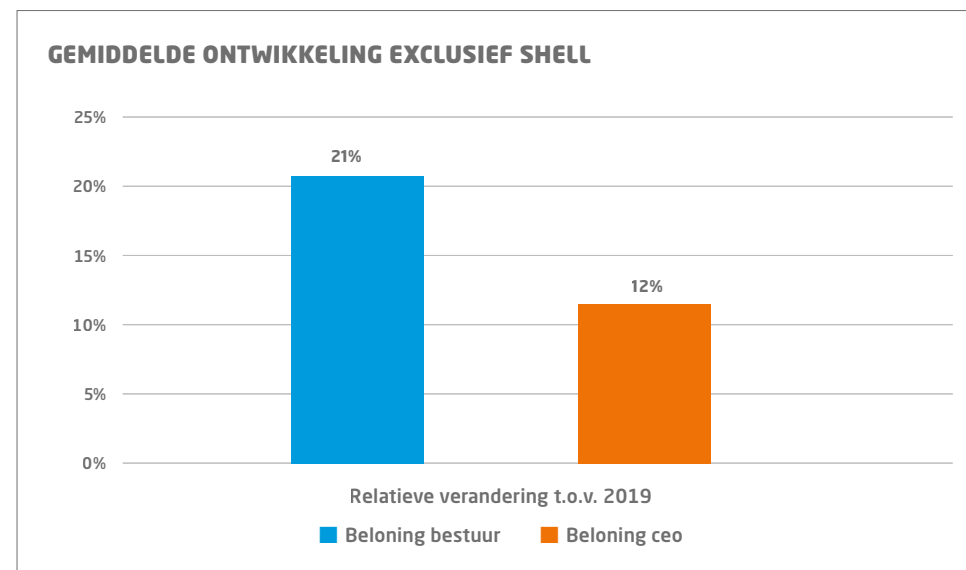


FIGUUR 12 TOP 5 ONDERNEMINGEN MET DE STERKSTE GROEI VAN DE UITKERING AAN DE AANDEELHOUDER, RELATIEF

HET BESTUUR EN DE CEO

De tweede groep die de vruchten van de groei kan plukken is het bestuur. Hierbij is het relevant zowel het gehele bestuur als alleen de CEO te bekijken. Zoals gezegd beïnvloeden de aandelenkoers en de winst van de onderneming met enige regelmaat het niveau van de bestuursbeloning. Dat zien we wanneer we het beloningsniveau van 2022 vergelijken met 2019.⁵⁾ Dan blijkt dat de gestegen omzet doorwerkt in een evenredig gestegen bestuursbeloning.

De totale beloning van de ondernemingsbesturen in de geselecteerde bedrijven steeg ten opzichte van 2019 met zo'n 21%. Die stijging is niet zo explosief als de uitkeringen aan aandeelhouders, en loopt zelfs wat achter bij de sterke ontwikkeling van de winst. Toch is het een riante stijging die de ontwikkeling van de omzet goed bijhoudt. Wanneer we alleen kijken naar de ontwikkeling van de CEO-beloning zien we iets opmerkelijks: die groei blijkt in 2022 aanzienlijk lager dan die van het totale bestuur. De totale CEO-beloning lag in 2022 namelijk 12% hoger t.o.v. 2019.



FIGUUR 13 PROCENTUELE VERANDERING VAN DE BESTUURS- EN CEO-BELONING

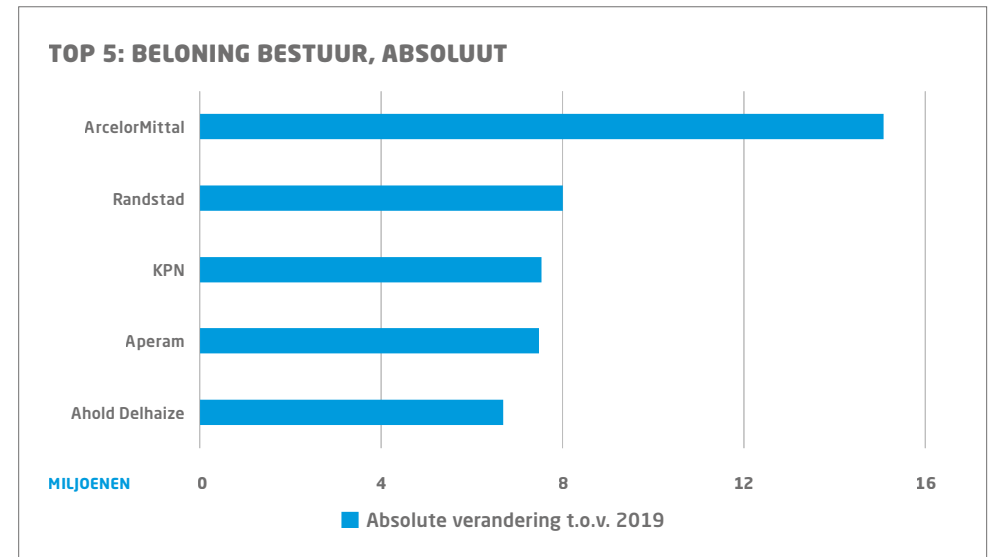
⁵⁾ Voor de bestuurs- en CEO-beloning hebben we niet alle bedrijven mee kunnen nemen. Dit komt deels doordat het bedrijf de gegevens over 2022 nog niet bekend heeft gemaakt of omdat het bedrijf de beloning van 2019 niet heeft gepubliceerd. In de methodebijlage valt te lezen welke bedrijven zijn meegenomen

