

## 4 Practice what you preach: De verankering van langetermijnwaardecreatie in de bestuurdersbeloning

Nancy Kamp Roelands en Marcus Looijenga<sup>1</sup>

### 1. Inleiding - maatschappelijke aandacht voor de bestuurdersbeloning groeit

Er is het laatste jaar toenemende belangstelling voor de beloning van bestuurders en commissarissen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Verhogingen worden bekritiseerd door vakbonden en politici in media en door institutionele beleggers tijdens aandeelhoudersvergaderingen. Voorbeelden zijn de discussies rondom verhogingen van topmannen als Ralph Hamers (ING) en Jeroen van der Veer (o.a. Philips). Het komt vaker voor dat nieuwe topmannen minder verdienen dan hun voorgangers.<sup>2</sup> Traditioneel werden kritische noten gekraakt als de financiële resultaten tegenvielen. De laatste jaren wordt het plaatsen van de beloning binnen de bredere maatschappelijke positie van de onderneming belangrijker in de boardrooms van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. De implementatie van de huidige Corporate Governance Code per 1 januari 2017 heeft daarin een belangrijke rol gespeeld. Langetermijnwaardecreatie heeft in deze code een centrale plaats gekregen. Dit past bij de trend waarin de maatschappij van ondernemingen verwacht dat zij zich focussen op de lange termijn en daarbij aandacht hebben voor het creëren van waarde op bredere economische, milieu en sociale aspecten binnen de context van haar omgeving in plaats van op korte termijn financiële winst. Omdat de financiële consequenties van milieu- en sociale risico's steeds duidelijker worden, raken ook investeerders in toenemende mate geïnteresseerd.

Zo is BlackRock's 'Environmental, Social and Government (ESG) Statement', effectief vanaf juli 2018, een voorbeeld van nieuw beleid waarbij ESG in alle investeringsbeslissingen wordt meegenomen. BlackRock beheerde het eerste kwartaal van 2019 ongeveer 6.500 miljard dollar wereldwijd. Ook als we kijken naar het aantal deelnemers in het VN-initiatief Principles for Responsible Investments zie je dit stijgen, van 1.500 deelnemers in 2016 naar 2.370 in 2019. Ook hierbij een vertegenwoordiging van *assets under management* van 86.300 miljard dollar.

<sup>1</sup> Met veel dank aan Sam Kranenburg en Ine Nijland van de Rijksuniversiteit Groningen voor de hulp bij de data-analyse.

<sup>2</sup> "De bovenbaas levert wat van zijn salaris in", NRC 18 maart 2019.

Het beloningsbeleid voor bestuurders gaat mee in deze trends. Zo vereist de Corporate Governance Code dat dit beleid duidelijk en begrijpelijk is, zich richt op langetermijnwaardecreatie en rekening houdt met de interne beloningsverhoudingen binnen de onderneming.

De beloningen van AEX CEO's bewegen zich tussen de €0,7mln en €13,5mln<sup>3</sup> en zijn opgebouwd uit een vast salaris en bonussen afhankelijk van korte-, middel- en lange termijn doelstellingen. Steeds vaker worden niet-financiële componenten, waaronder duurzaamheidsaspecten, als component meegenomen in deze doelstellingen. Tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders staat de bestuurdersbeloning op de agenda. Verschillende investeerders vragen actief aandacht voor niet-financiële aspecten. Zo heeft de klimaatresolutie van Follow This<sup>4</sup> bij jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van Shell eerder dit jaar ongetwijfeld grote invloed gehad op het besluit om milieuaspecten voortaan mee te wegen in de bestuurdersbeloningen.

In dit hoofdstuk wordt een overzicht gegeven van de verankering van langetermijnwaardecreatie in de bestuurdersbeloning bij Nederlandse beursfondsen. Het hoofdstuk start met een theoretische analyse van de langetermijnwaardecreatie en bestuurdersbeloningen vanuit de corporate governance code. Vervolgens wordt inzicht gegeven in de huidige verankering van langetermijnwaardecreatie in de bestuurdersbeloning bij Nederlandse beursfondsen. De focus van dit hoofdstuk ligt op de wijze waarop vorm wordt gegeven aan de component langetermijnwaardecreatie en de mate van transparantie. We gaan niet in op de hoogte van de beloningen. Het inzicht dat we geven wordt ondersteund door empirisch onderzoek in de jaarverslagen van de AEX en AMX-beursfondsen over 2018. Hieruit volgt een analyse en kritische beschouwing. Afsluitend formuleren wij onze conclusies.

## **2. De corporate governance code en transparantie over langetermijnwaardecreatie in de bestuurdersbeloning**

Transparantie over bestuurdersbeloningen wordt expliciet beschreven in het Burgerlijk Wetboek (BW) en in de Corporate Governance Code. In art. 2:383c t/m e BW staat vrij gedetailleerd beschreven op welke manier de vennootschap opgave doet van het bedrag van de bezoldiging voor iedere bestuurder. Met betrekking tot de variabele beloning ofwel de bonus beschrijft art. 2:383c lid 1 BW dat indien de vennootschap een bezoldiging in de vorm van bonus heeft betaald die geheel of gedeeltelijk is gebaseerd op het bereiken van de door of vanwege de vennootschap gestelde doelen, zij hiervan mededeling doet. Daarbij vermeldt de vennootschap of deze doelen in het verslagjaar zijn bereikt. Deze doelen zijn in toenemende mate ook niet-financieel. De vennootschap moet dus niet alleen de doelen beschrijven

<sup>3</sup> "Hoeveel is een ceo eigenlijk waard?", FD 22 maart 2019.

<sup>4</sup> Bij de aandeelhoudersvergadering van 2017 en 2018 bracht Follow This een klimaatresolutie in, in 2019 ook, maar deze werd later ingetrokken om Shell meer tijd te geven.

waarop de variabele beloning is gebaseerd, maar ook de of deze doelen al dan niet zijn bereikt.

Het beloningsbeleid wordt meer expliciet beschreven in de Nederlandse Corporate Governance Code.<sup>5</sup>

*'Het beloningsbeleid voor bestuurders is duidelijk en begrijpelijk, is gericht op langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en houdt rekening met de interne beloningsverhoudingen binnen de onderneming. Het beloningsbeleid zet bestuurders niet aan tot gedrag in hun eigen belang noch tot het nemen van risico's die niet passen binnen de geformuleerde strategie en de vastgestelde risicobereidheid.'*

De raad van commissarissen is verantwoordelijk voor het formuleren van het beloningsbeleid en de implementatie daarvan.

