DEPARTEMENT MANAGEMENT

Het verband tussen CEO-remuneratie en bedrijfsperformance bij BEL20-genoteerde ondernemingen

Vincent Valkiers & Hans Verboven

UNIVERSITY OF ANTWERP
Faculty of Applied Economics
Stadscampus
Prinsstraat 13, B.226
BE-2000 Antwerpen
Tel. +32 (0)3 265 40 32
Fax +32 (0)3 265 47 99
www.ua.ac.be/tew

FACULTY OF APPLIED ECONOMICS

DEPARTEMENT MANAGEMENT

Het verband tussen CEO-remuneratie en bedrijfsperformance bij BEL20-genoteerde ondernemingen

Vincent Valkiers & Hans Verboven

RESEARCH PAPER 2013-001
JANUARI 2013

University of Antwerp, City Campus, Prinsstraat 13, B-2000 Antwerp, Belgium
Research Administration – room B.226
phone: (32) 3 265 40 32
fax: (32) 3 265 47 99
e-mail: joeri.nys@ua.ac.be

The papers can be also found at our website:
www.ua.ac.be/tew (research > working papers) &
www.repec.org/ (Research papers in economics - REPEC)

D/2013/1169/001

Het verband tussen CEO-remuneratie en bedrijfsperformance bij BEL20-genoteerde ondernemingen

Vincent Valkiers & Hans Verboven

Abstract

Deze paper schetst een beeld van de aard en omvang van de CEO remuneratie in publieke ondernemingen in de Bel20. Hoewel er grote onderlinge verschillen zijn naar omvang toe, valt op dat het gemiddelde compensatiepakket een groot aandeel variabele vergoeding kent dat afhankelijk zou moeten zijn van de bedrijfsprestaties. In de theorie wordt dit beschreven als *optimal contracting*. Het nagaan van de correlatie tussen compensatieniveau en bedrijfsperformance leidde echter ook tot een ontluisterende vaststelling: zo bleek slechts bij negen van negentien ondernemingen sprake te zijn van een positief verband tussen de compensatie en de ROA. De praktijk doet dus vermoeden dat er met betrekking tot de variabele vergoeding bij Belgische publieke ondernemingen slechts in beperkte mate sprake is van *pay for performance*. Op basis van het onderzoek naar de communicatie van de CEO-compensatie in 60 jaarverslagen worden praktische aanbevelingen geformuleerd die de soms gebrekkige transparantie zouden kunnen verhogen.

Trefwoorden: ceo-remuneratie, verloningsbeleid, transparantie, return on asset (ROA), corporate governance

Vincent Valkiers studeerde TEW aan de Universiteit Antwerpen en thans aan de Vlerick Leuven Gent Management School.

Hans Verboven doceert o.a. economische heurisitiek en business ethics en is als associate fellow verbonden aan de BASF-Deloitte Chair on Sustainability van de Universiteit Antwerpen.

1. Inleiding

Meer dan bij topsporters of popsterren beroert de vraag of de verloning van CEO's en topmanagers gerechtvaardigd is de brede publieke opinie. De omvang van lonen en bonussen zijn evenwel ook een doorn in het oog van veel aandeelhouders. Zij vragen zich af of de bedragen wel te verantwoorden zijn en of deze in relatie staan tot de prestaties van de personen in kwestie.

Om tot een duidelijker begrip van de vraag naar rechtvaardigheid van verloning te komen, overlopen we in een *eerste deel* van deze paper de literatuur rond remuneratie. We doen dit vanuit de achtergrond van de principaal-agent relatie en de conflicten die hieruit kunnen voortvloeien. Vervolgens wordt een uitvoerige beschrijving gegeven van de verscheidene componenten die het compensatiepakket uitmaken. Bijzondere aandacht gaat ook uit naar het deel van de verloning dat in relatie staat tot de bedrijfsprestaties.

In het *tweede*, *empirische*, *deel* van deze paper zullen we het remuneratieniveau en de structuur van de compensatiepakketten voor CEO's van BEL20-ondernemingen onderzoeken. Op basis van jaarverslagen verzamelde gegevens stellen we de verloningsgrids op voor de jaren 2009, 2010 en 2011. Het verloop van het remuneratieniveau wordt voor drie jaar in relatie gesteld tot de bedrijfsprestaties om te kijken of er sprake is van een correlatie. Tenslotte formuleren we aanbevelingen voor enerzijds een meer transparante communicatie van het verloningsbeleid en anderzijds een meer efficiënte organisatie van het remuneratiebeleid gericht op lange termijn waardecreatie voor de aandeelhouders.

2. Literatuurstudie

2.1 Het principaal-agent probleem

De *agency theory* toont dat het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde niet altijd op één lijn ligt met de doelen en ambities die het management tracht te realiseren. Aandeelhouders hebben er alle baat bij om het management te sturen opdat het niet voor eigen rekening handelt. (Deloof et al., 2008; Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976) Dit trachten de aandeelhouders o.a. te bereiken via het principe van *optimal contracting*, waarbij men probeert de *agency costs* te minimaliseren en de aandeelhouderswaarde te maximaliseren. Bij *optimal contracting* horen incentives, die een deel van de compensatie van het management in relatie brengen met de prestaties van de onderneming. Men gaat ervan uit dat dergelijke incentives het management aanzetten tot het leveren van hardere inspanningen ter creatie van aandeelhouderswaarde. Toch dienen de aandeelhouders ook op te letten in welke mate variabele vergoeding risicopreferent gedrag van het management aanwakkert. (Bertrand, 2009; Deloof et al., 2008; Jensen & Murphy, 1990a; Jensen & Murphy 1990b; Jensen, Murphy, & Wruck, 2004). Onder ideale omstandigheden wordt de remuneratie bepaald via eerlijke onderhandelingen waarbij de vrijheid en onafhankelijkheid van beide partijen gewaarborgd is. In de literatuur wordt dit omschreven als het zogenaamde *at arm's-length bargaining*. In de realiteit is deze machtsverhouding tussen deze vraag- en aanbodzijde echter vaak een stuk complexer en bovendien ook ongelijk. Het is deze onevenwichtige machtsverhouding ten nadele van de aandeelhouders die in de wetenschappelijke literatuur aanleiding gaf tot de ontwikkeling van nieuwe theorieën met betrekking tot de totstandkoming van het compensatieniveau van het management. (Bebchuck, Fried, & Walker, 2002; Bebchuck & Fried, 2003; Bebchuck & Grinstein, 2005; Bertrand, 2009; Deloof et al., 2008; Murphy, 1999; Wijnakker, 2011)