DE HOOGSTE BELONINGEN

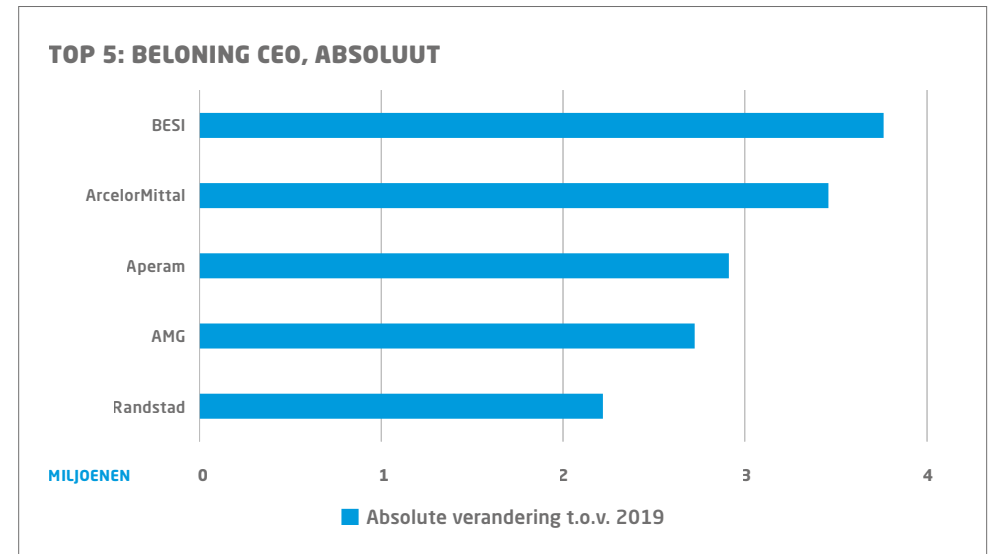
Ook wat betreft de beloning van het bestuur en de CEO is het goed om naast de algemene gemiddelden te kijken naar de koplopers. Dit doen we door voor beide groepen te kijken naar de vijf bedrijven met de sterkste groei van de beloning tussen 2022 en 2019. De bestuursbeloning is het hardst gestegen bij ArcelorMittal. Ook bij Randstad en KPN kon het bestuur extra beloning tegemoetzien.

Hoewel de CEO-beloning gemiddeld een lager groeipercentage laat zien, blijkt dat de absolute koplopers er toch fors op vooruit gingen. Vooral de CEO's van BESI zagen hun bankrekeningen het afgelopen jaar aangenaam uitdijen. Ook de CEO van Randstad kon met een extra 2 miljoen een riantte som bijschrijven.

► ZIE FIGUUR 14 EN 15.



FIGUUR 14 TOP 5 ONDERNEMINGEN MET DE STERKSTE GROEI VAN DE BELONING VAN HET BESTUUR, ABSOLUUT



FIGUUR 15 TOP 5 ONDERNEMINGEN MET DE STERKSTE GROEI VAN DE CEO-BELONING, ABSOLUUT

HET PERSONEEL

Tot nu zagen we dat de omzet en winst een flinke groei doormaakten. Ook steeg de uitkeringen aan aandeelhouders explosief. De beloning van het ondernemingsbestuur hield de omzet ook goed bij. De grote vraag die overblijft is in hoeverre het personeel dat deze winst mogelijk maakte in diezelfde periode óók op meer beloning kon rekenen. Om die vraag te beantwoorden kijken we naar de personeelskosten.

Het is belangrijk te vermelden dat ondernemingen de totale jaarlijkse personeelskosten rapporteren. Naast de loonkosten kan een klein deel hiervan bestaan uit scholing aangeboden aan het personeel. Ook betreft deze post de totale uitgaven: die kunnen zowel door de hoogte van de beloning als door het aannemen van extra personeel toenemen. Door de personeelskosten te vergelijken met de ontwikkeling van het aantal fte krijgen we een beter beeld van de ontwikkeling van het niveau van de beloning.

DE PERSONEELSKOSTEN

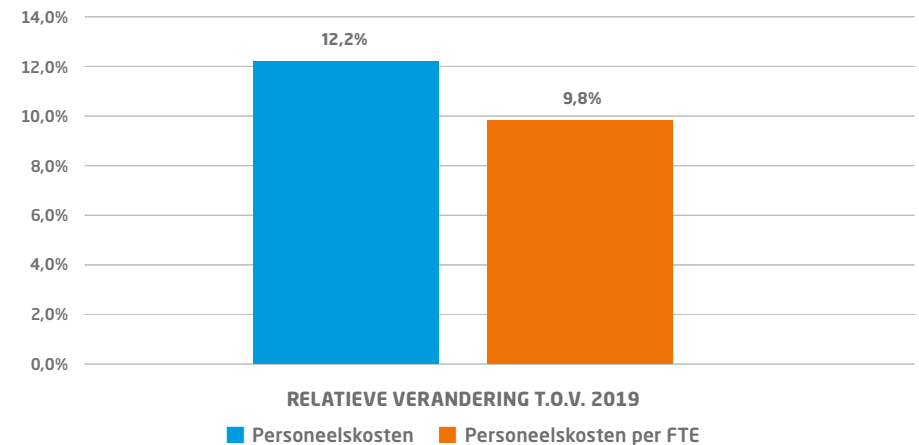
De ontwikkeling van de personeelskosten is van al onze indicatoren de hekkensluiter. De totale personeelskosten laten een groei van slechts 12,2% zien tussen 2019 en 2022. Terwijl omzet, winsten, beloning van bestuur én uitkering aan aandeelhouders stevig groeiden, bleven de personeelskosten achter. Zoals gezegd geven de totale personeelskosten niet het gehele beeld omdat ze ook worden beïnvloed door het aantal werknemers. Daarom bekijken we ook de personeelskosten per fte. Het aantal fte stijgt binnen de selectie van ondernemingen met ongeveer 2,2% voor deze periode, waardoor de personeelskosten per fte blijven steken op een stijging van iets minder dan 10%. ► ZIE FIGUUR 16.