Bij het formuleren van het beloningsbeleid spelen dus de doelstellingen voor de strategie ter uitvoering van langetermijnwaardecreatie een belangrijke rol. Maar wat verstaat de Corporate Governance Code nu eigenlijk onder langetermijnwaardecreatie? In de Corporate Governance Code wordt geen definitie gegeven, wel worden aspecten beschreven die van belang zijn bij het formuleren van de strategie:<sup>6</sup>

*'Het bestuur ontwikkelt een visie op langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en formuleert een daarbij passende strategie. (...) Bij het vormgeven van de strategie wordt in ieder geval aandacht besteed aan:*

- i. de implementatie en haalbaarheid van de strategie;*
- ii. het door de vennootschap gevolgde bedrijfsmodel en de markt waarin de vennootschap en de met haar verbonden onderneming opereren;*
- iii. kansen en risico's voor de vennootschap;*
- iv. de operationele en financiële doelen van de vennootschap en de invloed ervan op de toekomstige positie in relevante markten;*
- v. de belangen van de stakeholders; en*
- vi. andere voor de vennootschap en de met haar verbonden onderneming relevante aspecten van ondernemen, zoals milieu, sociale en personeelsaangelegenheden, de keten waarin de onderneming opereert, eerbiediging van mensenrechten en bestrijding van corruptie en omkoping.'*

De laatste meer expliciet beschreven aspecten (vi) zijn ook precies de aspecten waarover grote organisaties van openbaar belang sinds 2017 vanuit wetgeving in hun bestuursverslag informatie moeten toelichten. Het gaat enerzijds om informatie die nodig is voor een goed begrip van het beleid, de risico's, de resultaten en de

<sup>5</sup> Nederlandse Corporate Governance Code (december 2016).

<sup>6</sup> Nederlandse Corporate Governance Code (december 2016).

positie van de onderneming en anderzijds over de effecten van de onderneming op de omgeving. Relevante informatie wordt dus zowel gezien vanuit een ‘outside-in’ perspectief als een ‘inside-out’ perspectief.

De aanscherping in zowel de Corporate Governance Code als de Nederlandse wetgeving maken het mogelijk dat er beter inzicht kan worden verkregen in de strategie gericht op langetermijnwaardcreatie. Bij het vaststellen van deze strategie worden belangen van stakeholders meegenomen. Er is niet alleen aandacht voor financiële doelstellingen, maar ook voor doelstellingen op niet-financieel gebied. Ondernemingen hebben in toenemende mate een lange termijnstrategie geformuleerd (Brouwer e.a., 2018).<sup>7</sup> Dit maakt het mogelijk dat we voor dit artikel via jaarverslaggeving een beeld hebben kunnen krijgen van de mate waarin de ondernemingsstrategie op het gebied van langetermijnwaardcreatie verankerd is in het beloningsbeleid.

### **3. Bestuurdersbeloningen**

De bestuurdersbeloning kan worden opgesplitst in een vast en een variabel deel. Het vaste deel betreft het vastgestelde salaris dat de bestuurder jaarlijks ontvangt. Dit artikel analyseert het variabele deel van de beloning, vaak de bonus genoemd. Het variabele deel is gekoppeld aan het behalen van bepaalde doelstellingen. Deze kunnen gericht zijn op de korte, de middellange en de lange termijn. Als we spreken over langetermijnwaardcreatie dan liggen lange termijn doelstellingen meer voor de hand. Maar is dat ook zo?

#### **3.1 Type en aantal doelstellingen**

Bij een variabele beloning gekoppeld aan doelstellingen is natuurlijk altijd de vraag hoe deze doelstellingen zijn geformuleerd en op welk vlak deze zijn geformuleerd. In ons onderzoek maken we onderscheid naar financiële en niet-financiële doelstellingen, waarbij de opkomst van aandacht voor niet-financiële doelstellingen evident is. De weging tussen financiële en niet-financiële doelstellingen geeft een indicatie hoe serieus het onderwerp langetermijnwaardcreatie voor meerdere belanghebbenden is. Niet-financiële doelstellingen zien wij in algemene zin:

- Sociale doelstellingen
- Milieudoelstellingen
- Governancedoelstellingen

---

<sup>7</sup> A. Brouwer, J. Janssen en J. Scheffé, “De nieuwe Corporate Governance Code en vereisten voor niet-financiële informatie”, 2018, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfskunde*, 92, 45-359.

- Index doelstellingen (bijvoorbeeld scores op de Transparantiebenchmark of de Dow Jones Sustainability Index)

Wij identificeren doelstellingen voor de langetermijnwaardecreatie op vier niveaus:

1. Geen doelstellingen
2. Eén doelstelling
3. Een beperkt aantal doelstellingen
4. Alle doelstellingen uit de (langetermijnwaardecreatie) strategie

Als we kijken naar de lange termijn kan het bijvoorbeeld gaan over duurzaamheid in brede zin, maar ook kunnen er doelstellingen specifiek gericht zijn op klimaatgebied of zelfs nog nauwkeuriger op indicatoren zoals CO<sub>2</sub>-uitstoot. Remuneratie kan ook gekoppeld worden aan een mix van onderwerpen met bijbehorende doelstellingen.

### **3.2 Robuustheid van de doelstellingen**

Doelstellingen die op het eerste gezicht heel duidelijk lijken kunnen toch erg complex zijn. Als bijvoorbeeld een indicator als CO<sub>2</sub>-uitstoot gekozen wordt, kunnen er meerdere vragen rijzen:

- Om welke reikwijdte gaat het, gaat het bijvoorbeeld over scope 1, 2 en 3? Ter achtergrond om de complexiteit hiervan te begrijpen leggen wij kort de drie scopes uit. Scope 1 betreft de emissies, die direct bij de onderneming ontstaan, zoals het gasverbruik. Scope 2 betreft de emissies die indirect ontstaan, maar wel betrekking hebben op activiteiten binnen de onderneming, zoals elektriciteitsverbruik. Hierbij ontstaat de directe emissie bij de energiemaatschappij, maar door het gebruik van elektriciteit draagt de onderneming rechtstreeks bij aan emissies. Scope 3 betreft de emissies in de keten, dus emissies die ontstaan bij toeleveranciers van grondstoffen, halffabricaten maar ook gebruik van papier en afvoer van afval.
- Gaat het om de bruto emissies of om de netto-emissies? En in hoeverre mogen certificaten uit het buitenland worden gebruikt om de bruto-emissies te compenseren om toch de doelstellingen te kunnen behalen?
- Hoe wordt omgegaan met (het updaten van) emissiefactoren?
- Wat is het effect van nieuwe technieken op deze indicator die mogelijk al in gang waren gezet voor het aantreden van de bestuurder?

