

reo[®] viewpoint

november 2017

RSA's: ongestraft belonen

Dit is een publicatie van ons Governance & Sustainable Investment (GSI) team, bestaande uit 12 professionals met gemiddeld 10 jaar ervaring in de industrie.

Uit juni 2017 heeft het team € 127 miljard onder engagementadvies en wordt er € 1,9 miljard beheerd via maatschappelijk verantwoorde beleggingsoplossingen.

Daniel Jarman

Associate Director,
Governance & Sustainable Investment

David Sneyd

Associate Director,
Governance & Sustainable Investment

Samengevat

- De introductie van 'restricted share awards' (RSA's), oftewel voorwaardelijk toegekende aandelen, als beloning voor het topmanagement bij Britse ondernemingen, lijkt in theorie interessant. Het totale niveau van de beloningen gaat hierdoor omlaag (zo wordt in het vooruitzicht gesteld) er komt meer afstemming op de belangen van de aandeelhouders en het beloningsbeleid wordt eenvoudiger.
- Door beleggers zijn de RSA-plannen echter gemengd ontvangen. In diverse gevallen was sprake van veel tegenstand. Soms werd het plan helemaal van tafel gehaald.
- Ons oordeel is dat het RSA-plan, in zijn huidige uitvoering, weinig van de beoogde doelstellingen waar maakt en in voorkomende gevallen de beloningsstructuur zelfs verslechtert.
- We dragen diverse elementen aan die volgens ons positief aan een toekomstige RSA-regeling kunnen bijdragen. Dit soort beloning maakt een snelle ontwikkeling door en een eindconclusie moet nog worden getrokken.

Achtergrond

Over de beloning van de bedrijfstop wordt al jaren gevochten tussen beleggers en ondernemingen. Met iedere goedbedoelde richtlijn die weer een schepje boven op de bestaande wet- en regelgeving doet, klinkt het protest van de ondernemingen steeds luider: de benadering is te complex, omslachtig en scheert iedereen over één kam. Ondertussen blijft de totaalbeloning van het topmanagement elk jaar toenemen. Zowel ondernemingen als beleggers krijgen te maken met kritiek vanuit de media en het grote publiek.

De Britse Investment Association, de brancheorganisatie voor vermogensbeheerders, heeft eind 2015 een onafhankelijke werkgroep opgericht: de Executive Remuneration Working Group (ERWG). Die werkgroep heeft zich gebogen over de geschiktheid van de huidige beloningsstructuren. Ook werd gekeken hoe de situatie beter kon. In haar eindrapport doet de ERWG diverse aanbevelingen, zoals de verbetering van de transparantie en actiever contact met belanghebbenden. De meest provocerende aanbeveling was echter de onderschrijving van het fenomeen RSA.

Contact



+31-20-582 3000



infonl@bmogam.com



bmogam.nl

Met die actieve steun werd gerammeld aan decennia conventioneel denken over de bezoldiging in het VK. Die nieuwe visie werd ingegeven door een groeiende frustratie over de status quo. Diverse ondernemingen, zelf ook gefrustreerd over de gebruikelijke beloningsregeling, grepen de kans aan en introduceerden de RSA. Met dat enthousiasme gingen ze echter voorbij aan de mening van veel aandeelhouders. Die waren nog niet zo overtuigd dat een dergelijke drastische verandering voor alle ondernemingen even geschikt was.

Wat zijn RSA's?

Beleggers verwachten sinds de publicatie van het Greenbury Report in 1995 (onderzoek naar de snel stijgende topsalarissen) dat aandelen onder bepaalde prestatievoorwaarden worden toegekend. De hoogte van de toekenning is dan gekoppeld aan de feitelijke prestatie. Ook in de richtlijnen van institutionele beleggers wordt dit uitgangspunt onderschreven. Het resultaat: de meeste Britse ondernemingen kennen een langetermijnbonusregeling (long-term incentive plan – LTIP). Volgens die regeling worden aandelen toegekend op basis van vooraf geformuleerde financiële doelstellingen en gemeten over een periode van drie jaar. De aandelen worden dan uitgekeerd aan de deelnemers naar rato van de geleverde prestatie. Het LTIP-model werd de standaard. Ondernemingen wrongen zich in allerlei bochten om dat model op de eigen bedrijfsvoering toe te snijden. En dat kwam ze op kritiek te staan: volgens de ERWG zijn de topbeloningen er alleen maar complexer van geworden en minder afgestemd op de ervaring van de aandeelhouders.



