

Duurzaamheid en veiligheid zijn belangrijk voor het waardecreërend vermogen van ondernemingen op langere termijn. De omschakeling naar een duurzamere manier van opereren maakt het echter lastiger om het bestendige succes en waardecreërend potentieel van een bedrijf te doorgronden. Dat maakt dat aandeelhouders een groeiende behoefte hebben aan transparante informatie en een effectieve dialoog met de ondernemingsleiding.

Een digitale aandeelhoudersvergadering schiet hiervoor tekort. Een online meeting devalueert vaak tot een geregisseerde zitting, die een debat en dynamische interventies uitsluit. **David Tomic** en **Joost Schmets** pleiten voor een snelle terugkeer van de traditionele – kritische – aandeelhoudersvergadering.



David Tomic en **Joost Schmets** zijn verbonden aan beleggersvereniging European Investors-VEB. Zij vertegenwoordigen particuliere en institutionele beleggers in engagement met beursgenoteerde bedrijven in Europa.

IN GESPREK MET AANDEEL- HOUDERS TOT JE GROEN ZIET

Een van de meest zorgelijke aspecten uit de rapporten van het VN-klimaatpanel is het concept van *tipping points*. Het gaat om grootschalige enkelvoudige gebeurtenissen die zorgen voor abrupte en drastische veranderingen in fysieke, ecologische of sociale systemen. In de meeste gevallen zijn die ontwikkelingen onomkeerbaar en hebben daardoor zeer grote en blijvende gevolgen¹.

Veel ondernemingen hebben al een tipping point bereikt, zij het van positievere aard. De noodzaak om klimaatmitigerend op te treden, is tot de bestuurskammers doorgedrongen om niet meer weg te gaan. De aandacht voor het thema duurzaamheid heeft de afgelopen decennia sterke schommelingen gekend. Publicatie van het rapport van de Club van Rome begin jaren zeventig leidde tot de milieuwetgeving, wat de breed gedragen zorgen in de publieke opinie deed afvlakken. Latere zorgen over zure regen (jaren tachtig) en cfk's (het gat in de ozonlaag) werden snel minder na overheidsingrijpen om verontreinigingen door zwavelhoudende stoffen en drijfgassen aan banden te leggen.

Desondanks groeide de aandacht voor de externe effecten van economische bedrijvigheid ten aanzien van milieu en sociale factoren afgelopen decennia gradueel. Kapitaalverschaffers kregen meer oog voor de mate waarin ondernemingen rekening houden met zaken die niet meteen zijn terug te vinden in de winst- en verliesrekening. Deze ontwikkeling vindt zijn oorsprong in het concept van Social Responsible Investment (SRI), waarbij ethische aspecten worden meegenomen in de kapitaalallocatie van beleggers. Bekende voorbeelden zijn de uitsluiting van bepaalde sectoren in het investeringsbeleid zoals de wapen- en genotsindustrie².

Inmiddels is het door waarden gedreven SRI getransformeerd in een raamwerk dat bekend staat onder het acroniem ESG. Kapitaalverschaffers beseffen inmiddels dat Environmental, Social en Governance aspecten en de daarmee gerelateerde risico's grote financiële implicaties kunnen hebben op ondernemingen. Rekening houden met ESG-factoren als duurzaamheid en veiligheid zijn daardoor belangrijk geworden voor het waardecreërend vermogen van ondernemingen op

langere termijn en daarmee voor het succes van een onderneming.

Dat het daarbij niet om een hype gaat, heeft ook te maken met de aard van de huidige klimaatproblematiek. De eerdere crises rond cfk's of zwavelhoudende stoffen bleken relatief goed te mitigeren. Mede door samenwerking tussen ondernemingen en overheid werden alternatieven gevonden voor producten en processen die verontreiniging veroorzaakten. Bij de bestrijding van opwarming van de aarde door gebruik van fossiele grondstoffen is dat vele malen complexer, gegeven de aard en omvang van het gebruik van fossiele grondstoffen.