STIJGERS EN DALERS

Om een beter beeld te krijgen van de uitschieters in de selectie kijken we daarnaast naar de bedrijven die grootste stijging én daling van de personeelskosten per fte laten zien. Zo identificeren we ondernemingen die de beloning van werknemers het meest zagen stijgen én dalen. Bij de stijgers vallen Flowtraders, OCI en Just Eat Takeaway op. Bij de dalers zien we juist meer gearriveerde bedrijven zoals KPN, de ABN AMRO en Signify er bovenuit steken.

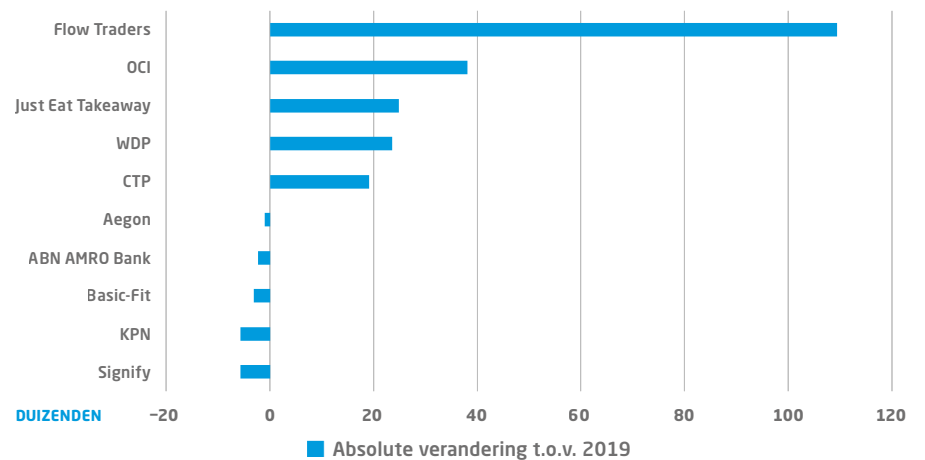
► ZIE FIGUUR 17.

GEMIDDELDE ONTWIKKELING EXCLUSIEF SHELL



FIGUUR 16 PROCENTUELE VERANDERING VAN DE PERSONEELSKOSTEN EN DE PERSONEELSKOSTEN PER FTE

TOP EN LAATSTE 5: PERSONEELSKOSTEN PER FTE, ABSOLUUT

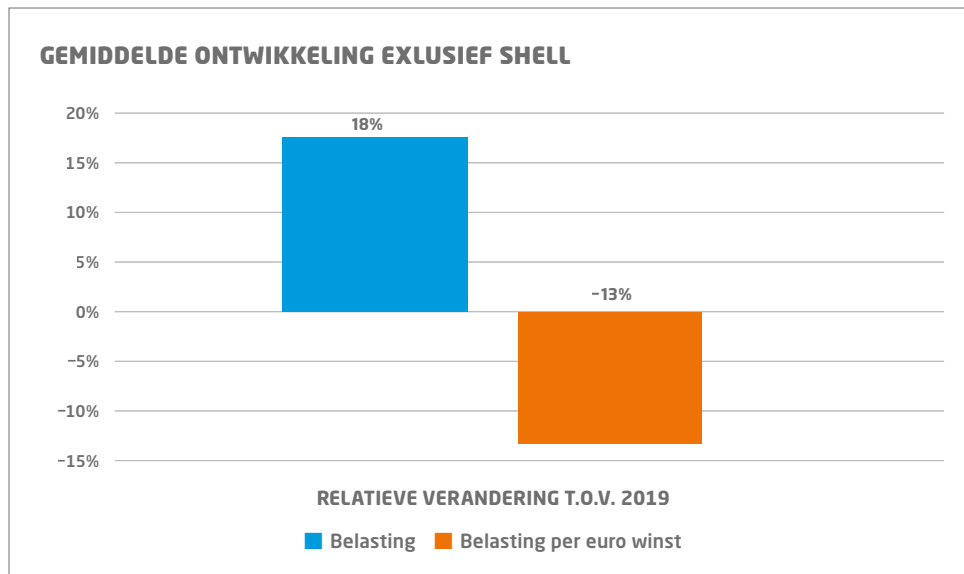


FIGUUR 17 TOP 5 ONDERNEMINGEN MET DE STERKSTE GROEI OF DALING VAN DE PERSONEELSKOSTEN PER FTE

BELASTINGEN

Tot slot is het nog relevant een nadere blik te werpen op de betaalde belastingen. Naast de verdeling van middelen onder bestuur, aandeelhouders en personeel wordt ook een deel afgedragen aan de staat in de vorm van belastingen. Logischerwijs stijgt de belasting mee in lijn met de winst. Als er meer wordt verdiend dienen bedrijven immers meer belasting af te dragen. Toch zien we dat deze posten in de onderzochte periode behoorlijk uiteenlopen.