Bij de variabele beloning speelt dan ook de vraag hoe robuust de doelstellingen zelf zijn. Zijn deze ambitieus genoeg? Om de lezer hierin vertrouwen te geven kan een toelichting worden gegeven op het proces van vaststelling van deze doelstellingen, inclusief wie daarbij betrokken zijn geweest. Zo kan er een onafhankelijke partij bij betrokken worden. Ook is het mogelijk om op het gebied van milieu de doelstellingen wetenschappelijk te staven. Vaak wordt hier vanuit de mondiale doelstellingen teruggerekend naar wat dit betekent voor een sector en vervolgens voor de onderneming zelf. Een andere mogelijkheid kan zijn om een vergelijking te

maken met een vooraf vastgestelde peergroep en de doelstellingen die zij gebruiken voor de remuneratie. Wij onderscheiden drie soorten onderbouwing in ons onderzoek:

1. Scientific based
2. Peer group based
3. Overig

Een heldere toelichting in de remuneratieparagraaf of verwijzing naar het verslag waarin een toelichting wordt gegeven hoe de ondernemingsdoelstellingen worden vastgesteld draagt dus bij aan een beter inzicht in heldere en eenduidige basis voor de variabele bestuurdersbeloning met betrekking tot langetermijnwaardecreatie.

### 3.3 *Vesting cycle en claw back*

Omdat de doelstellingen op de lange termijn gericht zijn is er ook een claw back provision. Er wordt in de jaarverslagen met name gesproken overeen van toepassing zijnde claw back indien het bestuur onjuiste of vertekende informatie heeft gebruikt om bepaalde bonussen te behalen.

Met frequent wisselen van bestuurders kan een onderneming ervoor kiezen om een zogenaamde vesting cycle te koppelen aan de variabele beloning. Dit is een gevoelig onderwerp, want het betekent dat een initieel toegekende beloning (deels) moet worden teruggegeven als niet de volle termijn wordt uitgezeten.

In ons onderzoek betrekken wij of de organisaties een claw back provision hanteren en of er sprake is van een vesting cycle en in hoeverre deze toeziet op de langetermijnwaardecreatie doelstellingen.

## 4. Resultaten onderzoek

Voor het onderzoek zijn de jaarverslagen van 50 ondernemingen onderzocht die voor het jaar 2018 genoteerd stonden in de AEX en AMX. Tabel 1 laat de gemiddelde omzet, het gemiddeld aantal FTE's en het gemiddeld totaal aan activa zien.

**Tabel 1: Beschrijvende statistiek**

	Aantal	Gem. omzet (in mln)	Gem. FTE	Gem. totale activa (in mln)
AEX	25	€ 31.536	48.405	€ 109.680
AMX	25	€ 2.253	8.039	€ 2.827
<b>Totaal</b>	<b>50</b>	<b>€ 16.894</b>	<b>28.222</b>	<b>€ 56.254</b>

Omdat er binnen deze indexen ook nog tussen de ondernemingen onderling grote verschillen zijn is voor bepaalde onderzoeksdata op basis van omzet een indeling gemaakt naar drie categorieën, zie tabel 2. Er zijn 13 ondernemingen met een omzet meer dan 10 miljard, 24 ondernemingen tussen 10 miljard en 1 miljard en 13 ondernemingen met minder dan 1 miljard omzet. Tabel 2 geeft een overzicht van het aantal kleine, middelgrote en grote ondernemingen gemeten aan de hand van de omzet.

**Tabel 2: Beschrijvende statistiek naar omzet**

<b>Omzet (Klein =&lt; 1 miljard; &gt; Middel &lt;; Groot =&gt;10 miljard)</b>	<b>Aantal</b>
1. Klein	13
2. Middel	24
3. Groot	13
<b>Totaal</b>	<b>50</b>

Tevens hanteren wij een indeling naar ‘klimaat sensitief’ en ‘niet klimaat sensitief’. Deze indeling is gebaseerd op de industrie van onderneming waarbij gebruik is gemaakt van de indeling uit het EU Taxonomy Technical Report van het TEG, dat is opgesteld in verband met de ontwikkeling van een EU-classificatiesysteem voor ecologisch duurzame economische activiteiten in het kader van het Sustainable Finance Action Plan.<sup>8</sup> 28 ondernemingen zijn geïdentificeerd als ‘klimaat sensitief’ en 22 als ‘niet milieu-intensief’. Bij deze classificatie wordt met namen gekeken naar de primaire processen van de onderneming.

Als we kijken naar waar de informatie over langetermijnwaardecreatie in de variabele beloning is opgenomen, zien we dat – conform het Burgerlijk Wetboek en de corporate governance code – vrijwel alle ondernemingen de informatie op hebben genomen in een afzonderlijke paragraaf in het jaarverslag. Er zijn daarnaast 6 ondernemingen die meer gedetailleerde informatie opnemen buiten het jaarverslag, bijvoorbeeld in een afzonderlijk remuneratieverslag.

**Tabel 3: Mate van toelichting van remuneratie in het jaarverslag**

	<b>AEX</b>	<b>AEX</b>	<b>AMX</b>	<b>AMX</b>	<b>Totaal</b>	<b>Totaal</b>
Alleen jaarverslag	24	96%	20	80%	<b>44</b>	<b>88%</b>
Jaarverslag en elders	1	4%	4	16%	<b>5</b>	<b>10%</b>
Niet in jaarverslag, wel elders	0	0%	1	4%	<b>1</b>	<b>2%</b>

<sup>8</sup> Technical Taxonomy Report, Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2019.