2.2 Rent extraction door het management

In de discussie omtrent de totstandkoming van het remuneratieniveau van de Chief Executive Officer (CEO) kan men twee grote stromingen waarnemen. Een eerste verklaring richt zich tot de onevenwichtige machtssituatie die in de realiteit vaak aanwezig is tussen het management en de aandeelhouders, en de mogelijkheid tot het afromen van winsten door het management die hieruit voortvloeit (*rent extraction*). Een tweede theorie zoekt de oorzaak binnen de efficiëntie van de competitieve markten inzake topmanagers als zijnde een schaarse vorm van menselijk kapitaal. In de context van deze paper interesseren wij ons vooral voor de *rent extraction* dewelke berust op de 'Managerial Power Hypothesis' van Bebchuck, Fried, & Walker (2002).

2.2.1 Machtsonevenwicht

a) De symbiose tussen de CEO en de raad van bestuur

Tot de taken van de raad van bestuur behoren: het benoemen van de CEO, het vaststellen van diens remuneratie, alsook het toezicht houden op de CEO en de rest

van het topmanagement (*monitoring*). Er zijn evenwel belangenconflicten aanwezig bij de bestuurders als het gaat om het controleren van de CEO en het topmanagement want ook hun eigen toekomstig functioneren binnen de onderneming hangt in zekere mate af van de relatie met de CEO. (Bebchuck & Fried, 2003, 2004; Bertrand, 2009; Frydman & Jenter, 2010; Maes, 2007; Wijnakker, 2011)

De raad van bestuur van een onderneming bestaat tegenwoordig uit een aantal subcomités waaronder een remuneratiecomité en benoemingscomité, waarbij het zich vaak voordoet dat beide gecombineerd zijn tot één geheel.[1] De aanwezigheid van de CEO in het benoemingscomité brengt een aantal gevolgen met zich mee. Shivdasani & Yermack (1999) hebben aangetoond dat dit leidt tot een kleiner aandeel onafhankelijke bestuurders. Core, Holthausen & Larcker (1999) toonden aan dat dit leidt tot een hogere remuneratie voor de CEO. Dat daarnaast een grote raad van bestuur leidt tot een stijging van de macht van de CEO, zoals het onderzoek van Core, Holthausen & Larcker (1999) en Yermack (1996) bewijst, is te wijten aan het dilemma van de collectieve actie (*free-rider problem*). Verder werd in het onderzoek van Core, Holthausen & Larcker (1999) ook vastgesteld dat de mate waarin 'drukke' bestuurders in de raad van bestuur zetelen, een positieve correlatie heeft met de macht, en dus de verloning, van de CEO.[2] De Belgische Corporate Governance Code in 2009 formuleerde de aanbeveling om de functies van CEO en voorzitter van de raad van bestuur niet meer door dezelfde persoon te laten uitoefenen (*CEO duality*). (Belgische Corporate Governance Code 2009, bepaling 1.5)

b) De aandeelhoudersstructuur

Tegenover deze positieve relatie tussen een versnipperde aandeelhoudersstructuur en het niveau van de remuneratie van het management, staat de negatieve invloed die de aanwezigheid van een grote aandeelhouder hierop uitoefent. Grote aandeelhouders hebben er meer belang bij om het management zorgvuldig te controleren. Deze stelling wordt bevestigd in het onderzoek van Cyert, Kang & Kumar (2002) en Core, Holthausen & Larcker (1999), waarbij een aandeelhouder als 'groot' werd gedefinieerd vanaf een participatie van 5% in het eigen vermogen. De laatste jaren is er wel sprake van een toenemende mate van inspraak van de aandeelhouders op de remuneratiepolitiek binnen een onderneming (*say on pay*). Op deze manier wordt het mogelijk voor kleine aandeelhouders om zich te verenigen en te verzetten tegen excessieve compensatiepakketten voor het topmanagement.[3]

---

[1] Soms doet het zich dan voor dat de CEO zitting heeft in dit (remuneratie- en) benoemingscomité. Zo toont nazicht van de Bel-20 ondernemingen aan dat de CEO deel uitmaakt van het benoemingscomité bij Ackermans & Van Haaren, KBC en Mobistar. Bij Mobistar is de CEO niet alleen lid van het remuneratie -en benoemingscomité maar bovendien ook de voorzitter.

[2] Een bestuurder wordt hierbij als 'druk' gedefinieerd indien hij er drie of meer mandaten op nahoudt.

[3] Zo verplicht bijvoorbeeld de recentelijk ingevoerde Amerikaanse Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010) publieke ondernemingen om een driejaarlijkse stemming te houden onder de aandeelhouders ter goedkeuring van de topmanagement remuneratie. Ook in België streeft men naar een grotere mate van inspraak van de aandeelhouders omtrent de remuneratie van het topmanagement via de Wet Deugdelijk Bestuur (6 april). Zo maakt deze wetgeving het bijvoorbeeld

c) De implementatie van corporate governance

Een derde factor die de macht van de CEO in de onderneming beïnvloedt, is de mate waarin een onderneming de aanbevelingen van de Code 2009 implementeert. De Belgische Corporate Governance Code 2009 bevat namelijk een aantal bepalingen en richtlijnen inzake de managementverloning en de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Wel dient men in het achterhoofd te houden dat deze aanbevelingen niet wettelijk verplicht zijn, maar gehanteerd dienen te worden volgens een 'pas toe of leg uit'-principe (*comply or explain*). Desondanks blijkt uit een onderzoek naar de naleving van de Belgische Corporate Governance Code 2009 door de Bel-20 ondernemingen, uitgevoerd door Guberna en het VBO, dat deze vorm van *soft law* door de meeste ondernemingen wel in grote mate gevolgd wordt. Er kan gesteld worden dat een goede implementatie van de corporate governance aanbevelingen binnen de onderneming, de macht van de CEO in zekere mate aan banden legt. Het betreft immers bepalingen en richtlijnen die de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en de subcomités waarborgen, alsook het niveau, de structuur en de toelichting van de managementverloning reglementeren. (Belgische Corporate Governance Code 2009; Core, Holthausen, & Larcker, 1999; Onderzoek naar de naleving van de Belgische Corporate Governance Code 2009 bij de Bel-20 ondernemingen: Jaarverslagen 2011 (boekjaar 2010); Frydman & Jenter, 2010)