Waar de winst met 36% steeg, volgen de afgedragen belastingen met 18% op aanzienlijke afstand. Een kanttekening hierbij is wel dat belastingen vaak uitgesteld kunnen worden en lang niet altijd vallen in het jaar waarin het geld is verdiend. De twee cijfers zijn dus niet één op één te vergelijken. Omdat we weten dat 2021 financieel ook een zeer goed jaar was voor de meeste ondernemingen blijft de toename van 18% toch opvallend laag. Dat zien we ook wanneer we kijken naar de ontwikkeling van de betaalde belasting per euro winst. Dan blijkt dat die met 13% is gedaald. Per gemaakte euro winst droegen de ondernemingen in 2022 dus minder belasting af dan in 2019.



FIGUUR 18 PERCENTUELE ONTWIKKELING VAN DE BELASTING EN BETAALDE BELASTING PER EURO WINST

CONCLUSIE

Dit rapport analyseert de financiële gegevens van negeneveertig in Nederland beursgenoteerde ondernemingen, voor zes indicatoren, over een periode van vier jaar. Welke conclusies vallen 2500 datapunten verder op?

De meest in het oog springende observatie is het grote verschil tussen omzet en winst. In de onderzochte periode steeg de omzet behoorlijk met 21% en de winst met 36% zelfs sterk. Dit is om twee redenen relevant: ten eerste hebben de onderzochte bedrijven opvallend weinig last gehad van de energiecrisis die Nederlandse huishoudens teisterde. De winsten stegen immers stevig door. Ten tweede lijkt het erop dat ondernemingen er zelfs in zijn geslaagd hun winstmarges te *vergroten*. In dat geval hebben ze niet alleen geen last gehad van inflatie: ze droegen er zelfs extra aan bij. In de discussiesectie hierna gaan we verder op het verschijnsel 'graaiflatie' in.

Daarnaast valt op dat de uitkeringen aan aandeelhouders ten opzichte van 2019 een spectaculaire groei doormaakten. Met bijna 59% groei liet deze post de andere indicatoren ruim achter zich. Alhoewel een aantal grote bedrijven zoals altijd relatief belangrijk zijn voor de omvang van het groeicijfer, zien we over de hele linie de betalingen aan aandeelhouders stijgen. Opvallend is ook de sterke opkomst van de inkoop van eigen aandelen. Wellicht heeft dit invloed gehad op de beloning van het bestuur. Ook deze post is met een groei van 21% over vier jaar aanzienlijk.

De personeelskosten en betaalde belastingen blijven juist achter. Bij de belastingen kan de kanttekening geplaatst worden dat afdrachten eventueel over jaren uitgesmeerd worden. Voor de personeelskosten geldt dit voorbehoud niet. De ontwikkeling van de personeelskosten per fte ligt zelfs onder de 10%. De onvermijdelijke conclusie is dan ook dat ondernemingen in staat zijn geweest (veel) meer te verdienen met relatief weinig extra personeelskosten. Dit past in een langere trend van scheefgroei tussen winsten en lonen.⁶⁾

Tot slot: dit rapport startte met de observatie dat de stijgende prijzen een debat hebben losgemaakt over de verdeling van de pijn. Hoe gaan we om met inflatie en wie betaalt de rekening? Dit onderzoek geeft daar natuurlijk geen volledig antwoord op. Toch valt één conclusie wel te trekken: in tijden van inflatie stegen de winsten terwijl de lonen mondjesmaat toenamen. Anders gezegd: met lagere winsten hadden de lonen hoger kunnen zijn, of de prijzen in de winkel lager. De pijn wordt in ieder geval niet gedragen door de besturen en aandeelhouders van deze negeneveertig ondernemingen.

⁶⁾ FNV. 2022. *Miljoenen werkenden zien beloning achterblijven*. Te raadplegen via www.fnv.nl

DISCUSSIE: IS ER IN NEDERLAND SPRAKE VAN GRAAIFLATIE?

Dit onderzoek maakt duidelijk dat tussen 2019 en 2022 de winsten van aan de Nederlandse beursgenoteerde bedrijven sneller stegen dan de omzet (36% ten opzichte van 21%). Dit duidt op stijgende winstmarges. Zo is de nettowinst als percentage van de omzet gestegen van 7,5 naar 8,5 %. Dit roept de vraag op: heeft de hoge winst bijgedragen aan de hoge inflatie in Nederland? Vooropgesteld: dit is een complexe discussie. Het is lastig om op basis van deze relatief beperkte data exacte uitspraken te doen over de vraag in welke mate deze winsten bijdragen aan de hoge inflatie. Er zijn daarentegen wel een aantal ontwikkelingen die een bepaalde richting op wijzen.

We weten allereerst dat er op Europees niveau verschillende indicaties zijn dat hoge winstmarges de inflatie verder aanwakkeren. Prominente leden van het bestuur van de ECB hebben de bijdrage van winsten aan inflatie openlijk toegegeven. Zo zei Isabelle Schabel in 2022 al dat winsten een significante bijdrage hebben geleverd aan de binnenlandse inflatie.⁷⁾ Ook benadrukte ze dat veel bedrijven geprofiteerd hebben van de toename in prijzen, terwijl armere huishoudens hun inkomen, gecorrigeerd voor inflatie, zagen dalen. Een ander bestuurslid, Philip R. Lane, merkte recent op dat ondanks dat de problemen aan de aanbodzijde (hoge voedsel- en energieprijsschokken) en in de invoerprijzen grotendeels weer voorbij zijn, dit nog niet doorwerkt in de verkoopprijzen. Voor een aantal sectoren laat Lane dan ook zien dat de winsten bijdragen aan de inflatie.⁸⁾ Een derde bestuurslid vindt dat we in de discussie over inflatie nog onvoldoende aandacht geven aan de rol van winsten. Hij ziet dat de winstmarges in de EU flink zijn toegenomen sinds 2019 van 7,2% naar een gemiddelde van 8,5% nettowinst als percentage van de omzet.⁹⁾ Opvallend in lijn met onze eigen resultaten.