Bestendig succes

Dat de maatregelen die ondernemingen nemen op duurzaam gebied impact hebben op de financiële resultaten van de onderneming en dus op het bestendige succes van de onderneming, wordt inmiddels algemeen erkend.

Veel discussie gaat over de koppeling van niet-financiële doelstellingen en de financiële resultaten. De impact van strategische keuzes op financiële resultaten zijn inherent vertraagd van aard. Maar juist de gebrekkige ervaring met het centraal stellen van – in aanleg – niet-financiële doelstellingen zorgt ervoor dat deze vertraging en de onzekerheid over de ontwikkeling van klimaatverandering voer is voor sceptici.

Die scepsis wordt gevoed door gebrek aan overvloedig bewijs dat duurzame doelen een positief effect hebben op de te behalen rendementen op langere termijn. Bestuurders en commissarissen hebben hier een uitdaging van formaat voor de kiezen. Voor hen kan er

maar een route zijn. Het is aan hen om de strategie van een onderneming vorm te geven. ESG-factoren negeren kan enige tijd de winst opstuwten, maar heeft gevolgen voor het risicoprofiel van de onderneming. De kwetsbaarheid voor plotseling optredende gebeurtenissen – disrupties – is evident aanwezig en kan grote – ook reputationele – gevolgen hebben.

Voor aandeelhouders is het zaak om de dialoog met bestuurders en commissarissen te intensiveren en duurzaamheid daarin een prominent onderwerp van gesprek te maken. De andere optie, stemmen met de voeten door de investering uit een onderneming terug te trekken, blijkt maar in beperkte mate effect te sorteren. De Zuid-Afrikaanse overheid ten tijde van het Apartheidsregime ondervond wel degelijk financieringsproblemen toen beleggers en geldverstrekkers in groten getale het land de rug toekeerden, maar dat soort situaties zijn de uitzondering. Kapitaalallocatie, zoals recent door ABP aangekondigd ten aanzien van de fossiele industrie, blijkt weinig zoden aan de dijk te zetten zolang het geen overgrote meerderheid van het aandelenkapitaal betreft die bereid is met de voeten te stemmen, zo leert onderzoek³.

In gesprek blijven

In gesprek blijven is dus het motto. Maar met wie? De versnippering van aandeelhouderschap en de toegenomen maatschappelijke druk op ondernemingen om actief te worden op ESG-gebied maakt het er niet gemakkelijker op. Een succesvolle dialoog met aandeelhouders blijkt veel minder afhankelijk van het belang dat een bepaalde aandeelhouder heeft in een onderneming. Legitimiteit van de aandeelhouders vertegen-

'Om ESG-inspanningen te laten renderen is maatwerk nodig in plaats van vrijelijk winkelen in de 23 duurzame doelstellingen (SDG's) die de VN heeft geformuleerd'

woordigende gesprekspartners is dat wel. Met andere woorden: aandeelhouders die een klein belang vertegenwoordigen maar een goede reputatie hebben en een gekende maatschappelijke rol spelen, zijn belangrijke partners in een succesvolle dialoog⁴.

Die dialoog culmineert in stellingname van aandeelhouders tijdens de Algemene vergadering van Aandeelhouders. Activistische beleggers als TCF's Chris Hohn pleiten voor een *Say on Climate* tijdens de jaarvergadering, naar analogie van de *Say on Pay* die jaarlijks geagendeerd staat ten aanzien van bestuurdersbeloningen. De gedachte is dat ondernemingen jaarlijks hun emissies openbaren en plannen presenteren om deze te verminderen, waarna aandeelhouders hun zegen hierover al dan niet kunnen uitspreken. Unilever heeft in 2021 voor het eerst een duurzame stemming geagendeerd. Die zal eens in de drie jaar plaatsvinden. Ook bij Shell konden aandeelhouders onlangs voor het eerst oordelen over haar klimaatactieplan.