d) Compensatie consultants & peer benchmarking

In sommige gevallen maakt men gebruik van experts of externe gegevens om de verloning van het management te bepalen. Vooral in publieke Amerikaanse ondernemingen wordt er vaak geopteerd om een externe compensatie consultant aan te stellen. Bij deze procedure heeft men echter vaak te maken met een belangenconflict aangezien het niet uitzonderlijk is dat de CEO zelf betrokken is bij de aanwervingprocedure van zulke consultants. In andere gevallen kan het compensatieniveau soms worden vastgelegd door gebruik te maken van externe gegevens zoals bij *peer benchmarking*, waarbij men de verloning gaat bepalen door een vergelijking te maken met gelijkaardige CEO's. In de praktijk ziet men dat de meeste bedrijven de vergoeding vastleggen boven de mediaan om als het ware niet onder te doen binnen de *peer group*. Dit geeft zo aanleiding tot een immer stijgende verloning. (Maes, 2007; Bebchuck, Fried, & Walker, 2002; Bebchuck & Fried, 2004; Bertrand, 2009; Frydman, 2008; Jensen, Murphy, & Wruck, 2004)

e) CEO's met een supersterstatus

Onderzoek van Malmendier & Tate (2009) bevestigt dat supersterimago's meestal een positief effect hebben op het compensatieniveau van de CEO. Daartegenover staat

---

mogelijk voor de aandeelhouders om vertrekvergoedingen goed of af te keuren indien ze anders zijn dan gespecificeerd in de Belgische Corporate Governance Code 2009.

echter wel dat dit in sommige gevallen kan leiden tot een negatieve invloed op de bedrijfsprestaties. *Award-winning* CEO's zijn namelijk vaker geneigd om zich toe te spitsen op extra activiteiten zoals het schrijven van boeken, het opnemen van extra mandaten, etc. Hierdoor spenderen ze minder tijd aan de onderneming wat eventueel tot negatieve gevolgen kan leiden. Bovendien wenden deze CEO's ook vaker hun macht aan om invloed uit te oefenen op hun eigen compensatiepakket, waarbij ze zich zo schuldig maken aan winstafroming. (Khurana, 2002; Malmendier & Tate, 2009; Rosen, 1981)

f) De dreiging van vijandige overname

De mogelijkheid tot overname is doorgaans bedreigend voor het topmanagement van de targetonderneming. Indien het bedrijf zou worden overgenomen, kan de overnemer namelijk beslissen een nieuw management aan te werven indien door het huidige de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde niet voldoende wordt nagestreefd. Deze dreiging stimuleert het topmanagement dus om zijn doelen aan te passen aan die van de aandeelhouders. Onderzoek van Martin & McConnell (1991) bevestigt dat er een positief verband is tussen de 'pre-overname' bedrijfsprestaties van een onderneming enerzijds en het behoud (alsook de verloning) van het bestaande management na de overname anderzijds. Presteert de onderneming daarentegen slecht vóór de overname dan is er een grote kans dat het topmanagement nadien vervangen wordt. Anderzijds blijkt uit het werk van Borokhovich, Brunarski en Parrino (1997) dat de CEO verloning significant stijgt nadat anti-overname voorzieningen zijn uitgevoerd. Ook de bescherming tegen overnames door de implementatie van anti-overname wetgevingen door de overheid heeft een gelijkaardige impact (Bertrand & Mullainathan, 1998).

2.2.2 Mogelijkheid tot *rent extraction*

Indien de CEO beslist om een deel van de vrije cashflow binnen de onderneming aan zichzelf of andere topmanagers toe te kennen in plaats van aan de aandeelhouders, dan maakt hij zich schuldig aan het afromen van winsten. In deze situatie is er dus geen sprake meer van de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Hieronder dient men niet noodzakelijk het uitkeren van extra bonussen of aandelen(opties) te verstaan, de CEO kan de vrije cashflow ook op andere manieren voor zijn eigen rekening aanwenden. Zo kan hij er bijvoorbeeld voor opteren om investeringsprojecten uit te voeren die meer in zijn eigenbelang zijn. Winstafromende topmanagers zullen de mate van verontwaardiging door stakeholders echter proberen te beperken. Bij het opstellen van compensatiepakketten wordt er vaak gebruik gemaakt van onderdelen die minder in de kijker lopen. Zo kan men bijvoorbeeld opteren voor complexe long term incentive plans waarbij men dan laat uitschijnen dat de compensatie meer performancegebonden is dan dat ze in werkelijkheid is. Dit zal later ook blijken uit de empirische analyse. De overcompensatie via deze manieren van verloning wordt gedefinieerd als heimelijke compensatie (*stealth compensation*) of camouflage (Bebchuck & Fried, 2004) en dit zal zich vaker voordoen bij

ondernemingen met een zwak corporate governance beleid waar er sprake is van een zwakkere transparantie inzake de remuneratie van het topmanagement. (Bebchuck, Fried, & Walker, 2002; Bebchuck & Fried, 2003; Bebchuck & Fried, 2004; Frydman, 2008; Frydman & Jenter, 2010)

2.3 Schaars managerstalent en competitieve marktwerking

Een recentere benadering stelt dat de CEO compensatie de resultante is van een competitieve marktwerking waarbij managerstalent als een schaarse vorm van menselijk kapitaal beschouwd kan worden. Ondernemingen zullen zich vooral richten op externe rekrutering om een competente CEO aan te werven. Zulke bekwame bedrijfsleiders zijn er echter niet in overvloed, men kan zelfs stellen dat ze in zekere mate schaars zijn. Als gevolg zullen de ondernemingen onder elkaar wedijveren om het meest bekwame managerstalent aan te trekken voor de eigen onderneming. CEO's zullen uiteraard voor de bedrijven kiezen die hen het meest betalen en de strijd voor schaars managerstalent uit zich bijgevolg in een positieve invloed op het remuneratieniveau. De totstandkoming van het remuneratieniveau staat dus ook in relatie tot een aantal markteffecten die de vraag naar, en het aanbod van managerstalent beïnvloeden.