De Duitse econome Isabelle Weber doet onderzoek naar de rol van winsten in de huidige inflatie. In de voorgaande decennia namen de winsten weliswaar toe, maar leidde dit niet tot prijsverhogingen.¹⁰⁾ Haar argument is dat veel bedrijven nu de marktmacht hebben om de prijzen hoog te houden. Als de prijsschok voorbij is en de inputprijzen weer dalen, kiezen bedrijven ervoor om hun eigen verkoopprijzen niet te verlagen. Dit zorgt voor extra marge. Bedrijven in een sector hebben hier een gedeeld belang: de winstmarges hoog houden. Ze beargumenteert dat bedrijven onderling prijsstijgingen impliciet coördineren. Bedrijven die afwijken zouden worden bestraft op financiële markten, omdat ze de winst per aandeel in gevaar brengen.

Hoe zit dat in Nederland? In Nederland ontbreken dergelijke analyses om te kunnen vaststellen in hoeverre winsten de prijzen aanwakkeren. Maar ook in onze selectie liggen de winstmarges, zoals genoemd, hoger dan in 2019. Ze stegen van 7,5 naar 8,5 % nettowinst als percentage van de omzet. Dat is even hoog als het niveau in de EU.

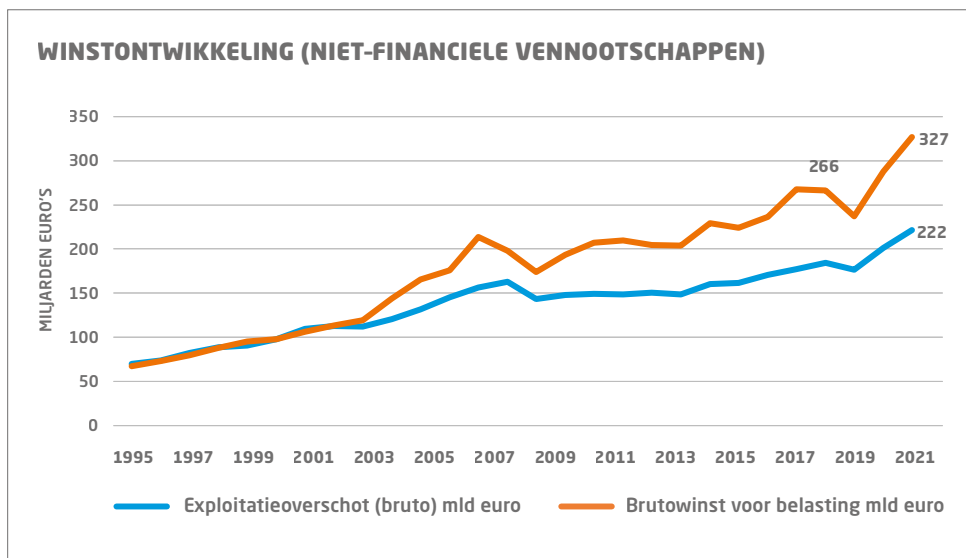
Daarnaast zien we dat de winsten op macroniveau überhaupt flink zijn toegenomen. De bruto-winst van niet-financiële genootschappen is gestegen van 266 miljard in 2019 naar 327 miljard in 2022 ► **ZIE FIGUUR 19**. Hiervoor zou in het buitenland verdiende winst nog een verklaring voor kunnen zijn. Maar ook de binnenlandse winst (het exploitatieoverschot) lag hoog in 2022 ► **ZIE FIGUUR 19**. De winstquote (niet-financieel), die het percentage winst van de in Nederland toegevoegde waarde meet lag in 2022 bijna op hetzelfde niveau als in recordjaar 2021 ► **ZIE FIGUUR 20**. Toegenomen investeringen kunnen hier geen verklaring voor zijn. De investeringsquote was relatief stabiel ► **ZIE FIGUUR 21**.

Als deze winsten lager hadden gelegen hadden de lonen hoger kunnen zijn, of de prijzen lager. En hoewel deze punten dus niet het onomstotelijke bewijs leveren dat de winsten voor extra inflatie zorgen, laten ze in ieder geval wel zien marges in tijden van inflatie lijken te stijgen. Ook zouden deze hoge winsten en winstmarges een waarschuwing moeten zijn voor de toekomst. Hoge marges wakkeren mogelijk inflatie verder aan. Iets om in de gaten te houden en een goed onderwerp voor verder onderzoek.