“De werkgroep is van mening dat het huidige LTIP-systeem onvoldoende tegemoetkomt aan de uiteenlopende behoeften van de ondernemingen die met deze vorm van langetermijnbonusregeling werken. Het is zaak te erkennen dat iedere onderneming uniek is en ook individuele beloningsstructuren nodig zijn om recht te doen aan de eigen bedrijfsomgeving.”

Eindrapport Executive Remuneration Working Group, 2016

In het rapport werd geadviseerd nieuwe modellen te onderzoeken, om te beginnen de mogelijkheid van 'restricted shares'. Voor een RSA gelden geen vooraf geformuleerde prestatievoorwaarden. In plaats daarvan wordt gewoon een vast aantal aandelen toegekend die na een vaste periode worden uitgekeerd.

De achterliggende gedachte is dat de totale waarde van de bonustoekenningen met het gebruik van RSA's daalt; immers, de bedrijfstop is zeker van het uitgekeerde bedrag. Ook bestaat er meer afstemming op de aandeelhouders, omdat de bonustoekenning in plaats van diverse maatstaven gewoon de koers volgt. De structuur is makkelijker en dus ook voor iedereen beter te begrijpen.

Goed in theorie, minder goed in de praktijk

Ondanks deze steun van de alom gerespecteerde ERWG is de feitelijke uitvoering van 'restricted shares'-regelingen allesbehalve soepel verlopen. In dit document wordt de eerste golf RSA-voorstellen in het VK geëvalueerd, dat wil zeggen: sinds de oprichting van de ERWG tot de zomer van 2017. Het gaat hier om acht Britse ondernemingen die in 2016 en 2017 een RSA in de beloningsregeling hebben geïntroduceerd of deze wilden introduceren. De meerderheid van die ondernemingen kreeg te maken met veel tegenstand bij de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. In sommige gevallen is het voorstel al vóór de AvA ingetrokken.

Tabel 1. Stemuitslagen voorstel invoering RSA

Onderneming	Datum	Uitkomst*
AVEVA	juli 2017	Ingetrokken
Aggreko	april 2017	Ingetrokken
Kenmare Resources	mei 2017	Tegen: 8%
Kingfisher	juni 2016	Tegen: 5%
Pets at Home	juli 2017	Tegen: 15%
Premier Oil	mei 2017	Tegen: 31%
Royal Bank of Scotland	mei 2017	Tegen: 4%
Weir	april 2016	Tegen: 73% (niet gehaald)

* Tegen' wordt hier gedefinieerd als tegen en onthouding van stemmen.
Bron: BMO Global Asset Management

Wij zijn al heel lang van mening dat een aandelenbonus gekoppeld aan gepaste en uitdagende prestatiedoelstellingen de voorkeur verdient als langetermijnbeloning voor topmanagers. Ook wij denken graag mee over de huidige beloningsproblematiek; toch hebben we bij recente aandeelhoudersvergaderingen onze steun aan diverse RSA-voorstellen onthouden. Dit met het oog op de achterliggende factoren en de door de ondernemingen aangedragen argumenten. Hierna volgt een samenvatting van onze belangrijkste kanttekeningen bij de diverse argumenten voor de RSA-structuur. Ook formuleren we criteria die we graag in een toekomstig voorstel zouden willen terugzien.

‘Met een RSA gaat de totaalomvang van de beloningen omlaag’

Eén van de belangrijkste argumenten vóór de invoering van een bonusuitkering op basis van ‘restricted shares’ is dat de omvang van de toekenning fors omlaag kan. De reden: meer zekerheid van uitkering door het ontbreken van een koppeling met meerjarige financiële doelstellingen.

Ondernemingen zien zich geconfronteerd met steeds meer druk van uiteenlopende belanghebbenden om het totaal van de topsalarissen te verminderen. De invoering van een RSA kan een acceptabele manier zijn om dat te realiseren: tegenover een lagere maximale uitkering staat een grotere zekerheid dat er daadwerkelijk wordt uitgekeerd.