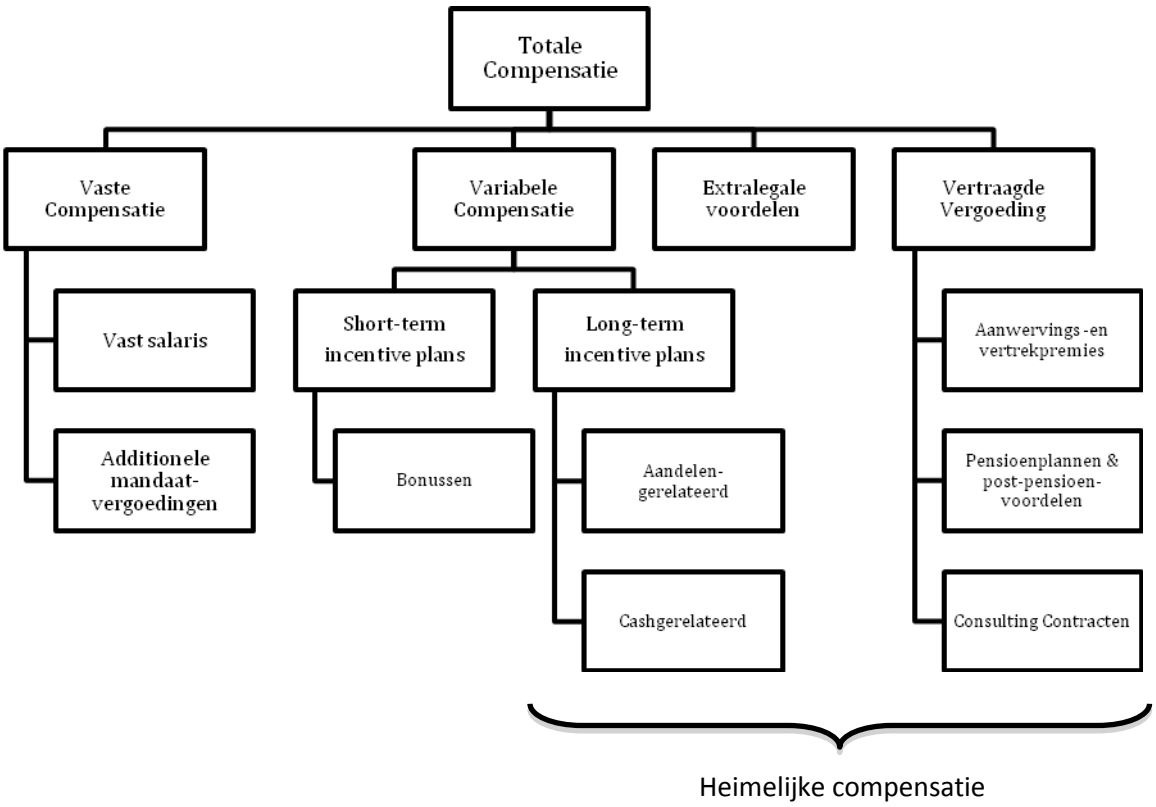
3. De opbouw van het compensatiepakket

Ondanks de grote verscheidenheid tussen bedrijven en sectoren bestaat het compensatiepakket van de CEO, dat wordt toegekend door het remuneratiecomité, normaliter uit vier componenten.

Allereerst kent het compensatiepakket van de CEO een **vaste component**, met name het vast salaris en de vergoeding die hij ontvangt voor het uitoefenen van extra mandaten. Daarenboven is een groot deel van zijn verloning gekoppeld aan de bedrijfsprestaties van de onderneming waarin hij zijn functie als gedelegeerd bestuurder bekleedt. Op die manier tracht men de belangen van de CEO op één lijn te krijgen met die van de aandeelhouders. In dit geval wordt er gesproken van een **variabele vergoeding** die opgedeeld kan worden in twee subcomponenten: de short-term en de long-term incentive plans (STIP's & LTIP's). Hierbij focust de eerste categorie op de korte termijn prestaties van de CEO waarbij deze aangemoedigd worden via bonussen. De continuïteit van de onderneming moet echter ten allen tijde gewaarborgd blijven en een overheersen van de korte termijn visie door het topmanagement zou de solvabiliteit in het gedrang kunnen brengen. Dit brengt ons bijgevolg tot de tweede subcategorie waarbij de vergoeding wordt gebonden aan de prestaties op lange termijn. Deze long-term incentive plannen kunnen gebaseerd zijn op enerzijds een aandelengerelateerde vergoeding, of anderzijds een cashgerelateerde vergoeding. Indien men onderstaand organigram (figuur 1) aandachtig bekijkt zou men kunnen stellen dat deze LTIP's ook onder de categorie van de vertraagde vergoeding vallen, desondanks wordt er hier geopteerd om de incentives op lange termijn toe te schrijven aan de variabele vergoeding om het discours zo vloeiend mogelijk te houden. De derde component wordt gedefinieerd als de **extralegale voordelen** (*fringe benefits*)

die de CEO ontvangt tijdens het uitvoeren van zijn ambt, deze zouden evenwel kunnen onderverdeeld worden bij de categorie van vaste vergoeding. De vierde en tevens laatste component omvat de **vertraagde vergoedingen** (*deferred compensation*) die de CEO verkrijgt zoals de aanwervings -en vertrekvergoedingen, overnamevergoedingen, pensioensregelingen en consulting contracten. (Baeten, 2007; Bebchuck & Fried, 2004; Bebchuck, Fried, & Walker, 2002; Bebchuck & Grinstein, 2005; Cools, 2005; Frydman & Jenter, 2010; Jensen & Murphy, 1990; Jensen, Murphy, & Wruck, 2004; Murphy, 1999; Verfaillie, 2010; Wijnakker, 2011)

Fig. 1: Algemene structuur van het compensatiepakket[4]



[4] De vergoedingscomponenten boven de accolade behoren tot de overkoepelende categorie heimelijke compensatie. Het topmanagement, en dan voornamelijk de CEO, zal er vaak niet voor terugschrikken zijn macht aan te wenden om zichzelf een hogere verloning toe te eigenen. De verontwaardiging die deze winstafroming creëert bij de stakeholders zal men hierbij trachten te beperken tot een minimum om zo niet in opspraak te komen. De heimelijke vergoeding (stealth compensation of camouflage) is vervolgens de verzamelnaam voor alle vormen van compensatie die, in zekere mate, op minder opvallende wijze gebeuren en als dusdanig het bedrag van de totale vergoeding moeilijk te definiëren maken. Vaak worden deze bedragen dan onduidelijk of onvolledig toegelicht in het jaarverslag. Daarnaast is het voor de long term incentive plans sowieso moeilijk om deze te waarderen: de waarde kan namelijk fluctueren doorheen de tijd en het is ook vaak onzeker of aan de vooropgestelde vereisten voldaan zal zijn opdat de CEO de opbrengsten effectief kan innen. Zo moet de aandelenkoers bijvoorbeeld eerst stijgen boven de uitoefenprijs vooraleer het interessant wordt een call-optie uit te oefenen.