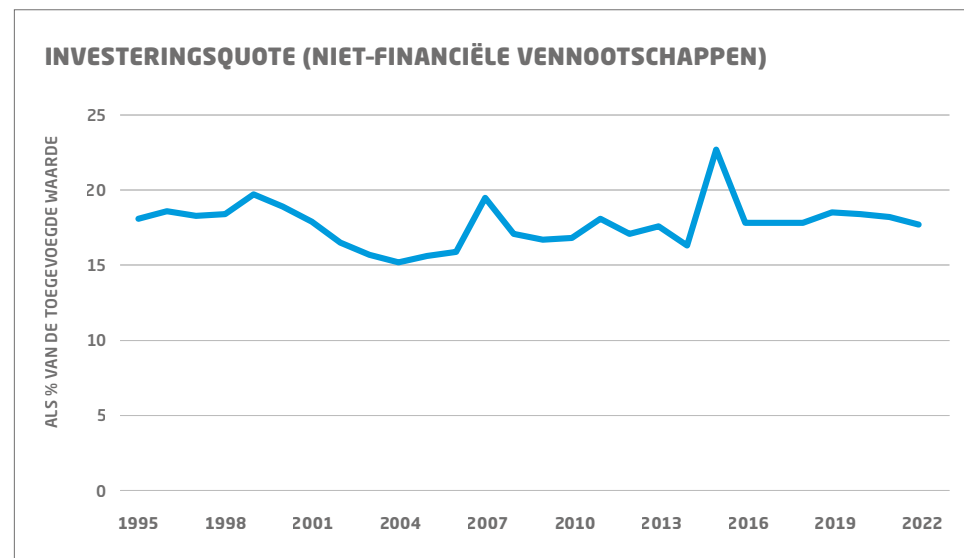
⁸⁾ Lane, P. R. (2023). *Underlying inflation*. Lecture by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, Trinity College Dublin. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230306~57f17143da.en.html>

⁹⁾ Nelson, E. (2023). *Are Big Profits Keeping Prices High? Some Central Bankers are Concerned*. New York Times. <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2023/html/ecb.in230401~ec65174af7.en.html> or <https://www.nytimes.com/2023/03/31/business/company-profit-inflation-europe.html>

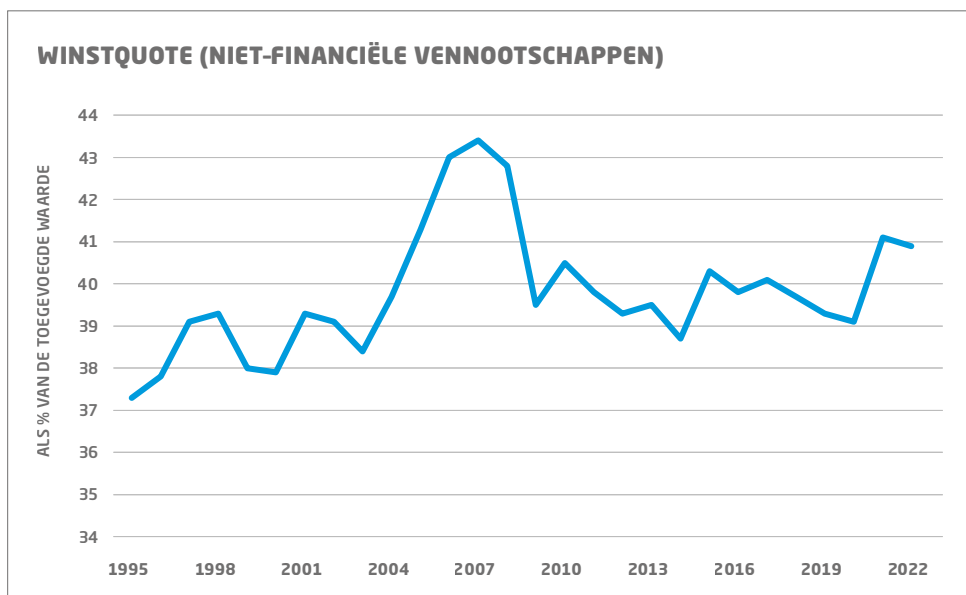
¹⁰⁾ Zie ook het recente working paper van Isabelle Weber (2023). *Sellers' inflation, profits and conflict: why can large Firms Hike prices in an Emergency?* <https://peri.umass.edu/publication/item/1701-sellers-inflation-profits-and-conflict-why-can-large-firms-hike-prices-in-an-emergency>