#### 4.1 *Het remuneratiebeleid en lange termijn doelstellingen*

Voor de lezer is niet altijd eenduidig wat de reikwijdte is van het remuneratiebeleid. Er worden verschillende benamingen gebruikt. Tabel 4 geeft een overzicht van de benamingen die genoemd worden.

**Tabel 4: Benamingen gebruikt in remuneratie paragrafen.**

	AEX	AEX	AMX	AMX	Totaal	Totaal
Board	22	88%	22	88%	44	88%
Board en supervisory board	1	4%	2	8%	3	6%
Board en senior management staff	1	4%	1	4%	1	2%
Senior management staff	1	4%	0	0%	1	2%

De corporate governance code geeft aan dat het beloningsbeleid voor bestuurders gericht moet zijn op langetermijnwaardecreatie. Tabel 5 laat zien dat 76% van de ondernemingen informatie opneemt over langetermijnwaardecreatie als onderdeel van de variabele beloning. Er wordt niet altijd gesproken over langetermijnwaardecreatie, vaak wordt de term sustainability gebruikt. 24% van de ondernemingen interpreteert de langetermijnwaardecreatie uitsluitend vanuit een financieel perspectief of geeft geen transparantie over deze aspecten in de remuneratie. In de verdere analyse hebben we deze ondernemingen niet meegenomen.

Tegelijkertijd is duidelijk dat de overgrote meerderheid zeer stevige nadruk legt op het financiële perspectief en enkele ondernemingen uitsluitend het financiële perspectief hanteren. Dit laatste is niet in lijn met de wijze waarop de corporate governance code langetermijnwaardecreatie heeft omschreven.

**Tabel 5: Langetermijnwaardecreatie als onderdeel van de beloning (AEX/AMX)**

	AEX	AEX	AMX	AMX	Totaal	Totaal
Langetermijnwaardecreatie onderdeel variabele beloning	21	84%	17	68%	38	76%
Onderdeel kort termijn beloning	9	43%	8	47%	17	45%
Onderdeel lange termijn beloning	5	24%	5	29%	10	26%
Onderdeel KT en LT	7	33%	4	24%	11	29%
Uitsluitend vanuit een financieel perspectief of niet beschreven	4	16%	8	32%	12	24%

In tabel 6 valt op dat de meerderheid van alle ondernemingen rapporteren over langetermijnwaardecreatie in het remuneratieverslag dat opgenomen is in het jaarverslag. Als we echter dieper inzoomen op de transparantie over de koppeling



van de variabele beloning aan de langetermijnwaardecreatie duiken dan valt op dat er onderscheid wordt gemaakt in de termijn. 34% neemt dit op in de korte termijn beloning, 20% in de lange termijn beloning en 22% neemt dit op in zowel de korte termijn beloning als de lange termijn beloning. Er lijkt een geleidelijk verschuiving plaats te vinden ten opzichte van eerder onderzoek door Maas en Rosendaal<sup>9</sup> over 2010 waarbij de variabele beloning vaker (toen ~78%) aan korte termijn doelen werd gerelateerd.

Er is een duidelijk verschil tussen de grote en middelgrote ondernemingen. Grote ondernemingen nemen vaker langetermijnwaardecreatie op als onderdeel van de variabele beloning dan middelgrote en kleine ondernemingen.

**Tabel 6: Langetermijnwaardecreatie als onderdeel van de beloning (naar grootte)**

	Klein	Klein	Middel	Middel	Groot	Groot	Totaal	Totaal
Langetermijnwaardecreatie onderdeel variabele beloning	8	62%	19	76%	11	92%	<b>38</b>	<b>76%</b>
Onderdeel korte termijn beloning	4	50%	12	63%	1	9%	<b>17</b>	<b>45%</b>
Onderdeel lange termijn beloning	2	25%	2	11%	6	55%	<b>10</b>	<b>26%</b>
Onderdeel korte en lange termijn beloning	2	25%	5	26%	4	36%	<b>11</b>	<b>29%</b>
Uitsluitend vanuit een financieel perspectief of niet beschreven	5	38%	5	24%	2	8%	<b>12</b>	<b>24%</b>

In tabel 7 worden de korte en lange termijn beloningen voor de langetermijnwaardecreatie vergeleken tussen klimaat sensitieve en niet klimaat sensitieve ondernemingen. De resultaten tonen duidelijk aan dat klimaat sensitievere ondernemingen vaker gebruik maken van zowel korte als lange termijn beloningen met betrekking tot langetermijnwaardecreatie ten opzichte van niet klimaat sensitieve ondernemingen.

<sup>9</sup> K. Maas en S. Rosendaal, "Sustainability Targets in Executive Remuneration: Targets, Time Frame, Country and Sector Specification", *Business Strategy and the Environment*, 2016, 25, 390-401.

**Tabel 7: Langetermijnwaardecreatie als onderdeel van de beloning (naar klimaat sensitiviteit)**

	Klimaat sensitief	Klimaat sensitief	Niet klimaat sensitief	Niet klimaat sensitief
Langetermijnwaardecreatie onderdeel variabele beloning	22	79%	16	73%
Onderdeel korte termijn beloning	9	41%	8	50%
Onderdeel lange termijn beloning	5	23%	5	31%
Onderdeel korte en lange termijn beloning	8	36%	3	19%
Uitsluitend vanuit een financieel perspectief of niet beschreven	6	21%	6	27%

Een voorbeeld van uitgebreidere toelichting geeft DSM; in het remuneratiebeleid wordt uitgelegd dat de helft van de korte termijn beloning, dat is 25% van het basissalaris, is gelinkt aan duurzaamheidsdoelstellingen (15%) en individuele doelstellingen (10%):<sup>10</sup>

*‘The part of the STI that is linked to shared sustainability as well as to individual targets, represents 25% of base salary for ontarget performance. Further refinement/adaptations of performance measures in the area of sustainability and their relative weight may take place following proper evaluation.*

*The following shared measures linked to sustainability are applicable for the STI:*

- *Brighter Living Solutions (BLS): percentage of running business that meets ECO+ and People+ criteria (products that offer a better environmental or social benefit compared to mainstream reference solutions)*
- *Employee Engagement Index: related to the High-Performance Norm in industry*
- *Safety Performance: defined as Frequency Index for Recordable Injuries.*

Tegelijkertijd worden niet de exacte actuele doelstellingen gegeven met als reden dat dit commercieel gevoelige informatie betreft. Ook ten aanzien van de lange termijn beloning worden specifieke doelstellingen besproken:

*‘The following four performance measures are, equally weighted, applicable for the calculation of the vesting of LTI Performance Shares:*

- *Relative Total Shareholder Return (TSR) performance versus a peer group*
- *Return on Capital Employed (ROCE) growth*
- *Energy Efficiency Improvement (EEI)*
- *Greenhouse Gas Emissions (GHGE) Efficiency Improvement*

<sup>10</sup> Royal DSM Integrated Annual Report 2018.