Bron: Baeten, 2007; Bebchuck & Fried, 2004; Verfaillie, 2010; Wijnakker, 2011; eigen onderzoek van de jaarverslagen.

3.1 Vaste vergoeding

Het vast salaris maakt de vaste component uit van het compensatiepakket van de CEO. Deze vergoeding wordt normaliter maandelijks uitbetaald en is niet gekoppeld aan de performance van de onderneming. Het niveau van het salaris wordt bepaald door het remuneratiecomité van de raad van bestuur, in functie van de verantwoordelijkheden die de CEO draagt. Het niveau van veel componenten van het totale compensatiepakket gebaseerd op het vast salaris. Zo worden bonussen bijvoorbeeld vaak gewaardeerd op basis van een percentage van het vast salaris. Dit leidt er bijgevolg toe dat een stijging van deze vaste remuneratie dus ook een positieve invloed impliceert op de overige componenten van het compensatiepakket. (Murphy, 1999)

3.2 Variabele vergoeding: pay for management performance?

De variabele vergoeding kent reeds gedurende ruime tijd een immer stijgend aandeel in het totale compensatiepakket van de CEO. Men gaat als het ware een aanzienlijk gedeelte van de totale verloning koppelen aan de bedrijfsprestaties. Via dit principe hoopt de raad van bestuur de doelstellingen van zowel het topmanagement als die van de aandeelhouders te verzoenen om zo het eerder besproken principaal-agent probleem het hoofd te bieden. Het is ten slotte ook niet onterecht dat de CEO extra compensatie geniet indien hij een hand heeft gehad in het realiseren van winsten en aldus ook het welslagen van de onderneming. Bovendien dient men in het achterhoofd te houden dat er voor de CEO geen individuele promotiemogelijkheden meer voor handen zijn, hij heeft binnen de onderneming namelijk de eindhalte bereikt. Deze drijfveren kunnen zowel op korte als op lange termijn van toepassing zijn (Cools, 2005; Jensen & Murphy, 1990; Verfaillie, 2010; Wijnakker, 2011)

3.2.1 Short-term incentive plans

Deze short-term incentive doelt erop de CEO, en vaak ook andere topmanagers, op voornamelijk geldelijke wijze te belonen voor behaalde operationele resultaten op korte termijn. Het gaat hier dan meestal over een periode van één jaar, maar zulke bonusregelingen kunnen zich evenwel per kwartaal of halfjaarlijks voordoen. De raad van bestuur gaat dus als het ware de CEO voor de prestaties op korte termijn een ‘gepaste’ premie toebedelen. Hierbij hanteert men een aantal *key performance indicators* (KPI’s) om zo de behaalde resultaten te evalueren. Deze maatstaven kunnen zowel van financiële (bv.: EBIT, ROA, earnings per share, cashflow,…) als niet-financiële aard zijn (bv.: marktaandeel, klanttevredenheid, strategische objectieven…). Indien gebruik wordt gemaakt van boekhoudkundig gerelateerde maatstaven, hoort men wel

op te letten voor mogelijke manipulatie van de boekhoudkundige gegevens door het topmanagement. Doorgaans is er sprake van quota die behaald dienen te worden alvorens een minimale bonus wordt uitgekeerd. Langs de andere kant is er ook een beperking op de maximale omvang van de bonussen die worden toegekend. Tussen deze minimale en maximale drempelwaarde spreekt men van de *incentive zone* (Murphy, 1999, p. 10) waarbij de bonus die wordt uitgekeerd in relatie staat tot de behaalde resultaten. Binnen deze marge kan de CEO dus zelf – zij het in beperkte mate – zijn bonusvergoeding beïnvloeden door sterke prestaties neer te zetten. Het is echter interessant op te merken dat het moeilijk achterhaalbaar is of sommige prestaties toe te schrijven zijn aan de inzet van de CEO, dan niet aan bijvoorbeeld een positieve economische conjunctuur of een wisselwerking tussen andere externe invloeden (*windfall profits* of *windfall gains*). In dit laatste geval wordt de variabele vergoeding dus eerder toegekend naar aanleiding van geluk, in tegenstelling tot de geleverde management performance. Een variabele vergoeding gebonden aan de bedrijfsprestaties impliceert dus niet per se dat het topmanagement steeds beloond wordt in verhouding tot zijn inzet. (Baeten, 2007; Bertrand, CEOs, 2009; Bertrand & Mullainathan, 2001; Murphy, 1999)

3.2.2 Long-term incentive plans

In tegenstelling tot de short-term incentives zijn de incentives op lange termijn van toepassing op een periode van meerdere jaren. Het toekennen van een variabele, dus aandelen of een cashgerelateerde vergoeding, gebonden aan de lange termijn prestaties van de onderneming, motiveert het topmanagement immers om dezelfde belangen als die van de aandeelhouders na te streven. Ook hier tracht de raad van bestuur door middel van de vergoedingstructuur het principaal-agent probleem aan te kaarten om zo de lange termijn visie en de strategische objectieven te waarborgen. Bij beursgenoteerde ondernemingen wordt de incentive meestal aan het verloop van de aandelenkoers gekoppeld door bijvoorbeeld call-opties toe te kennen, bij private ondernemingen zal men de incentive voornamelijk in relatie stellen tot de waarde-evolutie van het eigen vermogen om aldus het niveau van deze vergoedingscomponent te bepalen. Voor een nauwkeurige onderverdeling verwijzen we naar Baeten (2007).