FIGUUR 19 WINSTONTWIKKELING. BRON: CBS STATLINE



FIGUUR 21 INVESTERINGSQUOTE. BRON: CBS STATLINE



FIGUUR 20 WINSTQUOTE. BRON: CBS STATLINE

01 LIJST BEDRIJVEN

BEDRIJVEN

A Aalberts

ABN AMRO Bank

Adyen

Aegon

Ahold Delhaize

Air France-KLM

AKZO Nobel

Alfen

AMG

Aperam

Arcadis

ArcelorMittal

ASM International

ASML

ASR Nederland

B Basic-Fit

BESI

C Corbion

CTP

D DSM

E Eurocommercial properties

Exor

F Fagron

Flow Traders

Fugro

G Galapagos

H Heineken

I IMCD

ING

InPost

J JDE Peet's

Just Eat Takeaway

K KPN

N NN group

O OCI

P Philips

PostNL

Prosus

R Randstad

Relx

S SBM Offshore

Shell

Signify

T TKH Group

U Unilever

V Van Lanschot Kempen

VOPAK

W WDP

Wolters Kluwer

02 METHODOLOGIE

SELECTIE BEDRIJVEN

In dit rapport onderzoeken we bedrijven die een notering hebben aan de beurs van Amsterdam en deel uitmaken van de AEX of AMX-indices. Voor vier bedrijven hebben we besloten om van deze selectie af te wijken. Ten eerste nemen we Universal Media Group en de Allfunds Group niet mee. Deze twee bedrijven maakten namelijk nog geen onderdeel uit van de beurs in 2019 en hebben daarom toen ook geen jaarverslag gepubliceerd. Door dit gebrek aan data hebben we besloten deze twee bedrijven niet op te nemen. Daarnaast is PostNL recentelijk uit de AMX gedegradeerd. Vanwege het belang van PostNL voor de Nederlandse werkgelegenheid (het is de op twee na grootste Nederlandse werkgever in deze set bedrijven) en het feit dat het bedrijf gedurende de onderzoeksperiode nog onderdeel uitmaakte van de AMX hebben we besloten PostNL toch op te nemen. Tenslotte hebben we voor de weergegeven gemiddelden Shell buiten beschouwing gelaten. Dit doen we omdat Shell zodanig groot is dat het een te bepalende rol heeft in de uitkomsten. Ter illustratie: de winst van Shell was in 2022 bijna even groot als de gehele winst van alle bedrijven in het onderzoek bij elkaar opgeteld (40 miljard om 47 miljard). In deze keuze volgen we de lijn van eerder onderzoek.¹¹⁾

KEUZE ONDERZOEKSPERIODE

In dit jaarverslag vergelijken we de resultaten van 2022 met 2019. De coronajaren 2020 en 2021 zijn daarmee dus buiten het onderzoek gehouden. In bijlage 3 presenteren we voor de omzet, winst, personeelskosten, uitkering aan aandeelhouders en beloning van het bestuur *wel* de jaar-op-jaar ontwikkelingen.

STATISTIEKEN

De gepresenteerde cijfers komen direct uit de jaarverslagen. Voor alle posten geldt dat de mutatie de procentuele verandering van de totale som betreft. De cijfers uit 2019, 2020 en 2021 komen uit de jaarverslagen van 2020 en 2021. De cijfers uit 2022 komen uit de jaarverslagen van 2022 of zijn uit de financiële jaarresultaten als de complete verslagen nog niet zijn gepubliceerd.

De keuze om de cijfers direct uit de jaarverslagen te halen in plaats van gebruik te maken van datasets zoals Refinitiv en Orbis heeft te maken met de kwaliteit van sommige data. Uit eerdere onderzoeken bleek dat met name personeelskosten en het aantal werkenden niet altijd accuraat worden weergegeven in de algemene datasets. Door ons te baseren op de jaarverslagen weten we zeker dat we de correcte data hebben zoals gerapporteerd door de onderneming.

OMZET

In dit rapport maken we gebruik van drie verschillende definities van omzet: de omzet van financiële bedrijven, de omzet van vastgoedbedrijven en de omzet van de overige ondernemingen. Die laatste groep is het grootst en voor deze groep kijken we naar de operationele omzet gepubliceerd in de winst- en verliesrekening. Financieel inkomen is hier niet meegenomen. Bij financiële bedrijven is gekeken naar hun totaal inkomen en voor vastgoedbedrijven is gekeken naar de directe inkomsten uit het vastgoed én het resultaat van de herwaardering van het vastgoed.

WINST

De gepresenteerde winst is de winst van gecontinueerde bedrijfsonderdelen na belasting. Voor de meeste bedrijven geldt dat er geen verschil is tussen de winst na belasting en de winst van gecontinueerde bedrijfsonderdelen na belasting, maar om de jaren zo goed mogelijk met elkaar te vergelijken kijken we naar de winst van gecontinueerde bedrijfsonderdelen als die bekend is. Ondernemingen die niet apart de winst van gecontinueerde bedrijfsonderdelen rapporteren maakten ook geen grote veranderingen door.

PERSONEELSKOSTEN

De personeelskosten zijn een optelsom van de lonen, werkgeversbijdragen en vaak ook de kosten voor scholing en andere kosten voor personeel. In dit rapport maken we geen onderscheid tussen de verschillende onderdelen en presenteren we het totaalbedrag dat het bedrijf zelf publiceert.

Op moment van publicatie hebben Exor en Eurocommercial Properties de personeelskosten van 2022 nog niet gepubliceerd en zijn daarom niet meegenomen bij het berekenen van de personeelskosten in dit rapport.

DE TOTALE UITKERING AAN DE AANDEELHOUDERS

De totale uitkering aan de aandeelhouders is de optelsom van het betaalde dividend en de ingekochte aandelen in dat jaar. Deze cijfers zijn terug te vinden in het kasstroomoverzicht en gaan dus over de bedragen die in het desbetreffende jaar zijn uitgekeerd aan de aandeelhouder, niet het jaar waarover de (dividend-)uitkering is betaald. Daarom is de aangekondigde dividenduitkering over 2022 niet opgenomen in dit onderzoek. Dividend in de vorm van extra aandelen valt niet onder de totale uitkering aan aandeelhouders.

BELONING BESTUUR EN CEO

De beloning van de CEO en andere bestuursleden publiceren bedrijven in het remuneratieverslag. Indien twee bedragen worden gepubliceerd houden we de beloning op basis van de IRFS-richtlijnen aan. Op het moment van publicatie hebben Aalberts, Air France-KLM, Eurocommercial Properties en Exor hun remuneratieverslag nog niet gepubliceerd. CTP, InPost, JDE Peet's en Prosus hebben de beloning van hun topbestuurders in 2019 niet wereldkundig gemaakt. Deze acht bedrijven zijn daarom niet meegenomen in de gepresenteerde ontwikkelingen.

>

¹¹⁾ SOMO. (2021). *De aandeelhouder eerst*.

BELASTINGEN

De betaalde belasting halen we uit de winst en verliesrekening van de bedrijven en is het verschil tussen de winst voor en na belasting.