Toch kent de *Say on Climate* niet alleen maar medestanders. Critici zijn beducht dat aandeelhouders te veel op de stoel van de bestuurder gaan zitten door een jaarlijkse klimaatresolutie. Ook is er de vrees dat aandeelhouders plannen gaan goedkeuren die niet aansluiten bij de klimaatneutrale doelstellingen waaraan ondernemingen zich hebben gecommitteerd, puur omdat ze de geboden informatie niet voldoende kunnen doorgronden. En dan is er nog de vraag of een extra stemming de invloed van aandeelhouders niet vertroebelt. Aandeelhouders kunnen hun goed- of afkeuring van groene inspanningen immers ook laten doorklinken bij andere stempunten. Ook besluiten rond beloningen, benoemingen en decharge krijgen een steeds groenere tint.

Aandeelhouders zullen in hun visie op de onderneming en dus – naar te hopen valt – in hun stemgedrag nadruk leggen op drie zaken. Allereerst zal gelet worden op de inhoudelijke manier waarop ondernemingen hun duurzame initiatieven vormgeven.

Niet alle duurzame initiatieven zijn even effectief en waardecreërend voor alle ondernemingen. Om ESG-inspanningen te laten renderen is maatwerk nodig in plaats van vrijelijk winkelen in de 23 duurzame doelstellingen die de Verenigde Naties hebben geformuleerd,

de Sustainable Development Goals (SDG's). De aandacht moet geconcentreerd worden op ESG-factoren die significante, materiële impact hebben op de onderneming in kwestie⁵. Bij Shell (broeikasgassen) zal dat anders liggen dan bij Heineken (onder meer waterverbruik) of DSM (*supply chain*).

Die impactvolle initiatieven moeten vervolgens op een zo eenduidig mogelijke manier worden vastgesteld, consistent in tijd, vergelijkbaar met de markt of sector en zoveel als mogelijk gerelateerd aan financiële resultaten, prognoses en waarderingen waarvoor deze prognoses als basis gebruikt worden.

Het derde aandachtspunt betreft de rapportage over duurzame inspanningen en resultaten. Ondernemingen zullen betekenisvol, eenduidig en vooral ook kernachtig moeten rapporteren over duurzaamheid. In beperking toont zich de meester, is ook in kringen van aandeelhouders het adagium. In plaats van omvangrijke, separate duurzaamheidsverslagen bij het bestuursverslag en de jaarrekening zijn zij op zoek naar kernachtige en betekenisvolle duurzame informatie die geïntegreerd is in de genoemde jaarstukken.

Stand van zaken

Het laatste aspect, de verslaggeving over duurzaamheid, leent zich goed om een indruk te krijgen van de vorderingen van ondernemingen op effectief, duurzaam gebied.

Bedrijven worstelen niet alleen met een eenduidige en betekenisvolle rapportage over hun duurzaamheidsinspanningen, maar ook met het transparant communiceren van ESG-criteria die medebepalend zijn voor de variabele beloning. Veel ondernemingen denken de transitie naar duurzaamheid kracht bij te zetten door de beloning van bestuurders afhankelijk te maken van ESG-factoren.

De VEB onderzocht recent op basis van de meest recente jaarverslagen hoe de 25 meest prominente beursgenoteerde ondernemingen in Nederland omgaan met ESG in het beloningsbeleid⁶. Bij 21 van de 25 bedrijven binnen de AEX-index bleek de variabele beloning van de topman deels afhankelijk van ESG-factoren. Dat is in lijn met de algehele Europese trend. Van de vijftig grootste

Europese bedrijven verzameld in de Stoxx 50-index beloonde tweedee bestuurs over boekjaar 2020 voor hun inspanningen op ESG-gebied. Uit recente academische studies blijkt dat aandacht voor ESG vooral op langere termijn waarde creëert voor aandeelhouders. Denk daarbij aan een termijn van vijf jaar of meer. Opvallend genoeg leerde het onderzoek dat de meeste ondernemingen hun bestuurs vooral op kortere termijn al in klinkende munt belonen op basis van ESG. Meer dan de helft van de niet-financiële criteria heeft betrekking op de jaarlijkse bonus, die ook nog eens cash wordt uitgekeerd en niet, zoals de langetermijnbeloning, in aandelen.