3.3 Extralegale voordelen

Deze verloningscategorie omvat allerhande voordelen die de onderneming toekent aan het topmanagement en die bovendien ook vaak fiscaal voordeliger zijn. In principe betreft het hier in feite ook een vaste vergoeding. De meest voorkomende zijn een bedrijfswagen (al dan niet met chauffeur), diverse elektronica zoals een laptop en gsm, representatie -en onkostenvergoedingen, reiskostenvergoedingen, pensioenplannen alsook talloze verzekeringen zoals een groepsverzekering, hospitalisatieverzekering, een invaliditeitsverzekering en/of een overlijdensverzekering. In meer extreme gevallen stellen sommige grote ondernemingen zelfs een corporate jet ter beschikking aan de CEO. En ook in het geval van buitenlandse tewerkstelling kan er soms een

woning ter beschikking worden gesteld, voorzien van huishoudend personeel en tal van voordelen voor het meegereisde gezin. Het voordeel van zulke *fringe benefits* voor de CEO is dat deze verloningsvorm vaak in mindere mate zichtbaar is naar de buitenwereld toe, en hij hieromtrent dus bijgevolg minder tegenstand te verduren krijgt. (Baeten, 2007; Bertrand, 2009)

3.4 Vertraagde vergoeding

Deze laatste categorie omvat alle vormen van verloning die de CEO op een later tijdstip in de toekomst zal bekomen, voornamelijk bij de uittreding uit zijn functie. De vertraagde vergoeding onderscheidt een aantal subcategorieën, met name de aanwervings- en vertrekpremies, overnamevergoedingen, pensioenplannen en post-pensioenvoordelen en ten slotte ook eventuele consulting contracten. De praktijk leert dat vooral pensioenplannen eventueel ondergebracht worden bij de categorie extralegale voordelen.

4. CEO remuneratie in de Bel20

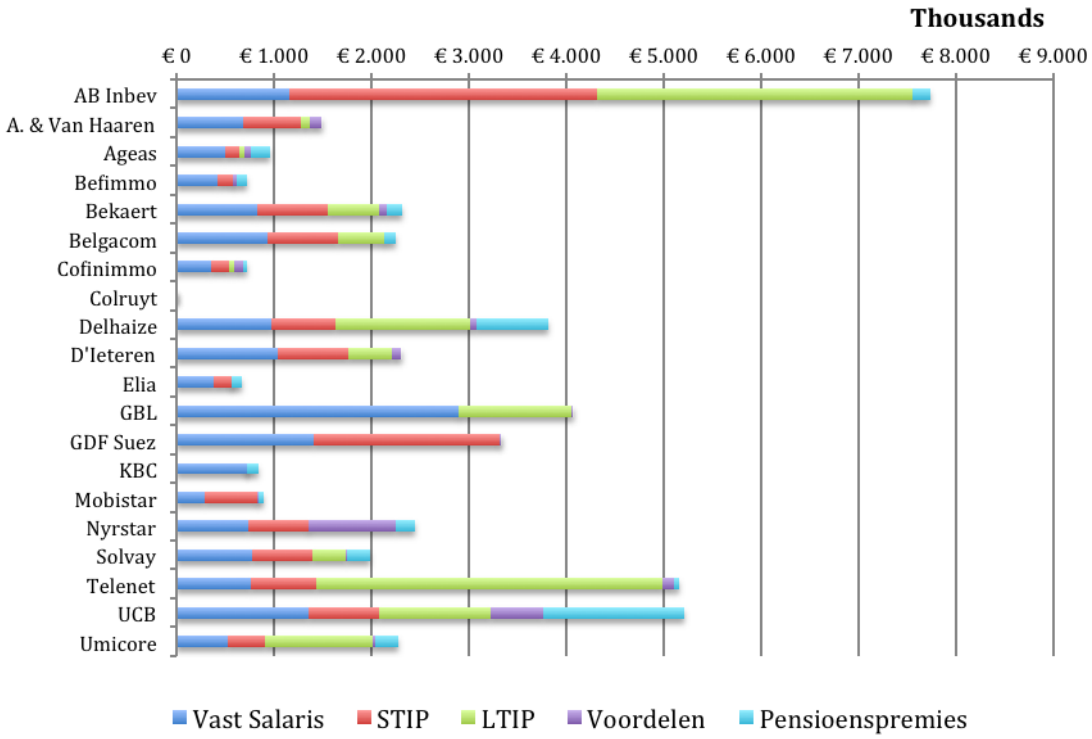
De Bel20 omvat de twintig belangrijkste Belgische ondernemingen uit diverse sectoren die genoteerd staan op de Euronext Brussel. In de volgende paragrafen wordt het niveau als de structuur van de compensatiepakketten voor elke CEO afzonderlijk in kaart gebracht voor het jaar 2011. Daarnaast wordt de totale remuneratie voor 2011, 2010 en 2009 ook in relatie gesteld tot de bedrijfsperformance voor die jaren. Voor dit onderzoek maakten we gebruik van de jaarverslagen en gerelateerde documenten en verklaringen van de respectieve ondernemingen die allen vrij beschikbaar zijn.

4.1. De structuur van de remuneratiepakketten in de Bel20

Onderstaande staafdiagram (figuur 2) geeft voor elke CEO het totale bruto remuneratieniveau in duizend euro weer, alsook het relatieve aandeel van de verscheidene bestanddelen afzonderlijk. De weergegeven bedragen vinden hun oorsprong in de jaarverslagen van de bedrijven in kwestie voor 2011, daarnaast zijn deze cijfergegevens ook terug te vinden in de bijlagen. In geval van CEO-wissel werd het totaal bedrag van gecombineerde verloning genomen.