#### 4.2 Vesting cycle en claw back regelingen

Het is opvallend dat de vesting cycle en claw back regelingen met name lijken te samenhangen met de grootte van de onderneming, niet met de mate van langetermijnwaardecreatie in de remuneratie.

Tabel 8 laat zien dat de vesting cycle en claw back regeling binnen AEX vaker wordt gebruikt dan bij AMX-ondernemingen. In algemene zin wordt een vesting cycle bij de helft van alle AEX- en AMX-ondernemingen toegepast, de claw back regeling wordt bij twee-derde van de ondernemingen toegepast. Het is niet onlogisch dat de AEX-ondernemingen (respectievelijk 56% en 72%) deze regelingen meer toepast dan de AMX-ondernemingen (respectievelijk 28% en 40%).

**Tabel 8: Vesting cycle en clawback AEX / AMX van gehele populatie**

	Vesting cycle	Vesting cycle	Clawback	Clawback
AEX	14	56%	18	72%
AMX	7	28%	10	40%
<b>Totaal</b>	<b>21</b>	<b>42%</b>	<b>28</b>	<b>56%</b>

Tabel 9 laat zien dat als we meer in detail kijken naar de grootte in termen van omvang, we een toename zien van het gebruik van zowel de vesting cycle als de claw back regeling.

**Tabel 9: Vesting cycle en clawback per grootte van gehele populatie**

	Vesting cycle	Vesting cycle	Clawback	Clawback
Klein	4	31%	3	23%
Middel	7	29%	14	58%
Groot	10	77%	11	85%
<b>Totaal</b>	<b>21</b>	<b>42%</b>	<b>28</b>	<b>56%</b>

Opvallend om te zien is dat deze percentages licht hoger zijn als we kijken naar 'subpopulatie' die langetermijnwaardecreatie in hun remuneratie meenemen, zie tabel 10 en 11. Ook hier is zichtbaar dat grote ondernemingen meer gebruik maken van de vesting cycle en clawback regeling dan kleinere ondernemingen. Hier kan beargumenteerd worden dat de subpopulatie (N=40) niet veel afwijkt van de totale populatie (N=50). Tegelijkertijd kan beargumenteerd worden dat het risicoprofiel van een remuneratie met langetermijnwaardecreatie niet verschillend wordt ervaren als dat van een remuneratie zonder langetermijnwaardecreatie.

**Tabel 10: Vesting cycle en clawback AEX AMX van ondernemingen met langetermijnwaardecreatie in remuneratie**

	Vesting cycle	Vesting cycle	Clawback	Clawback
AEX	14	67%	16	76%
AMX	7	41%	10	59%
<b>Totaal</b>	<b>21</b>	<b>55%</b>	<b>26</b>	<b>68%</b>

**Tabel 11: Vesting cycle en clawback per grootte van ondernemingen met langetermijnwaardecreatie in remuneratie**

	Vesting cycle	Vesting cycle	Clawback	Clawback
Klein	4	50%	3	38%
Middel	7	37%	14	68%
Groot	10	91%	10	91%
<b>Totaal</b>	<b>21</b>	<b>55%</b>	<b>26</b>	<b>68%</b>

Bij de meeste organisaties worden langetermijnwaardecreatie doelstellingen in de reguliere vesting cycle en clawback provisions meegenomen. Andere ondernemingen nemen onzekere omstandigheden in acht, zoals Shell die vooruitblijkt op het opnemen van lange termijn doelstellingen ten aanzien van de energietransitie.<sup>11</sup>

*'We expect that we will have much to learn about the transition to lower-carbon energy, as it evolves. There is no right or perfect answer, but it is important that we start this journey and we will learn more as we proceed. Accordingly, the Remuneration Committee expects that the energy transition performance condition will evolve over time, and that we will use the measures and target as guidance, rather than applying a formulaic vesting outcome, when making our decisions.'*

#### **4.3 Onderbouwing van de doelstellingen voor langetermijnwaardecreatie**

We zien dat de toelichting van langetermijnwaardecreatie in de remuneratie weinig inzicht geeft in specifieke doelstellingen die gerelateerd zijn aan de bestuurdersbeloning en als er doelstellingen worden genoemd deze zeer beperkt zijn onderbouwd.

Wij hebben onderzocht in welke mate de ondernemingen met langetermijnwaardecreatie in de remuneratie inhoudelijke toelichting geven over target setting ten aanzien van deze langetermijnwaardecreatie in de remuneratie (in veel jaarverslagen wordt hier ook over CSR en sustainability gesproken). Tabel 12 laat zien dat

<sup>11</sup> Annual Report and Form 20-F for the year ended December 31, 2018, Royal Dutch Shell plc.

de meeste ondernemingen (61%) een beperkt aantal targets toelicht. Slechts een paar ondernemingen (8%) hanteert alle langetermijnwaardecreatie doelstellingen die ook in de strategie zijn ingebed en verwijst daarnaar. Er zijn 16% van de ondernemingen die slechts naar één doelstelling verwijzen. Er zijn nog altijd 16% van de ondernemingen die helemaal geen doelstellingen hebben toegelicht.

In de gevallen waar één doelstelling wordt genoemd waarin de variabele beloning wordt gekoppeld dan betreft dit vaak een indexcijfer, zoals de ranking op de Dow Jones Sustainability Index of een werknemer tevredenheidsscore. Klimaat dat op dit moment een belangrijk aandachtspunt is in regelgeving komt slechts beperkt naar voren. Bij meerdere doelstellingen worden vaak enkele sustainability targets uit de strategie hieraan toegevoegd. Er is dus in slechts enkele gevallen (8%) een duidelijke relatie tussen strategie en de langetermijnwaardecreatie doelstellingen als basis voor de remuneratie.