‘Met de invoering van een ‘restricted shares’-regeling lossen we ook de discussie over het totale beloningsniveau voor de bedrijfstop op. De maximale nominale waarde van de langetermijnbonus voor onze uitvoerende bestuursleden wordt verlaagd met 40% van het salaris (nominale waarde).’

AVEVA plc, jaarverslag 2017

Uit een evaluatie van onze steekproef blijkt dat in vrijwel alle gevallen sprake was van een lagere nominale waarde van de potentiële totale variabele beloning. Gemiddeld bedroeg die verlaging 23%. Worden beide regelingen naast elkaar gelegd (de waarde van de nieuwe RSA en de langetermijnbonus –LTIP- die daarvoor wordt opgegeven) dan bedraagt die verlaging 46%.

Grafiek 1 - Oud vs nieuw: nominale waarde variabele beloning bij toekenning



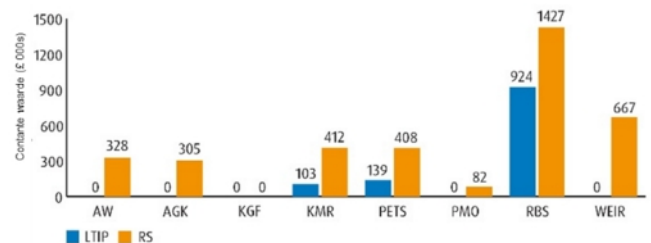
* Verworpen of ingetrokken

Bron: BMO Global Asset Management, september 2017

Ondanks dat er op het eerste gezicht minder wordt uitgekeerd, krijgt de bedrijfstop met een RSA-regeling toch uiteindelijk meer in handen.

Er ontstaat namelijk een heel ander beeld als we beoordelen hoe de overstap naar een RSA-regeling de waarde van de bonustoekenning beïnvloedt op het moment dat deze daadwerkelijk wordt uitgekeerd (en niet de nominale waarde bij de toekenning). We hebben een hypothetische vergelijking gemaakt van de onvoorwaardelijk geworden LTIP-toekenning 2014 bij de ondernemingen in onze steekproef, in vergelijking met een gesimuleerde RSA-regeling voor dezelfde periode van drie jaar. Dit hebben we berekend door voor elk geval de vergelijkbare vermindering op de toegekende bonus toe te passen.

Grafiek 2 - Waarde feitelijke uitkering LTIP 2014 vs gesimuleerde RSA



* Berekening KMR niet beschikbaar, omdat de bonustoekenning pas in oktober onvoorwaardelijk wordt.

Bron: BMO Global Asset Management, september 2017

Zoals al aangetoond, is er in alle gevallen sprake van een aanzienlijk hogere bonusuitkering, zelfs onder toepassing van de vergelijkbare vermindering. Dat er van de 2014 LTIP-bonustoekenning weinig onvoorwaardelijk is geworden, had te maken met het feit dat de ondernemingen niet aan de geformuleerde prestatievoorwaarden hadden voldaan. Ter vergelijking: bij de gesimuleerde RSA-uitkering is geen rekening gehouden met de feitelijke prestaties buiten de koersbewegingen. Vandaar de hogere bonusuitkering.

Onze tweede conclusie is dat er bij nadere bestudering geen sprake is van een feitelijke reductie van de totaalomvang van de beloningen en dus ook geen compensatie voor de aanzienlijk grotere zekerheid dat er daadwerkelijk wordt uitgekeerd. Duidelijk is dat deelnemers aan de regeling nu al rekening houden met een aanzienlijk disagio op de contante waarde van de aandelentoekening (tot wel de helft van de nominale waarde per de toekenningsdatum). Hierin wordt rekening gehouden met de prestatiedoelstellingen gedurende meerdere jaren en de verplichte wachtperiode van maximaal vijf jaar voordat er daadwerkelijk wordt uitbetaald.



“Voor topmanagers wordt standaard een disagio van 30% per jaar gerekend. Dat is het fenomeen ‘eet, drink en maak plezier, want morgen kun je dood zijn.’”

**PwC, Making executive pay work.
The psychology of incentives, 2012**

In het beste geval is er sprake van een gemiddelde disconteringsvoet van 46%. En dat is precies wat de deelnemers toch al hadden ingecalculleerd. Conclusie: er wordt geen echte reductie gerealiseerd.