Het boxplot (figuur 3) dat hierop volgt, brengt op zijn beurt dan weer de verdeling in kaart, en toont de mediaanwaarde van het remuneratieniveau voor de Bel20. De weergegeven bedragen zijn naar best vermogen opgesteld. Door de onduidelijke of gebrekkige toelichting in bepaalde jaarverslagen (vooral m.b.t. de waardering van opties en het verschil tussen *amount paid* en *due*) was enig voorbehoud soms op zijn plaats. De ontbrekende waarden werden aangeduid in de tabel in Bijlage I met een vraagteken. Vaak gaat het echter om kleinere onderdelen van het remuneratiepakket waardoor deze slechts een geringe invloed uitoefenen op het totale compensatieniveau. Indien er dan toch sprake is van ontbrekende waarden sluiten de vermelde cijfers nog steeds nauw aan bij de werkelijkheid. Enkel voor Colruyt is er sprake van camouflage inzake CEO-verloning, hiervoor zijn bijgevolg dan ook geen waarden opgenomen in de dataset. Op het gebrek aan transparantie in sommige van de jaarverslagen komen we later in dit hoofdstuk terug.

Fig. 2: CEO remuneratie voor de Bel20 in 2011, in duizend euro.



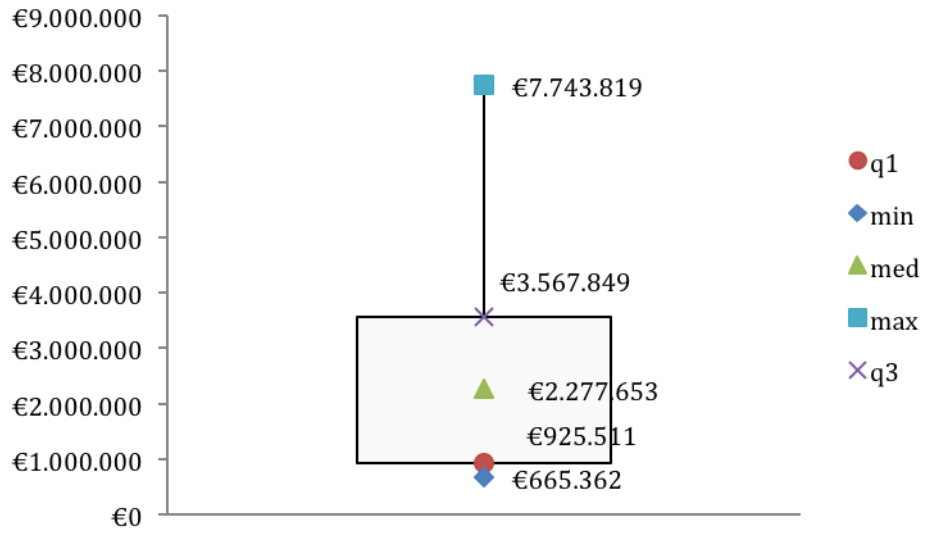
Bron: eigen onderzoek van de jaarverslagen 2011.

Bovenstaand staafdiagram (figuur 2) toont meteen dat er grote verschillen bestaan qua niveau en structuur van de geëvalueerde compensatiepakketten. Allereerst is er het vast salaris, bestaande uit een vast loon en eventuele additionele vergoedingen voor de extra bestuurdersmandaten die een CEO erop nahoudt. Daarnaast zijn er ook de short term incentive plans: namelijk de bonussen uitgekeerd in het jaar 2011. Deze bonussen zijn in de meeste gevallen gebaseerd op de performance van het vorige boekjaar. Wegens gebrek aan informatie in sommige jaarverslagen en ter waarborging van de uniformiteit, is er niet gekozen voor de bonus die betaald zal worden in 2012, dewelke dan feitelijk gebaseerd is op de prestaties van 2011. De derde categorie is die van de long term incentive plans. Het gaat hier, naast een additionele *performance cash grant* bij Delhaize, in alle gevallen om toegekende aandelen of aandelenopties in 2011. Voornamelijk betreft het dan *restricted shares*, en aandelenopties met een blokkeringsperiode. Of de CEO deze dan ook effectief zal kunnen incasseren, is dan afhankelijk van de toekomstige bedrijfsprestaties die zich vertalen in de aandelenkoers. De toegekende aandelenopties werden hier gewaardeerd tegen *fair value*, vermeld in de toelichting van de financial statements in de jaarverslagen. Deze waarde werd berekend op basis van een Black & Scholes formule of een binomiaal pricing model om zo tot een zo nauwkeurig mogelijke waardering te komen. Indien er sprake was van een toekenning van *restricted stock* dan gebeurde de waardering op

basis van de aandelenkoers op de toekenningsdatum. Tot slot zijn er ook nog de extralegale voordelen en de jaarlijkse vaste pensioenspremies.

Het boxplot (figuur 3) toont de mediaanwaarde voor het remuneratieniveau van alle CEO's binnen de Bel20. De mediaanwaarde voor de totale vergoeding bedroeg 2,277 miljoen euro in 2011. Er is gekozen voor de mediaanwaarde in plaats van het gemiddelde zodanig dat sterke uitschieters in de dataset, zoals de CEO compensatie voor AB Inbev, geen vertekend beeld kunnen geven.

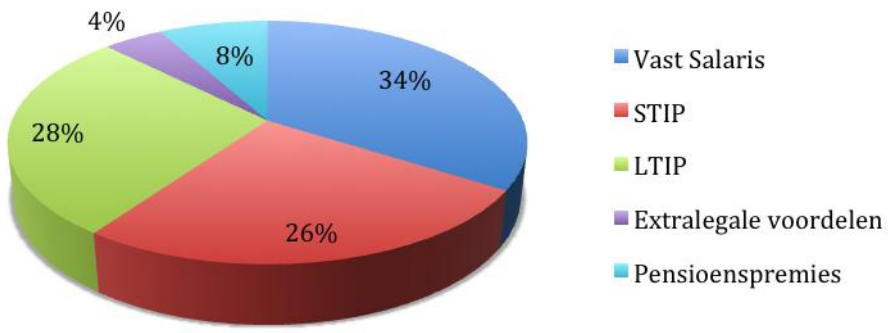
Fig. 3: Boxplot CEO remuneratie Bel20 in 2011.



Bron: eigen onderzoek van de jaarverslagen 2011.