Die situatie is gerust merkwaardig te noemen. Juist in het geval van ESG-factoren duurt het lang voordat de gevolgen in beleid zichtbaar zijn en vertaald worden in bijvoorbeeld de waardering van de onderneming op de beurs. Voordat aandeelhouders zicht hebben op de behaalde resultaten, heeft meer dan de helft van de bestuurs zijn bonus echter al binnen. De volgende vraag is hoe de prestaties van bestuurs op ESG-gebied gemeten worden. Naar het antwoord blijft het voor beleggers gissen. Bestuurs van AEX-ondernemingen bleken in 2020 in grote meerderheid de ESG-doelstellingen voor beloningen behaald te hebben, vaak werd er meer dan 100 procent gescoord op criteria als 'duurzaamheid' of 'voortgang in energietransitie'. Maar hoe een en ander wordt gemeten en welke prestaties behaald zijn, is bij vrijwel alle ondernemingen vaag en onduidelijk. Doelen worden door commissarissen in het remuneratieverslag niet bekendgemaakt en soms wordt zelfs volstaan met de uitleg 'doel behaald'.

Moeilijk te meten

Ongetwijfeld zullen ondernemingen hiertegenin brengen dat ESG moeilijk te meten is en dat vergelijkbare methodes om prestaties te rapporteren er (nog) niet zijn. Dat klopt, maar dat mag niet de reden zijn om zo weinig te rapporteren over de doelstellingen die bestuurs moeten nastreven op het gebied van ESG. Zo is het voor beleggers ondoenlijk om na te gaan of de

ESG-doelen in de beloning wel goed doordacht zijn. Inzetten op klimaatgerelateerde doelen kan bedrijven meer waard maken maar dan moeten deze wel 'passen' bij de specifieke onderneming. Bedrijven moeten dan inzetten op ESG-factoren die financieel materieel voor ze zijn, zo luidt het dan in jargon. Op basis van de zeer summiere informatie die bedrijven gaven in hun jaarverslagen over 2020 was het voor beleggers totaal ondoenlijk om daar inzicht in te krijgen. Die dikke onvoldoende in informatieverstrekking betekent dat aandeelhouders in hun een-op-eengesprekken en tijdens aandeelhoudersvergaderingen (ava) meer duidelijkheid moeten afdwingen.

Geregisseerde bijeenkomst

De omschakeling naar een duurzamere manier van opereren maakt het lastiger om het bestendige succes en waardecreërend potentieel van een bedrijf te doorgronden. Het inschatten van de verdien capaciteit en risico's wordt complexer. Ook dit aspect maakt dat aandeelhouders een alsmaar groeiende behoefte hebben aan een effectieve dialoog met de ondernemingsleiding. De coronacrisis heeft in dat opzicht veel veranderd. De afgelopen twee coronajaren troffen bestuurs, commissarissen en een enkele aandeelhouder elkaar virtueel. De fysieke opkomst van aandeelhouders in allerlei conferentiezalen of hoofdkantoren verspreid door het land was ook al voor corona dalende, maar het volgen van de vergadering achter een laptop of tablet kon bij maar een handjevol beleggers op enthousiasme rekenen. Enkele jaren geleden vulden bedrijven als Ahold, ABN AMRO of ING met gemak zalen als het World Forum, het Circustheater of het Muziekgebouw aan 't IJ. Dat soort massale locaties zijn inmiddels niet meer nodig. Terwijl het opkomstpercentage (procent van het aandelenkapitaal) ieder jaar toeneemt, daalt het aantal aandeelhouders dat een publieke ontmoeting tussen bestuurs en aandeelhouder uit de eerste hand wil ervaren.