Tot slot willen we ook nog aantekenen dat onze steekproef in het algemeen de RSA heeft ingevoerd op het moment dat de aandelenkoers van de bewuste onderneming relatief onder druk stond. Uit onze analyse blijkt dat de koers van de acht ondernemingen sinds begin 2014 is achtergebleven bij de FTSE All-Share- index. In het geval van Premier Oil en Kenmare Resources zelfs met meer dan 80 procentpunt.

In het Britse beloningsstelsel wordt de omvang van de bonustoekenning berekend op basis van een voorgenomen nominale waarde, normaliter uitgedrukt als een percentage van het salaris. Op het moment van de toekenning wordt dat bedrag gedeeld door de koers van het aandeel om te bepalen hoeveel aandelen er daadwerkelijk worden toegekend. Bevindt de koers zich op een historisch laag niveau, dan kan dat leiden tot een fors hoger aantal feitelijk toegekende aandelen. En dat alles op een moment dat de waarde van een aandeel aanzienlijk opwaarts potentieel kent.

Tabel 2 - Invloed koers op aantal toegekende aandelen bij Premier Oil

Datum	Nominale waarde	Koers per aandeel	Aantal toegekende aandelen
27 feb 14	£ 442.000	£ 3,03	145.888
27 feb 15	£ 442.000	£ 1,63 (-46%)	271.165 (+86%)

Volgens de gevestigde “best practice” zouden ondernemingen bij een forse daling van de koers moeten overwegen om minder aandelen als bonus toe te kennen om die hogere bonustoekenning te ondervangen. In de praktijk blijkt niet één van de onderzochte ondernemingen dat te hebben gedaan.

‘RSA beter afgestemd op de aandeelhouders’

Een argument dat vaak wordt aangedragen door ondernemingen die van de traditionele LTIP-structuur af willen is dat ze dan af zijn van het probleem dat er voor een periode van drie jaar doelstellingen moeten worden geformuleerd.



Het alternatief ‘restricted shares’ werd als handige optie genoemd door ondernemingen die het vanwege de aard van de bedrijfsactiviteiten lastig vinden om zinnige langetermijndoelstellingen als onderdeel van LTIP te formuleren.

Eindrapport Executive Remuneration Working Group, 2016

Daar kunnen uiteenlopende redenen voor zijn: onzekerheid over toekomstige marktontwikkelingen, het ontbreken van interne prognoses of gewoon onvermogen om complexe bedrijfsprestaties te vertalen naar een paar maatstaven. Volgens die ondernemingen gaan de voor de toekenning geformuleerde doelstellingen al na twee jaar (van de termijn van drie jaar) uit de pas lopen met de stand van zaken binnen het bedrijf. En dus dragen die doelstellingen dan niet meer bij als prikkel of beloning voor gerealiseerde resultaten. De invoering van ‘restricted shares’ is wel zo interessant, omdat er dan al helemaal geen doelstellingen hoeven te worden geformuleerd. De afstemming op de aandeelhouders wordt dan gerealiseerd in de vorm van koersbewegingen in plaats van de toepassing van prestatimaatstaven.

De vraag dient zich aan of de uitkomsten van een RSA-regeling inderdaad beter op de ervaringen van de aandeelhouders is afgestemd dan een conventionele bonusregeling zoals de LTIP. Zoals uit grafiek 2 al bleek, wordt er over de hele linie meer uitgekeerd bij een RSA dan bij een conventionele LTIP als de bedrijfsresultaten bij de verwachtingen achterblijven. In de onderstaande tabel wordt een en ander weergegeven in de context van de ervaring van de aandeelhouder (gemeten naar de koersontwikkeling) en de relatieve bedrijfsprestaties (op basis van de sectorindex) in dezelfde periode.