Een voorbeeld van beperkte toelichting en onderbouwing betreft ASMI:<sup>12</sup>

*‘Each year, a short-term incentive can be earned, based on the achievement of specific challenging targets. These targets are for 75% based on company financial targets, being sales, EBIT and free cash flow, and for 25% based on non-financial targets. These non-financial targets are derived from ASMI’s strategic and organizational priorities and include qualitative targets that are relevant to the responsibilities of the individual Management Board member. (...) For the year 2018 the Management Board partially met the financial targets and met the non-financial targets.’*

Uit andere jaarverslagen blijkt dat de doelstellingen bewust niet uitgebreid worden toegelicht. Menig onderneming stelt dat het publiceren van specifieke doelstellingen vanwege concurrentiegevoeligheid achterwege gelaten wordt. Zo schrijft DSM in haar jaarverslag:<sup>13</sup>

*‘The company does not disclose the exact actual targets, as these qualify as commercially sensitive information, though they are in line with the published strategic, financial and sustainability goals of the company. Full transparency will be given on target areas and definitions. The external auditors performed agreed-upon mandate procedures on targetsetting and realization.’*

Dit fenomeen is vreemd, want in het hoofdstuk over de strategie worden de doelstellingen wel vermeld bij de ondernemingen, zo blijkt uit eerder onderzoek van Brouwer e.a. (2018)<sup>14</sup> over het verslagjaar 2017.

<sup>12</sup> ASM International Annual Report 2018.

<sup>13</sup> Royal DSM Integrated Annual Report 2018.

<sup>14</sup> A. Brouwer, J. Janssen en J. Scheffe, “De nieuwe Corporate Governance Code en vereisten voor niet-financiële informatie”, 2018, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfskunde*, 92, 45-359.

**Tabel 12: Doelstellingen op langetermijnwaardecreatie remuneratie van AEX/AMX-ondernemingen**

Target	AEX	AEX	AMX	AMX	Totaal	Totaal
Alle langetermijnwaardecreatie doelstellingen m.b.t. de strategie	1	5%	2	12%	3	8%
Beperkt aantal doelstellingen	15	71%	8	47%	23	61%
Een doelstelling	2	10%	4	24%	6	16%
Geen toelichting	3	14%	3	18%	6	16%

Als we kijken naar diverse grootte van ondernemingen laat dit een wat gemixt beeld zien waaruit geen eenduidige trend is op te maken. Opvallend daarbij is wel dat geen van de grotere ondernemingen alle sustainability targets met betrekking tot de strategie opneemt in de bestuurdersbeloning. Bij de grote en middelgrote ondernemingen ligt het zwaartepunt op een beperkt aantal doelstellingen. Bij de kleinere ondernemingen is het beeld wat gemixt, maar zien we dat er nog veel ondernemingen helemaal geen toelichting opnemen.

**Tabel 13: Doelstellingen op langetermijnwaardecreatie remuneratie naar grootte van de onderneming**

Target	1. Klein	1. Klein	2. Middel	2. Middel	3. Groot	3. Groot
Alle sustainability doelstellingen m.b.t. de strategie	2	25%	1	5%	0	0%
Beperkt aantal doelstellingen	2	25%	14	74%	7	64%
Een doelstelling	1	13%	3	16%	2	18%
Geen toelichting	3	38%	1	5%	2	18%

Door uitleg te geven over de criteria waarop de variabele beloning is gebaseerd ontstaat beter inzicht in welke prestaties van de onderneming extra beloond worden. Er is veel literatuur over de relatie tussen variabele beloning en de verbetering van duurzaamheidsprestaties. Zo blijkt onder andere uit onderzoek dat het opnemen van sustainability resultaten in de beloning alleen tot waardering door investeerders op de beurs leidt op het moment dat er ook assurance wordt gegeven over deze targets.<sup>15</sup> De resultaten uit deze literatuur zijn echter niet eenduidig, wat te maken heeft met het volwassen worden van dit werkveld.

Wat we zien in de jaarverslaggeving is dat de raad van commissarissen, en in het bijzonder de remuneratiecommissie, vaak de criteria ('doelstellingen') bepaalt op

<sup>15</sup> Brown-Liburd and Zamora, "Role of CSR Assurance in Investors' Judgments When Managerial Pay is Tied to performance", *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2015, 34, 76-96.

basis van prestaties uit het verleden, scenario analyses, bewegingen in de industrie, et cetera. Hier worden vaak geen kwantitatieve toelichten aan gegeven, de criteria zijn ter discretie van de raad van commissarissen. Een voorbeeld is Shell, dat heeft aangekondigd haar netto CO2 voetafdruk te operationaliseren door in de toekomst specifieke korte termijndoelstellingen en door de energietransitie te linken aan de lange termijn beloning van bestuursleden. Over de energietransitie in de 2018 lange termijn beloning van bestuurders wordt het volgende toegelicht:<sup>16</sup>

*'To date, our Remuneration Policy has reflected Shell's ambition to thrive through the transition to lower-carbon energy in the following ways:*

- The inclusion of GHG intensity measures in the bonus scorecard to measure performance on the direct and indirect emissions produced by our operations. These measures already cover around 90% of Shell's operated portfolio emissions and the scorecard applies to around 55,000 employees;*
- The CEO's and CFO's personal performance goals based on successfully thriving in the transition to lower-carbon energy have been considered when determining the individual performance factor for their annual bonuses;*
- A strong alignment to shareholder interests with a high shareholding requirement level of 700% for the CEO. In addition, 50% of annual bonus is delivered in shares to be held for three years, and the LTIP has a three-year vesting period followed by a three-year holding period.*

Hieruit blijkt dat er individuele doelstellingen zijn die niet verder zijn toegelicht. Ook blijkt nog niet op welke basis de doelstellingen in de toekomst worden gebaseerd. Dit blijkt een breder vraagstuk, zoals blijkt uit tabel 14 worden peer group based targets of scientific targets nauwelijks gebruikt door de AEX/AMX-ondernemingen.

