

# Aanbevelingen Bestuurdersbeloning

*Uitgebracht maart 2003*

## **Aanbevelingen Bestuurdersbeloning**

### **Verantwoordelijkheden en bevoegdheden**

1. De verantwoordelijkheid voor de remuneratie van de Raad van Bestuur ligt bij de Raad van Commissarissen.  
De RvC stelt een remuneratiecommissie in die bestaat uit onafhankelijke leden.  
De commissie stelt een remuneratiebeleid op dat voldoet aan de hierna volgende aanbevelingen.
2. De RvC is verantwoordelijk en door de AvA aanspreekbaar voor alle aspecten van de bestuurdersbeloning. De RvC legt hierover verantwoording af in het Jaarverslag.
3. Goedkeuring van de AvA is noodzakelijk voor aandelen- en optieplannen als zodanig, maar niet voor de concrete invulling ervan op individueel niveau. Dat laatste blijft een taak van de remuneratiecommissie.

### **Redelijkheid en effectiviteit**

4. Het totale beloningspakket dient getoetst te worden op redelijkheid en effectiviteit. Ten aanzien van de hoogte van de beloningen dient de RvC een onafhankelijk oordeel te hebben en niet alleen af te gaan op marktvergelijkingen of historische precedents.
5. De koppeling van het remuneratiebeleid met de lange termijn strategische doelstellingen van de onderneming dient expliciet gelegd te worden en dient toetsbaar te zijn.

Van het totale beloningspakket dient een substantieel deel een directe koppeling met vooraf bepaalde prestatiedoelstellingen te hebben; de bestuurdersbeloning dient voorts in belangrijke mate een lange termijnkarakter te hebben.

6. Het beloningssysteem dient rekening te houden met de geldende maatschappelijke normen en waarden. Dat voorkomt uitkomsten die als excessief worden ervaren.  
Een goed beloningssysteem geeft de juiste incentives en bevat geen onbedoelde prikkels tot gedrag dat strijdig is met de belangen van de onderneming of dat stimuleert tot een toepassing van de verslaggevingsregels of andere wettelijke bepalingen die niet strookt met de materiële bedoeling ervan.
7. De remuneratiecommissie dient periodiek vast te stellen of de gekozen instrumenten daadwerkelijk hebben bijgedragen aan het bereiken van de strategische doelstellingen.

### **Gebruik van beloningsinstrumenten**

8. Het gebruik van de beloningsinstrumenten is een uitwerking van de gekozen verdeling over vaste en variabele en korte versus lange termijn beloningsinstrumenten.
9. De effectiviteit dient bepalend te zijn voor de keuze van de specifieke instrumenten; de verslaggevingspraktijk of fiscale mogelijkheden zijn daaraan ondergeschikt.
10. Optieprogramma's en/of aandelenprogramma's kunnen onderdeel zijn van het lange termijn, variabele deel van het totale beloningspakket.  
Deze programma's dienen aan een aantal eisen te voldoen:
  - lange termijn karakter
  - gespreide verzilvering of verkoop; bij voorkeur op vooraf bepaalde momenten over een langjarige periode
  - koppeling met de strategische doelen van onderneming kan worden bereikt door:
    - het aantal te verstrekken opties of aandelen afhankelijk te stellen van het realiseren van vooraf aangegeven doelen, dan wel door
    - de uitgifte van 'maatwerk' opties of aandelen waarbij alleen de relatieve performance van het aandeel ten opzichte van een vooraf afgesproken benchmark wordt beloond.
  - repricing van opties is niet acceptabel.
11. De cumulatie van hoge variabele beloningen en riant exit-regelingen is niet acceptabel; een riant exit-regeling doet afbreuk aan de incentive die van een variabele beloningsstructuur behoort uit te gaan.
12. De onderneming dient als regel geen leningen aan bestuurders te verstrekken.

### **Verslaglegging**

13. Over alle aspecten van de bestuurdersbeloning, zowel beleid, doelstellingen als uitkomsten, dient transparant, volledig en op consistente wijze te worden gerapporteerd in het Jaarverslag.

In geval van opties of aandelen dienen afspraken ten aanzien van behoudperiode en verkoopmomenten te worden vermeld.

Bestuurders dienen verzilvering van opties en verkoop van aandelen te melden op het moment van verzilvering dan wel verkoop.

14. De economische waarde van opties op het moment van toekenning dient als kosten in de Verlies- en Winstrekening van de onderneming te worden verantwoord.

## Toelichting bij Aanbevelingen

### 1. De stok of de wortel?

De huidige structuur voor publieke ondernemingen wordt gekenmerkt door scheiding van ondernemingbestuur en aandeelhouderschap. Het is managers capitalism en niet owners capitalism. In dit model ligt het zwaartepunt bij het ondernemingsbestuur: zij bepalen de strategie en voeren deze uit.

