



t.a.v. raad van bestuur en raad van commissarissen

Den Haag, 1 december 2017

Referentie: PK/2017041

Betreft: VEB speerpuntenbrief 2018

Geacht bestuur, geachte commissarissen,

De VEB streeft naar een heldere en inhoudelijke dialoog tussen raad van bestuur, raad van commissarissen en aandeelhouders.

Speerpunten

In aanloop naar de Algemene Vergadering 2018 wijst de Vereniging van Effectenbezitters ("VEB") u zoals gebruikelijk graag op enkele thema's waaraan de VEB komend jaar bijzondere aandacht zal besteden.

De VEB heeft voor 2018 de volgende speerpunten geformuleerd.

- I. Lange termijn waardecreatie: concurrentiepositie, dividendbeleid, overnames;
- II. Strategie en disruptieve ontwikkelingen;
- III. (Verantwoording over) expertise in raad van bestuur en raad van commissarissen.

I. Lange termijn waardecreatie

Voor de lange termijn continuïteit van de onderneming is waardecreatie van eminent belang.

De cruciale vraag bij lange termijn waardecreatie is welk rendement het management op de geïnvesteerde middelen (*return on invested capital*) denkt te kunnen behalen en in hoeverre dit afdoende is om de kapitaalkosten goed te maken.

In de verslaglegging van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen wordt momenteel evenwel onvoldoende toelichting gegeven op het (financieel-economische) waarde-creërend vermogen van de onderneming.

Ook over de bedrijfsspecifieke afwegingen die zijn gemaakt bij de kapitaalallocatie - zoals investeringen, onderzoek & ontwikkeling, werkkapitaal, fusies en/of overnames, dividendbeleid en aandeleninkoop - is een betekenisvollere uiteenzetting noodzakelijk.

a. Concurrentiepositie

In het kader van waardecreatie is de concurrentiepositie van de vennootschap cruciaal. Uit een analyse door de VEB van de jaarverslagen van beursgenoteerde bedrijven over 2015 en 2016 blijkt dat slechts marginaal inzicht wordt gegeven in de concurrentiepositie van de (verschillende) bedrijfssegmenten.

Derhalve blijft onderbelicht om welke reden(en) de onderneming een duurzaam concurrentievoordeel meent te hebben en/of op welke wijze zij van oordeel is dat aantrekkelijke rendementen in een concurrerende omgeving kunnen worden gerealiseerd. Behalve een betere kwalitatieve onderbouwing van mogelijke duurzame concurrentievoordelen als immateriële activa, schaalgrootte of overstapdrempels bij klanten zou de VEB graag zien op welke wijze dit voordeel tot uiting komt in de financiële cijfers (denk aan: prijszettingmacht, marktaandelen en "terugkerende" omzet).

Ook ontbreken veelal eventuele verschuivingen van de concurrentiepositie van de vennootschap binnen het krachtenveld en de wijze waarop geanticipeerd of ingespeeld wordt op die veranderingen.

Ten slotte is ook relevant of - en zo ja in hoeverre - dergelijke verschuivingen het verdienmodel van de vennootschap mogelijk (duurzaam) kunnen aantasten. Dit thema raakt rechtstreeks aan de strategie, verdien capaciteit en de operationele en financiële doelen van een onderneming.

b. Dividendbeleid

Bij een bedrijfsstrategie gericht op lange termijn waardecreatie hoort ook een bedrijfsspecifiek, goed onderbouwd dividendbeleid.

De afweging tussen het uitkeren (als dividend of via aandeleninkoop) en het inhouden van winsten (ten behoeve van investeringen, fusies en/of overnames of schuldaflossing) is cruciaal voor een bedrijf en haar (potentiële) aandeelhouders. Toch geven bedrijven geen bevredigend antwoord op de vraag waarom een - doorgaans oppervlakkig geformuleerd - dividendbeleid bijdraagt aan de doelstelling om lange termijn waarde te creëren.