Dat is een zorgelijke ontwikkeling. Met het deelnemen aan de discussie in een aandeelhoudersvergadering hebben beleggers een machtsmiddel in handen. Van het publiekelijk ter verantwoording roepen van bestuurs

‘De vraag is hoe de prestaties van bestuurders op ESG-gebied gemeten worden. Naar het antwoord blijft het voor beleggers gissen’

★★

en commissarissen over hun functioneren gaat een krachtig signaal uit. Van grote beleggers weet het bedrijf wel zo ongeveer wat hen bezighoudt. Met hen wordt periodiek een persoonlijk gesprek gehouden. Maar tijdens de aandeelhoudersvergaderingen kunnen minder bekende, vaak particuliere aandeelhouders die geen rechtstreekse toegang hebben tot het management, hun zegje doen. Hun vragen kunnen verrassend raak zijn en het bewijs vormen van een goed ingevoerde vragensteller. Zij stellen prangende kwesties aan de kaak die het bedrijf het liefst buiten de publieke arena houdt. Zo hebben ze een belangrijke functie in het afdwingen van meer transparantie en verantwoording. Die druk van de zaal is er helemaal niet bij virtueel vergaderen. Het correctiemechanisme dat de ava behoort te zijn, komt dan niet tot zijn recht. Veel bedrijven propageerden de mogelijkheid voor aandeelhouders om hun vragen een paar dagen voor de vergadering in te sturen. Die werden tijdens de online bijeenkomst plichtmatig beantwoord. Of beter gezegd: de voorgekookte antwoorden worden voorgelezen van papier – daar maakten de bestuurders en commissarissen geen geheim van. Een (vervolg)vraag stellen via een chatfunctie – of in enkele gevallen via een telefoonverbinding – bleek vaak al lastig. Met elkaar in debat gaan was onmogelijk.

Machtsbalans

De machtsbalans in een digitale vergadering ligt bij het bestuur. Omdat bedrijven de bijeenkomst in extreme mate naar hun hand kunnen zetten, zijn videovergaderingen een verarming van het debat. De ava was de afgelopen twee coronajaren ontdaan van iedere vorm van tegenmacht, spontaniteit en emoties. Het gevolg was dat de virtuele vergadering het jaarlijkse verant-

woordingsmoment devalueerde tot een geregisseerde zitting zonder dynamiek en discussie waarbij bestuur en commissarissen de agendapunten afvinkten. Zonder lastige interventies uit de zaal hamerden de president-commissarissen de bijeenkomsten snel naar het einde. Aandeelhouders missen bovendien de mogelijkheid om de reactie van een bestuurder op een spontane vraag of opmerking te zien, de lichaamstaal. De digitale aandeelhoudersvergadering is nog lang geen volwaardige vervanging van de traditionele variant. Dat zal het vermoedelijk ook nooit worden. En dat is misschien wel juist de reden dat het beursgenoteerde bedrijfsleven zich sterk maakt voor een wettelijke mogelijkheid om ook in normale omstandigheden – bijvoorbeeld als corona achter de rug is – de jaarlijkse ontmoeting met beleggers af te doen met een virtuele bijeenkomst. Alle aandeelhouders hebben er belang bij dat de traditionele aandeelhoudersvergadering zo snel mogelijk terugkomt. Het is de hoeksteen van de *checks and balances* binnen de onderneming. Als aandeelhouders de ava links laten liggen, heeft de ondernemingsleiding vrij spel.

Noten

1. AR5 WGII, p. 1079.
2. Eccles, R. G., Lee, L.-E., & Strohle, J. C. 2020. The Social Origins of ESG: An Analysis of Innovest and KLD.
3. Onder meer: Berk, Jonathan B. and van Binsbergen, Jules H., *The Impact of Impact Investing*, 2021.
4. Sjöström, E. 2020. Misum, Stockholm School of Economics. Active ownership on environmental and social issues: What works?
5. Kuh, Thomas and Shepley, Andre and Bala, Greg and Flowers, Michael, *Dynamic Materiality: Measuring What Matters*. 2020.
6. Vereniging van Effectenbezitters (VEB), *Groene bonussen voor bestuurders met mist omgeven*, Effect 1 (2022).