De RvC heeft slechts een toezichthoudende rol en de aandeelhouder kan er hooguit in toestemmen.

Om in dit model toch te bewerkstelligen dat belangen van aandeelhouders en bestuurders parallel lopen, is gekozen voor het remuneratie-instrument. In het beloningspakket worden incentives ingebouwd die het managers capitalism meer 'shareholders friendly' moeten maken. Er wordt dus gekozen voor de wortel<sup>1</sup>. De vraag is dan vervolgens of het gekozen systeem ook goed uitwerkt. Dit hangt af van de vormgeving en de feitelijke invulling. Doch daaraan gaan vooraf heldere en meetbare doelstellingen.

### 2. Helderheid doelstelling

In een systeem van maximizing shareholders value lijkt de doelstelling helder. Maximeer de beurswaarde van de onderneming. De praktijk is anders. Maximeren van de beurswaarde zeker als deze gedreven wordt door een eenvoudig manipuleerbare grootheden als 'pro forma' winst per aandeel, blijkt een weinig duurzaam gebeuren.

De grote nadruk op korte termijn beurswaarde maakt de onderneming speelbal van de volatilitéit van de aandelenmarkt. Het volgende citaat uit The Economist van 16 november 2002 illustreert dit.

#### ***Drugs in the boardroom***

*Mr. Jensen<sup>2</sup> now thinks that the way in which executive pay was typically tied to share performance through options meant that, in the bubble, the carrots became what he calls 'managerial heroin', encouraging a focus on short-term highs with destructive long-term consequences. Once a firm's shares became overvalued, it was in managers' interests to keep them that way, or to encourage even more overvaluation, in the hope of cashing out before the bubble burst. Doing this not only meant being less than honest with shareholders, or being creatively optimistic with corporate accounts. It also encouraged behaviour that actually reduced the value of some firms to their shareholders-such as making an acquisition or spending a fortune on an Internet venture simply to satisfy the whims of an irrational market.*

<sup>1</sup> Het alternatief kiezen voor de stok kan ook door een combinatie van hoog basisloon plus een eenvoudig ontslagmechanisme. Aandeelhouders zullen dat niet snel doen tenzij de continuïteit van de onderneming gewaarborgd is. Wel geldt dat goudgerande exitregelingen uit den boze zijn. Ontslag dient een disincentive te zijn.

<sup>2</sup> Michael Jensen was hoogleraar aan de Harvard Business School en in de jaren zeventig de grote voorstander van optiebeloningen voor bestuurders als oplossing van het 'principal agency'-conflict van de moderne onderneming.

Wat zijn echter de alternatieven.

We onderscheiden er drie:

- lange termijn winstgroei
- lange termijn winstgroei met vertaling in operationeel prestatiecontract
- lange termijn koersontwikkeling ten opzichte van een vooraf bepaalde benchmark.

Lange termijn winstgroei lijkt een aantrekkelijk alternatief. Nadeel is dat het winstbegrip manipuleerbaar is en daardoor in versterkte vorm de afgeleide van de winst: de winstgroei.

Bovendien houdt het boekhoudkundige winstbegrip geen rekening met andere factoren die de waarde van de onderneming bepalen zoals wijzigingen in het risicoprofiel van de ondernemingen, afvlakking van winstgroei-perspectieven en last but not least de kwaliteit en de reputatie van de ondernemingen.

Dit maakt gerealiseerde lange termijn winstgroei ongeschikt om als enige doelstellingsvariabele te dienen.

Het tweede alternatief gaat uit van lange termijn winstgroei als hoofddoelstelling van de onderneming doch vertaalt deze hoofddoelstelling in meetbare instrumentele doelstellingen. De beloning van de bestuurders is gekoppeld aan de prestaties ten aanzien van deze instrumentele doelstellingen.

Dit model waarbij de beloning gekoppeld is aan een expliciet prestatiecontract dat weer is afgeleid van de strategische ondernemingsdoelstelling spreekt zeer aan. Het vereist echter een vorm van betrokkenheid bij het operationele ondernemingsgebeuren van de zijde van de RvC die in de praktijk vaak onhaalbaar is.

Het derde alternatief accepteert de informatie-asymmetrie tussen bestuur en toezichthouders als gegeven.

Door de beloning te koppelen aan de lange termijn koersontwikkeling van het aandeel afgezet tegenover een geëigende benchmark is op een eenvoudige wijze een belangenparallèle tussen agent (= ondernemingsbestuur) en principaal (= aandeelhouder) te bewerkstelligen.