Het herinvesteren van winsten in het bedrijf is in beginsel alleen gerechtvaardigd als het management (na zorgvuldige analyse) meent dat die investeringen tot een hoger rendement leiden dan de kapitaalkosten. Een gedegen uiteenzetting - inclusief de achterliggende analyse - langs deze lijnen is in jaarverslagen vooralsnog niet terug te vinden.¹ De VEB zou graag zien dat

¹ Beursgenoteerde ondernemingen wijden in hun jaarverslagen weliswaar enkele woorden aan hun dividendbeleid, maar een adequate uitleg is dat zelden. Overwegend beperken ondernemingen zich tot een non-descripte formulering als 'we streven naar een pay out van 40 tot 50 procent van de nettowinst', 'duurzaam en groeiend dividend' of 'wij streven naar een stabiel of stijgend dividend'.

vennootschappen zowel in het jaarverslag als op de Algemene Vergadering meer inzicht geven in de afwegingen die zijn gemaakt ten aanzien van het uitkeren of (her)investeren in de onderneming.

c. Overnames

De afgelopen jaren is de overnameactiviteit onmiskenbaar toegenomen. Als gevolg daarvan zijn bijvoorbeeld de bedrijfsstructuur, de kapitaalsbasis en balansverhoudingen van de betreffende ondernemingen (ingrijpend) veranderd.

De VEB beschouwt een evaluatie op gedane overnames als wezenlijk onderdeel van het kapitaalallocatieproces. De VEB moedigt ondernemingen daarom aan om in het jaarverslag aan te geven hoe succesvol deze waren in strategisch (gevolgen voor concurrentiepositie en verdien capaciteit) en financieel (versus investering) opzicht. In ieder geval zouden vennootschappen inzicht moeten geven in het behaalde rendement op (een) overname(s) en hoe dit rendement zich verhoudt tot eerder gemaakte prognoses en de kostenvoet van kapitaal. Ook een toelichting op de *lessons learned* uit eerdere overnames hoort onderdeel uit te maken van deze evaluatie.

d. Beloningen

Het streven naar lange termijn waardecreatie moet ook tot uitdrukking komen in een (eventuele) variabele beloning. De factoren waarop de variabele beloning gebaseerd is, dienen zowel in kwalitatieve als kwantitatieve zin vermeld te worden. Daarbij hoort ook een onderbouwde uitleg van de keuze voor deze factoren en het verband tussen de variabele beloning(scomponenten) en de doelstellingen van lange termijn waardecreatie. Voorts dient de vennootschap vóór - maar in ieder geval na - de evaluatieperiode inzicht te geven in de kwantitatieve criteria die gelden voor de toekenning van (een gedeelte van) de variabele beloning. Alleen dan kunnen aandeelhouders vaststellen of de targets binnen het beloningsbeleid wel uitdagend genoeg zijn.

II. Strategie en disruptieve ontwikkelingen

In het verlengde van bovenstaand speerpunt is een heldere uiteenzetting in het jaarverslag van de middellange en lange termijn strategie voor (potentiële) aandeelhouders van groot belang.

In het bijzonder is in dit kader relevant dat de rapportage is toegesneden op een veranderende economische realiteit.

Dit impliceert dat betekenisvolle informatie wordt verstrekt over de kansen en risico's van disruptieve trends, digitalisering en klimaatverandering. Daarbij gaat het bijvoorbeeld om de waarschijnlijkheid en potentiële impact van deze veranderingen op de strategie, het verdienmodel en de financiële positie van de onderneming. Ten slotte is een toelichting op de wijze waarop de risico's worden gemitigeerd van belang. Beursfondsen zouden ten minste drie scenario-analyses (best, base en worst case) moeten uitwerken voor de disruptieve ontwikkelingen (risico's en kansen) die voor het bedrijf het meest relevant zijn.

III. Verantwoording over expertise in raad van bestuur en raad van commissarissen

Diversiteit binnen de raad van bestuur (RvB) en raad van commissarissen (RvC) is een elementaire factor binnen een effectieve governancestructuur van ondernemingen.



Die diversiteit heeft niet alleen betrekking op geslacht, leeftijd of nationaliteit, maar moet zich vanwege diverse disruptieve ontwikkelingen ook in toenemende mate richten op specifieke competenties. Daarbij valt te denken aan informatietechnologie, digitale veiligheid, duurzaamheid en financiële deskundigheid (audit, risicomanagement, compliance).

De VEB verzoekt ondernemingen derhalve om toe te lichten of de RvB en RvC naar hun oordeel voldoende gebalanceerd zijn samengesteld, welke kennislacunes bijvoorbeeld bij de evaluatie van het functioneren zijn vastgesteld en of de onderneming voornemens is de ontbrekende expertise bij toekomstige benoemingen te zullen aantrekken.

De VEB hoopt op een transparant jaarverslag en ziet uit naar een vruchtbare discussie in de algemene vergadering.

Hoogachtend,

Vereniging van Effectenbezitters

P.M. Koster, directeur