**Tabel 14: Grondslag voor doelstellingen op langetermijnwaardecreatie remuneratie van AEX/AMX-ondernemingen**

<b>Grondslag</b>	<b>AEX</b>	<b>AEX</b>	<b>AMX</b>	<b>AMX</b>	<b>Totaal</b>	<b>Totaal</b>
Geen disclosure / overig	18	86%	16	94%	<b>34</b>	<b>89%</b>
Peer group based	2	10%	1	6%	<b>3</b>	<b>8%</b>
Scientific based	1	5%	0	0%	<b>1</b>	<b>3%</b>

Ook blijkt dat de grootte van de onderneming tot meer toelichting leidt over de totstandkoming van de doelstellingen, zie tabel 15.

<sup>16</sup> Annual Report and Form 20-F for the year ended December 31, 2018, Royal Dutch Shell plc.

**Tabel 15: Grondslag voor doelstellingen op langetermijnwaardecreatie remuneratie naar grootte van de onderneming**

<b>Grondslag</b>	<b>1. Klein</b>	<b>1. Klein</b>	<b>2. Middel</b>	<b>2. Middel</b>	<b>3. Groot</b>	<b>3. Groot</b>
Geen disclosure / overig	8	100%	18	95%	8	73%
Peer group based	0	0%	1	5%	2	18%
Scientific based	0	0%	0	0%	1	9%

## 5. Analyse en beschouwing

In dit hoofdstuk analyseren wij de resultaten van het onderzoek waarbij wij een kritische beschouwing geven over de langetermijnwaardecreatie als onderdeel van de remuneratie van het bestuur.

### 5.1 *Meerderheid van de ondernemingen neemt langetermijnwaardecreatie op in de remuneratie*

Wat opvalt is dat de ruime meerderheid van de onderzochte ondernemingen (76%) langetermijnwaardecreatie hebben ingebed in de remuneratie. Gezien de vraag om langetermijnwaardecreatie in de corporate governance code is dit een logische ontwikkeling. We zien dat dit zowel in de korte termijn (45%) component als in de lange termijn component (26%), als in beide componenten (29%) terugkomt. Dat is opmerkelijk omdat deze doelstellingen met name de lange termijn raken. Anderzijds kan dit kloppen op het moment dat ondernemingen de lange termijn doelstelling hebben terugvertaald naar de middellange- en korte termijn. Dit is echter niet op te maken uit de toelichting op de remuneratie van deze ondernemingen.

Ook zien we dat grote (92%) en middelgrote (76%) ondernemingen voorlopen met het inbedden van langetermijnwaardecreatie in de remuneratie ten opzichte van kleinere (62%) ondernemingen. Dit zien we vaker bij nieuwe ontwikkelingen. Bijvoorbeeld als we kijken naar integrated reporting of het toelichten van duurzaamheidsinformatie zijn het de grote ondernemingen die de eerste stappen zetten.

### 5.2 *De toelichting op langetermijnwaardecreatie in remuneratie geeft weinig concrete informatie*

De toelichtingen over langetermijnwaardecreatie in de remuneratie zijn erg beperkt en geven weinig concrete informatie. Dit beperkt de daadwerkelijke inzichten in hoe deze componenten in de remuneratie tot stand komen, zijn ingericht en wat de uitkomsten van deze componenten zijn. Zo worden toelichtingen op geaggregeerd niveau gegeven, missen vaak concrete doelstellingen en lijkt het alsof de remuneratie op deze componenten ter discretie aan de raad van commissarissen zijn.



16% van de ondernemingen geeft in het onderdeel over de remuneratie niet aan op welke doelen deze is gebaseerd en vervolgens informatie of de doelen al dan niet bereikt zijn. Nog eens 16% heeft maar één doelstelling, vaak het bepalen van een positie in een index wat relatief weinig waarde heeft. De score op een index wordt vaak bepaald op basis van de mate van toelichting en in mindere mate op basis van de werkelijke prestaties van de organisatie. 68% geeft meer informatie, tegelijkertijd is deze informatie weinig concreet en lastig te interpreteren. Klimaat wordt als expliciete factor relatief weinig genoemd.

Ten opzichte van de toelichtingen rondom de financiële componenten in de remuneratie lopen de toelichtingen op langetermijnwaardecreatie duidelijk achter. Uitgebreidere informatie kan elders opgenomen zijn, bijvoorbeeld elders in het verslag of op de website, maar door het ontbreken van de link naar deze informatie wordt de beschikbaarheid van deze informatie onduidelijk. Dit in strijd met de vereisten in de corporate governance code, waarin gevraagd wordt om duidelijkheid en transparantie. Daarom hebben we aanvullend ook gekeken of er in de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders extra informatie is opgenomen. In de meerderheid van de gevallen echter verwezen naar de informatie in het jaarverslag.

Tevens is het proces rondom de target setting onduidelijk. Zo wordt bijvoorbeeld toegelicht dat scenario analyses worden uitgevoerd prestaties uit het verleden als uitgangspunt worden genomen, zonder concrete getallen en/of inzichten. Juist in een werkveld dat nog aan volwassenheid moet winnen, is het belangrijk dat dit proces transparant is en dat algemeen aanvaardbare methodes worden gezocht zoals peer group based en scientific based targets. We zien dat dit slechts in 11% van de gevallen gebeurt, waarbij de toelichting erg summier is.

Deze inzichten lijken voorlopig het nut van remuneratie aan te tasten. Als incentives onduidelijk zijn of doelstellingen niet uitdagend genoeg, zullen bestuurders minder gefocust hiermee aan de slag gaan. Bovendien kunnen met redelijk vage omschrijvingen beloningen gemakkelijk worden toegekend. Slechte informatie vergroot de informatieasymmetrie richting beleggers en bredere stakeholdergroepen. Dit kan mogelijk de kapitaalkosten verhogen en in een wereld waarin langetermijnwaardecreatie en duurzaamheid steeds belangrijker wordt kan dit daadwerkelijke ontwikkelingen binnen ondernemingen vertragen.

### **5.3 *De vesting en claw-back regelingen worden ook toegepast op langetermijnwaardecreatie componenten van de remuneratie***

We zien dat de bestaande vesting en claw-back regelingen ook worden toegepast op langetermijnwaardecreatie componenten van de remuneratie. Vaak wordt hiervoor dezelfde systematiek gebruikt als voor de financiële beloningscomponent. We verwachten dat dit in een volwassener wordend veld meer aandacht zal krijgen in de toekomst.