WERKGELEGENHEID

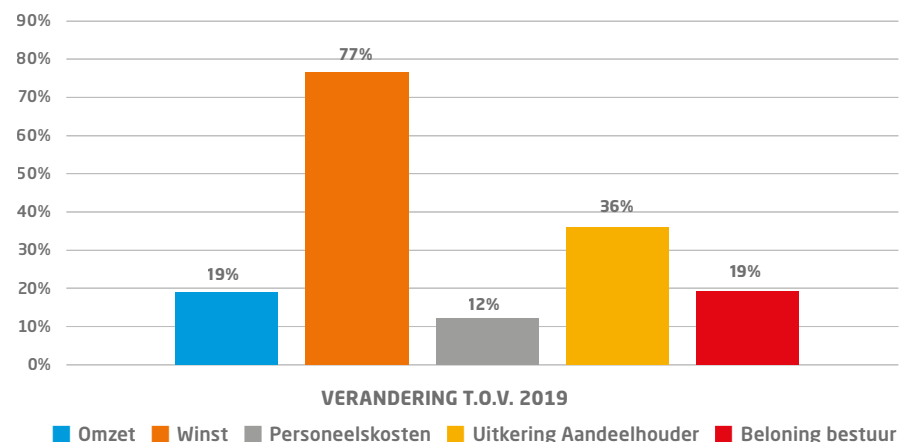
Niet elk bedrijf publiceert even uitvoerig over het aantal werknemers dat voor het bedrijf werkt. Soms is onduidelijk of het gaat over het aantal FTE of over het aantal medewerkers. Ook publiceren sommige bedrijven de werkgelegenheid op een bepaald meetmoment, vaak einde van het jaar, en andere bedrijven een gemiddelde van het gehele jaar. In dit rapport hebben we wanneer mogelijk de gemiddelde werkgelegenheid voor het gehele jaar uitgedrukt in FTE gebruikt. Wanneer dit niet mogelijk was zijn vervangende werkgelegenheid statistieken gebruikt. Per bedrijf is altijd één methode aangehouden.

03 RESULTATEN INCLUSIEF SHELL EN PER JAAR

In deze bijlage omschrijven we wat het zou betekenen als we Shell wel hadden meegenomen in de gemiddelden. Daarnaast laten we ook zien wat de ontwikkelingen in de tussenliggende jaren geweest zijn ten opzichte van 2019. In figuur 22 staan de gemiddelde ontwikkelingen als we Shell wel meenemen. Door de recordwinst van €40 miljard in 2022 van Shell stijgt de gemiddelde winst met 77%, terwijl de omzet, de beloning van het bestuur en de uitkering aan de aandeelhouder relatief minder stijgen. De ontwikkeling van de personeelskosten verandert nauwelijks met de toevoeging van Shell. ► [ZIE FIGUUR 22](#)

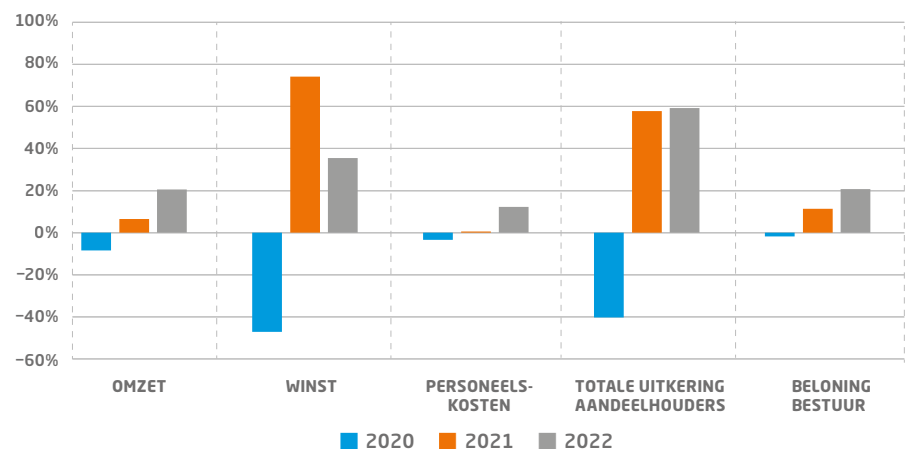
In deze publicatie hebben we ervoor gekozen om 2022 met 2019 te vergelijken. Vanwege de economische schok die de coronapandemie met zich meebracht lijkt dit de meest zuivere vergelijking. Het is echter ook interessant om te kijken naar de ontwikkelingen in 2020 en 2021 en die presenteren we in figuur 23. Hieruit blijkt dat een groot deel van de verschillen zijn ontstaan in 2021. Waar corona in 2020 zorgde voor verliezen voor de BV Nederland was 2021 een bijzonder winstgevend jaar met een winst die meer dan 70% hoger lag dan in 2019. Ook de omzet, uitkering aandeelhouder en beloning van het bestuur ontwikkelde zich positief, een trend die zich doorzette in 2022. ► [ZIE FIGUUR 23](#)

GEMIDDELDE ONTWIKKELING INCLUSIEF SHELL



FIGUUR 22 OVERZICHT VAN DE PROCENTUELE ONTWIKKELINGEN VAN DE VERSCHILLENDE INDICATOREN INCLUSIEF SHELL

GEMIDDELDE VERANDERING T.O.V. 2019



FIGUUR 23 OVERZICHT VAN DE PROCENTUELE ONTWIKKELINGEN VAN DE VERSCHILLENDE INDICATOREN VOOR 2020, 2021 EN 2022

COLOFON

Vormgeving: StudioFNV

April 2023 | 230460

FNV.NL