Tabel 3 - Waarde bij uitkering en afstemming aandeelhouders

	Onvoorwaardelijk LTIP 2014 Waarde x 1.000	Simulatie RSA 2014 Waarde x 1.000	Koersontwikkeling in periode	Ontwikkeling FTSE sectorindex
AVEVA	£ 0	£ 328	4,4%	80,9%
Aggreko	£ 0	£ 305	-45,6%	16,7%
Kenmare Resources	£ 103	£ 412	4,1%	-11,9%
Kingfisher	£ 139	£ 408	-21,7%	-11,9%
Pets at Home	£ 0	£ 82	-75,8%	-20,0%
Premier Oil	£ 924	£ 1.427	-5,6%	-26,6%
Royal Bank of Scotland	£ 0	£ 67	-27,1%	18,2%

Zowel absoluut als relatief hebben de meeste ondernemingen in onze steekproef in de bewuste periode van drie jaar slecht gepresteerd. Op basis van het uitgangspunt dat alleen gerealiseerde prestaties worden beloond, druist het derhalve tegen het gevoel in dat een overstap naar RSA (en de daarmee samenhangende aanzienlijk hogere uitkering) leidt tot een betere afstemming op de aandeelhouders. Immers, die aandeelhouders hebben alleen maar pijn geleden.

Opgemerkt moet bovendien worden dat een RSA weliswaar zo is opgezet dat de waarde de bewegingen in de koers van het aandeel op de voet volgt, maar dat dat nog niet automatisch samenvalt met de daadwerkelijke prestaties van het topmanagement. De langetermijenkoers van het aandeel wordt voor een zeer aanzienlijk deel bepaald door de algemene marktontwikkelingen. Bestuurders worden met een RSA derhalve beloond of gestraft voor factoren die geheel buiten hun invloedssfeer vallen. Natuurlijk wordt de koers beïnvloed door factoren als het vertrouwen in het management en de realisatie van financiële resultaten, maar datzelfde geldt voor veel andere factoren: de economische vooruitzichten, valutabewegingen en speculatie over fusies en overnames. En die liggen allemaal buiten de invloedssfeer van het management. Ook kan gedacht worden aan tijden van laagconjunctuur waarin de inspanningen en positieve resultaten van het management weinig compensatie bieden voor het alles overheersende pessimisme in de markt.

‘RSA’s zijn eenvoudiger’

Het laatste argument voor ‘restricted shares’ is dat deze regeling *an sich* eenvoudig is: geen prestatievoorwaarden, alleen een tijdsrestrictie. En dat dat vervolgens het remuneratiebeleid weer vereenvoudigt.

De afgelopen jaren is met het oog op de steeds complexere beloningsregelingen bij de grote beursgenoteerde ondernemingen de roep om vereenvoudiging van de bezoldiging steeds luider gaan klinken. Na jaren van toevoegingen en aanpassingen is de regeling vaak zo ingewikkeld geworden dat deze voor zowel deelnemer als beleggers niet meer duidelijk te volgen is. En dus is zo’n regeling ook minder effectief als prikkel voor (betere) prestaties.

Van alle gepresenteerde argumenten vinden we dit nog het sterkste. Bij een aantal van de onderzochte ondernemingen is de RSA echter alleen maar toegevoegd aan de al bestaande regelingen voor de totale beloningen, naast een jaarlijkse bonusregeling en op prestaties gebaseerde LTIP-regelingen. Niet zozeer als vervanging dus. Dat maakt het beleid alleen nog maar gecompliceerder (zeker niet *minder* gecompliceerd). En dat verwatert weer het positief effect dat een RSA mogelijk te bieden heeft.

Conclusie en vervolgstappen

In deze analyse zijn diverse potentiële valkuilen voor de RSA voor het voetlicht gebracht (ingewikkelder, hogere beloning bij slechte/mindere prestaties). Aan de tot nu toe geïntroduceerde RSA-regelingen hebben wij vooralsnog onze steun niet kunnen verbinden. We blijven echter openstaan voor toekomstige voorstellen waarmee ondernemingen voor de dag kunnen komen. Wij denken dat de volgende kenmerken de invoering van een RSA een stuk acceptabeler kunnen maken:

- **Geloofwaardige remuneratiecommissie**
Voordat we ons over de inhoud van de regeling buigen, zullen we met het oog op de aard van de regeling bezien of het gedrag van de remuneratiecommissie duidelijk ten gunste van de aandeelhouders uitpakt.
- **Tastbare prestaties**
Beursgenoteerde ondernemingen financieel belonen voor falen, moet worden vermeden. Dit om te voorkomen dat deze in een nog slechter daglicht komen te staan. De remuneratiecommissie moet de situatie vermijden waarin de bestuursleden via een RSA-regeling rijkelijk worden beloond, terwijl de aandeelhouders in diezelfde periode alleen maar verlies hebben geleden. Als een en ander wordt gekoppeld aan duidelijke prestaties dan hoeft deze situatie zich niet voor te doen. We zijn ons ervan bewust dat zoiets toch weer neerkomt op een prestatievoorwaarde en dus in strijd is met de filosofie van de RSA.