#### 5.4 *Ontwikkelingen afgelopen decennium*

In vergelijking met eerder onderzoek van Maas en Rosendaal (2016)<sup>17</sup> over 2010, is duidelijk dat het percentage van doelstellingen ten aanzien van duurzaamheid en langetermijnwaardecreatie is gegroeid het afgelopen decennium. Maas en Rosendaal vonden dat 28% van de AEX en AMX ondernemingen duurzaamheidsdoelstellingen in de remuneratie hadden opgenomen. Dit onderschrijft de verandering in maatschappelijke aandacht zoals beschreven in de inleidende paragraaf. In 2010 lag de nadruk nog meer op de korte termijn doelstellingen dan wij in 2018 zien.

Meer recent laat onderzoek van Brouwer et. al (2018)<sup>18</sup> gaat breder in op de gehele invoering van de Corporate Governance Code. Zij concluderen over verslagjaar 2017 dat ondernemingen invulling geven aan langetermijnwaardecreatie, maar dat de inhoud en diepgang sterk varieert. Ondernemingen kunnen verdere verbetering realiseren in de concrete invulling van bijvoorbeeld behaalde resultaten op niet-financiële aspecten. Wij zien over verslagjaar 2018 eenzelfde beeld als het gaat om de remuneratie, hier kunnen organisaties meer duidelijkheid en transparantie geven. Tevens concluderen zij dat het beloningsbeleid wel uiteenzet hoe het bijdraagt aan langetermijnwaardecreatie (84% van de AEX/AMX ondernemingen) maar in mindere mate hoe dit is vertaald naar de variabele beloning van bestuurders (58%). Hoewel niet volledig vergelijkbaar zien wij een stijging over verslagjaar 2018 wat laat zien dat ondernemingen werken aan verdere duidelijkheid en transparantie.

Maas en Rosendaal constateerde daarnaast een zeer groot verschil tussen milieu-intensieve en niet-klimaat sensitieve ondernemingen. In ons onderzoek zien wij hier nog maar een relatief klein verschil als we kijken naar ondernemingen die klimaat sensitief en niet-klimaat sensitief zijn. Dit kan worden verklaard doordat de verantwoordelijkheid voor duurzaamheid en langetermijnwaardecreatie nu breder wordt gedragen in de maatschappij en verankerd is in de herziene corporate governance code.

#### 6. **Conclusie**

De onderzoeksresultaten naar de AEX en AMX-ondernemingen laten zien dat ondernemingen geleidelijk aan de corporate governance code toepassen, maar dat er op het gebied van transparantie nog veel moet gebeuren wil deze nageleefd worden:

- 24% neemt informatie op over remuneratie, maar legt geen link met langetermijnwaardecreatie

17 K. Maas en S. Rosendaal (2016), 'Sustainability Targets in Executive Remuneration: Targets, Time Frame, Country and Sector Specification', *Business Strategy and the Environment* 25, 390-401.

18 A. Brouwer, J. Janssen en J. Scheffé, "De nieuwe Corporate Governance Code en vereisten voor niet-financiële informatie", 2018, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfskunde*, 92, 45-359.

- 36% geeft geen concrete omschrijving (te vaag of heel brede omschrijving) over de langetermijnwaardecreatie waardoor dit te flexibel kan worden ingevuld.
- 72% geeft geen informatie over de wijze waarop doelstellingen die gekoppeld zijn aan de remuneratie tot stand komen

We zien een geleidelijke verschuiving bij de grotere ondernemingen, die wat concreter worden en ook de beloningscomponent meer gaan relateren aan de lange termijn. Uit de transparantiebenchmark blijkt dat Nederlands grotere ondernemingen in deze index hoog scoren op strategie en beleid op het gebied van langetermijnwaardecreatie en ook concrete doelstellingen rapporteren. Eerder onderzoeksresultaten (Brouwer e.a., 2018) laat soortgelijke resultaten zien.<sup>19</sup> De remuneratieparagraaf in ons onderzoek lijkt echter nog te weinig gekoppeld te zijn aan de strategieparagraaf en vaak nog teveel financieel ingestoken te zijn. De niet-financiële component van de bestuurdersbeloning kan veel concreter worden gerapporteerd. Met de relatief vage omschrijvingen die wij tijdens ons onderzoek vonden lijkt er nog steeds een frictie te zijn tussen een ondernemingsstrategie die gericht is op langetermijnwaardecreatie en een bestuurdersbeloning die nog grotendeels financieel wordt bepaald en voor het niet-financiële deel zo breed wordt omschreven dat hier een variabele invulling aan kan worden gegeven. Hierdoor lijkt het dat dit relatief gemakkelijk behaald kan worden. Het soms gehanteerde argument van concurrentieoverwegingen lijkt moeilijk te staven als de organisatie zelf in haar strategie- en doelstellingen paragraaf concreter is en haar betrokkenheid op het gebied van langetermijnwaardecreatie stevig neerzet.

Er is niet alleen actie nodig van ondernemingen om transparanter en meer in lijn met hun strategie hierover te rapporteren, maar ook van investeerders, die tijdens algemene vergaderingen van aandeelhouders actiever vragen kunnen stellen over de consistentie tussen strategie en variabele bestuurdersbeloningen en de mate waarin zij hierover toereikende informatie ontvangen.

Zonder consistentie tussen strategie en bestuurdersbeloning bestaat het gevaar dat de perceptie ontstaat dat langetermijnwaardecreatie minder serieus wordt genomen en niet echt verankerd is in de genen van een onderneming.

Zonder kwalitatief hoogwaardige transparantie in het bestuursverslag worden investeerders en andere stakeholders onvoldoende geïnformeerd over de wijze waarop het bestuur wordt beloond en hoe dit (in)direct de langetermijnwaardecreatie van een onderneming beïnvloedt.

Er is dus duidelijk werk aan de winkel en we zijn benieuwd naar de verbeteringen in de komende jaren.

---

<sup>19</sup> A. Brouwer, J. Janssen en J. Scheffe, “De nieuwe Corporate Governance Code en vereisten voor niet-financiële informatie”, 2018, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfskunde*, 92, 45-359.