Ook aan dit model kleven meetbaarheidsproblemen. Met name de benchmarkkeuze is vatbaar voor manipulatie. M. Jensen beveelt aan te kiezen voor cost of capital benchmark; anderen zien meer in een peer-group index. Het voordeel van een peer-group aanpak is dat deze bescherming biedt tegen de grote absolute volatiliteit van de aandelenmarkt en zich meer richt op de specifieke factoren die de waarde van de onderneming bepalen. Het wordt aan de markt overgelaten alle voor de ondernemingswaarde relevante factoren te verdisconteren. In dit opzicht is er dus sprake van een objectief systeem.

De conclusie kan zijn dat een expliciet prestatiecontract met meetbare instrumentele doelen afgeleid van de strategische ondernemingsdoelstelling de voorkeur verdient maar in veel gevallen te hoog gegrepen lijkt. Dat geldt met name voor die situaties waarin de RvC op relatief grote afstand staat. In zulke situaties is een directe koppeling aan de aandelenkoers een goede tweede keuze mits het lange termijn karakter gewaarborgd is en de koersontwikkeling wordt afgezet ten opzichte van een relevante benchmark.

### 3. Vormgeving van het beloningsbeleid

Het beloningsbeleid dient vanuit twee gezichtpunten te worden beoordeeld:

- is het voldoende aantrekkelijk voor goede bestuurders en qua hoogte redelijk ten opzichte van de geleverde prestaties
- geeft het beleid de juiste prikkels tot het realiseren van de strategische ondernemingsdoelstelling.

Met andere woorden is het redelijk gelet op de specifieke arbeidsmarktverhoudingen en billijk gelet op de maatschappelijke normen en tenslotte is het effectief.

De vraag naar de redelijkheid en billijkheid betreft vooral de hoogte van de beloning, in verhouding tot de geleverde prestaties en in relatie tot de specifieke marktomgeving waarin de onderneming opereert. De RvC dient zich een zelfstandig oordeel over deze aspecten te vormen en kan zich niet eenvoudig verschuilen achter benchmarking studies van externe consultants. Voorts dient expliciet te worden aangegeven met welke referentiegroep de onderneming zich vergelijkt als het gaat om de vaststelling van de hoogte van de bestuurdersbeloning.

De effectiviteitsvraag heeft vooral betrekking op de vormgeving van het beloningspakket.

Relevant zijn de verdeling over vast en variabel en korte en lange termijn beloningscomponenten. In marktgerichte ondernemingen waarbij de Raad van Bestuur vooral ondernemerschap moet tonen past een beloningsmix met het zwaartepunt bij variabele en lange termijn beloningscomponenten. In ondernemingen waarbij operationele efficiëntie, kapitaalefficiëntie en beheerste groei centraal staan zal nadruk kunnen liggen op vaste beloningselementen. De verhouding tussen vast en variabel ligt in Nederland traditioneel op vast; meer nadruk op variabel en lang komt de effectiviteit van het beloningsbeleid ten goede.

Variabele beloningsinstrumenten zijn cash bonus, opties en aandelen. De cash bonus is vooral een korte termijn instrument, opties en aandelen zijn geschikte instrumenten voor het variabele, lange termijn onderdeel.

Opties hebbend de laatste tijd een slechte naam gekregen. Dit heeft meer te maken met de gebrekkige vormgeving (korte looptijd, verborgen kosten, koppeling aan absolute aandelenperformance, etc.) dan met de voordelen van het instrument zelf. Opties dienen als lange termijn instrument te worden gehanteerd, bij voorkeur in de vorm van overlappende programma's met vaste uitoefenmomenten gespreid over een flink aantal jaren. Het herprijzen van oude optiepakketten is uit den boze. Het incentive karakter van opties wordt tenietgedaan als herprijzing standaard praktijk zou worden.

Ook het verstrekken van aandelen dient een lange termijn karakter te hebben met vooraf vastgestelde minimale 'holding'-periodes. In alle gevallen dienen de kosten van deze programma's via de V&W-rekening te lopen.

Lange termijn beloningen kunnen ook een vast karakter hebben zoals pensioenregelingen en andere secundaire arbeidsvoorwaarden. Door hun lange termijn karakter hebben ze een bindingselement en dienen expliciet in de beschouwing te worden betrokken bij de beoordeling van de totale hoogte van het beloningspakket. De kosten hiervan dienen expliciet zichtbaar te zijn. Lange termijn bindingsinstrumenten als het verstrekken van leningen dienen als regel niet gebruikt te worden.

Exitregelingen en change of control bepalingen dienen primair beoordeeld te worden vanuit effectiviteit. Het afdekken van het risico van wanprestatie lijkt geen goede stimulans tot het bereiken van een maximaal resultaat. Als hoofdregel geldt dat als het gaat om de beloning van de bestuurders effectiviteit dient te prevaleren boven kostenefficiëntie.