Van deelnemende bestuurders verwachten we echter dat ze de potentiële reputatieschade begrijpen die er voor de onderneming kan ontstaan als de RSA volledig uitkeert aan bestuursleden die niet voor koerswinst hebben gezorgd. Als er wordt gekeken naar het totale aandeelhoudersrendement ten opzichte van een groep vergelijkbare ondernemingen dan kan worden beloond naar prestatie ten opzichte van de peergroep en wordt ook duidelijker zichtbaar wat de echte prestaties zijn tijdens het verloop van de conjunctuur. Kijken we naar tabel 3, dan had dit extra beding ervoor kunnen zorgen dat er in veel van deze situaties geen RSA-uitkering had plaatsgevonden. Ook te overwegen vallen bedingen over de strategische richting of de financiële gezondheid van de onderneming.

- **Beslissingsvrijheid remuneratiecommissie**

Wij vinden het belangrijk dat het de remuneratiecommissie vrijstaat om een bonustoekenning te verlagen bij een slechte ervaring van de aandeelhouders. Dat is vooral ook zo belangrijk, omdat de koersontwikkeling (en dus ook de waarde van een RSA) vaak buiten de invloedssfeer van het management valt.

- **Verlaging omvang toekenning**

Rekening houdend met de hogere zekerheid dat er in ieder geval wordt uitgekeerd, vinden we een verlaging van minimaal 50% van de toekenning in vergelijking met een LTIP-regeling geëigend. Dat moet zeker niet als plafond worden opgevat. We staan positief tegenover nog grotere verlagingen als compensatie voor de - in andere opzichten - minder strenge eisen.

- **Omvang toekenning in de toekomst**

Om een situatie te vermijden waarin de koers van de onderneming belangrijk onder druk staat en dit mogelijk resulteert in een ongebruikelijk hoog aantal toegekende aandelen zou de remuneratiecommissie in voorkomende gevallen bereid moeten zijn het aantal toegekende aandelen verder te verlagen.

- **Aanhoudtermijn van minstens vijf jaar**

Een onderneming zou een langetermijnbelang moeten stimuleren. Wij vinden een aanhoudtermijn van vijf jaar daarvoor een goed uitgangspunt. Dat zou de verleiding om op korte termijn financiële winst te boeken, moeten tegengaan.

- **Aanhoudtermijn na vertrek/pensionering**

Ter bevordering van het langetermijndenken bij bestuurders pleiten we voor het aanhouden van een percentage van het aandelenbelang tot ten minste twee jaar na vertrek/pensionering van de bewuste bestuurder.

- **Terugvordering/malus**

Wij staan achter het principe van terugvordering en malus zoals vastgelegd door de Britse Investment Association. Deze voorwaarden zouden naar onze mening ook van toepassing moeten zijn op RSA-regelingen.

Veel van de genoemde kenmerken zijn al onderdeel van de gebruikelijke verwachtingen voor een traditionele langetermijnbonusregeling. Wij zien deze dan ook graag gehandhaafd. We zullen ons in de toekomst in de specifieke situatie van de diverse ondernemingen verdiepen en ervoor pleiten dat bestuurders afdoende op eventuele slechte prestaties worden afgerekend. Deze (relevante) discussie duurt nog wel even voort. De volgende generatie RSA-voorstellen zitten al in de pijplijn. Op basis van de eerste informatie staan we positief tegenover de ingeslagen richting (van onze aanbevelingen zijn er een paar overgenomen in recente voorstellen bij **Pets at Home** en **Hargreaves Lansdown**). Wel blijven we alert op onbedoelde consequenties en potentieel misbruik van de RSA-structuur.

Best Ethical Investment Fund
Management Group 2016



Best Sustainable Investment
Fund Management Group 2016