#### **4. Behoeven aandelen- en optieplannen de goedkeuring van de ava?**

Een aantal jaren geleden nog was beloning van bestuurders niet echt een groot discussie-onderwerp. In de VS zag men opties als een belangrijk instrument om “alignment of interest” te creëren tussen bestuur en aandeelhouders. In Europa was men in het algemeen iets terughoudender, maar won deze gedachte langzaam ook terrein. Bedenkingen ontstonden -vooral in Europa- toen in de “bull market” van de voorgaande jaren de beloningen een exponentieel hoge vlucht namen. Vooral de schandalen bij Enron en anderen hebben velen ervan doordrongen dat een goed functionerend beloningssysteem alleen kan bestaan met goede waarborgen. Het onderstaande staatje laat dan ook zien dat waar tot 2000 het beloningsbeleid werd gezien als een verantwoordelijkheid van de non-executives en commissarissen, na die tijd de algemene trend is om goedkeuring van de AvA als extra waarborg te bevorderen.

1. Peters (1997)	Beloning taak RvC (o.a. aanbeveling 15)
2. OECD Principles of CG (1999)	Beloning taak non-executives (punt V.D.2)
3. ICGN Statement on Global CG Principles (1999)	ICGN lijkt zich hierbij aan te sluiten (Statement 5 en amplification bij OECD punt V.E.1)
4. SCGOP-handboek (2001)	Optieplannen goedkeuring ava (IJKpunt 14)
5. Final Report Winter (2002)	Optieplannen t.b.v. bestuurders goedkeuring ava (p. 66)
6. Hoogervorst, Fortis-lezing (2002)	Wetsvoorstel in voorbereiding: ava goedkeuring beloning bestuurders in aandelen en opties (p. 8)
7. ICGN Report on Executive Remuneration (2002)	Beloning taak Remuneration Committee (punt 9), maar goedkeuring door ava is desirable and necessary (punt 55)

In Nederland leggen inmiddels ook (in ieder geval) Unilever, ReedElsevier en Philips hun optie- en aandelenplannen ter goedkeuring aan de AvA.

De constatering lijkt gerechtvaardigd dat het vragen van goedkeuring aan de AvA voor instrumenten voor flexibele beloning in toenemende mate als best practice wordt beschouwd. De vraag is wat daarvoor de reden is. In dat verband is het van belang de argumenten vóór en tegen een dergelijk vereiste te bezien. De belangrijkste zijn de volgende.

Argumenten vóór het vereiste van aandeelhoudersgoedkeuring:

- Het gaat niet zelden om kosten die een substantiële impact kunnen hebben op de aandeelhouderswaarde.
- Het vereiste draagt bij aan verkleining van agency-effecten. Het dwingt bestuurders immers hun incentive-structuur meer te richten op de belangen van aandeelhouders.
- De transparantie over beloningen is nog altijd vaak slecht. Het vereiste van aandeelhoudersgoedkeuring kan werken als extra middel om de transparantie te verbeteren. Immers, aandeelhouders kunnen hun goedkeuring onthouden als zij hierover niet tevreden zijn.
- De disciplinerende werking van het goedkeuringsvereiste kan verder helpen misbruik en excessen te voorkomen.

Argumenten tegen:

- Aandeelhouders kunnen de neiging krijgen zich op detailniveau met (individuele) beloningen te gaan bezighouden.
- Gaat ten koste van flexibiliteit van de onderneming en concurrentiekracht in de “markt” voor captains of industry.
- Aandeelhouders zouden van het recht misbruik kunnen maken om andere doeleinden te bereiken, zij het dat de problemen -als het zover zou komen- dan waarschijnlijk veel groter zijn.

Er zijn verschillende methoden om goedkeuring door aandeelhouders vorm te geven. In het algemeen lijkt bemoeienis van aandeelhouders bij de (individuele) beloningen op detailniveau onwenselijk. Zij moeten zich beperken tot kaderstelling en monitoring op hoofdlijnen. In dit verband is het advies van de Commissie Winter constructief: goedkeuring van de AvA is noodzakelijk voor aandelen- en optieplannen als zodanig, maar niet voor de concrete invulling ervan op individueel niveau. Dat laatste blijft een taak van de remuneratiecommissie.

De aanbeveling van Winter slaat een brug tussen de verantwoordelijkheid van de onderneming en het belang van aandeelhouders op een manier die overeenstemt met algemene best practice-normen. Er lijkt aanleiding hier in Nederlandse verhoudingen aansluiting bij te zoeken.