De structuur van het gemiddelde compensatiepakket van een CEO van een Bel20 onderneming is weergegeven in de onderstaande taartdiagram (figuur 4). Het valt meteen op dat een groot deel van de vergoeding, namelijk 46%, nog steeds uit vaste premies bestaat die los staan van de bedrijfsprestaties. Het betreft hier naast het vast salaris ook de extralegale voordelen en de jaarlijkse vaste pensioensbijdragen. Het merendeel van de verloning is desondanks reeds gebonden aan de prestaties van de onderneming. Zo is de bonus, gebonden aan de korte termijn performance, goed voor 26% van het totale compensatiepakket. Daarnaast maken de long term incentive plans, met name de toekenning van aandelen en opties, de overige 28% uit van de totale remuneratie. Er dient echter wel weer benadrukt te worden dat er een groot verschil merkbaar is qua compensatiestructuur tussen de bedrijven onderling. Er is dus absoluut nog geen sprake van uniformiteit met betrekking tot de structuur van het compensatiepakket voor CEO's binnen de Bel20.

Fig. 4: Gemiddelde structuur remuneratiepakket Bel20 CEO's in 2011.



Bron: eigen onderzoek van de jaarverslagen 2011.

4.2. Pay for performance? Het kan beter!

Uit bovenstaande taartdiagram werd het reeds merkbaar dat een groot deel van de verloning gebonden is aan de bedrijfsprestaties. Het is dan ook interessant om na te gaan hoe het verloop van de bedrijfsprestaties doorheen de jaren zich weerspiegelt in het totale remuneratieniveau. Hiervoor wordt het remuneratieniveau van de CEO in relatie gesteld tot de *return on assets* van zijn onderneming voor 2011, 2010 en 2009. De ROA werd hierbij berekend als volgt: (*earnings before interests and taxes / total assets*). Deze ratio geeft een beeld van de rendabiliteit van de onderneming ten opzichte van de totale activa. De weergegeven waarden zijn hierbij steeds gebaseerd op informatie uit de jaarverslagen. Indien de informatie onduidelijk werd toegelicht, is de celwaarde gedefinieerd als 'not available'. Vervolgens wordt de correlatie in beschouwing genomen tussen het remuneratieniveau en de return on assets voor elke CEO afzonderlijk om zo een beeld te krijgen of diens verloning al dan niet in relatie staat tot de performance.

Tabel 1: CEO Remuneratieniveau in relatie tot return on assets, Bel20.

	Remuneratieniveau			ROA (ebit/total assets)			
Bedrijf	**2011**	**2010**	**2009**	**2011**	**2010**	**2009**	**Correlatie**
AB Inbev	€7.743.819	€7.564.428	€6.090.462	0,1097	0,0953	0,1028	0,0724
AVH	€1.480.306	€2.160.628	€1.142.486	0,0085	0,0117	0,0097	0,7509
Ageas	€959.625	€828.691	€952.933	0,0145	0,0049	0,0271	0,7975
Befimmo	€726.625	€568.357	€517.447	0,0579	0,0392	0,0158	0,9383
Bekaert	€2.319.000	€1.634.730	€1.438.584	0,0644	0,1455	0,0821	-0,4957
Belgacom	€2.244.080	€2.233.793	€2.060.158	0,1373	0,1902	0,1693	-0,1686
Cofinimmo	€727.866	€692.166	€677.706	0,0447	0,0485	0,0362	0,4775
Colruyt	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Delhaize	€3.813.129	€3.889.867	€4.031.403	0,0663	0,0939	0,0966	0,8182
D'Ieteren	€2.297.000	€2.230.693	€1.863.528	0,0963	0,0612	0,0646	0,5475
Elia	€665.362	€873.491	€665.177	0,0527	0,0949	0,0507	0,9992
GBL	€4.063.364	€3.744.662	€3.929.987	0,0066	0,0241	0,0160	-0,9907
GDF Suez	€3.322.568	€3.340.735	€3.233.587	0,0454	0,0515	0,0477	0,2846
KBC	€834.093	€767.725	€700.399	0,0057	0,0077	-0,0073	0,8006
Mobistar	€891.397	€1.151.385	€754.471	0,2670	0,3098	0,3710	-0,4337
Nyrstar	€2.451.359	€1.314.513	€1.682.143	0,0284	0,0467	0,0109	-0,3289
Solvay	€1.984.156	€1.969.105	€1.515.806	0,0288	0,0185	0,0714	-0,9774
Telenet	€5.155.177	€4.510.357	€3.518.129	0,1086	0,1190	0,0997	0,5686
UCB	€5.216.214	€5.171.298	€4.356.868	0,0375	0,0227	0,0918	-0,9688
Umicore	€2.277.653	€1.456.579	€561.037	0,1091	0,0863	0,0531	0,9967
							0,035037

Bron: het remuneratieniveau en de ROA werd berekend op basis van jaarverslagen. De ROA van Ageas, GBL en KBC werd voor 2011 en 2010 op basis van de database van Bloomberg verkregen.

Tabel 1 geeft voor elke CEO de totale remuneratie weer voor de jaren 2011, 2010 en 2009 in kolom 2, 3 en 4. In kolom 5, 6 en 7 is voor dezelfde jaren de ROA-ratio terug te vinden voor de bedrijven in kwestie. Kolom 8 geeft voor elke CEO afzonderlijk de correlatie weer tussen diens remuneratie en de *return on assets* van zijn onderneming. Deze correlatie wordt weergegeven door een waarde tussen -1 en 1. Belangrijk is wel dat de correlaties per onderneming met grote omzichtigheid geïnterpreteerd worden, aangezien ze gebaseerd zijn op een zeer beperkt aantal waarnemingen. Desalniettemin leveren ze wel een goede indicatie. Is de correlatie positief, dan kan gesteld worden dat het niveau van de verloning in een positieve relatie staat tot de evolutie van de *return on assets*. Het compensatieniveau beweegt dan namelijk in dezelfde richting als het verloop van de bedrijfsprestaties. De uitgesproken positieve verbanden (correlatie > +0,5) werden in groen aangegeven. Is de correlatiecoëfficiënt negatief dan kent het verloop van het remuneratieniveau een omgekeerde beweging ten opzichte van die van de ROA. In dit geval is het totale remuneratieniveau van de CEO niet gebonden aan de bedrijfsprestaties. De uitgesproken negatieve waarden (correlatie < -0,5) werden aangeduid in rood. Ligt de correlatiewaarde tussen -0,5 en

0,5, dan is er geen sprake van een uitgesproken relatie tussen het compensatieniveau en de *return on assets*.

Uit de berekende correlatie blijkt dat negen van de negentien onderzochte bedrijven (voor Colruyt waren er geen gegevens) de verloning van hun CEO vastleggen op basis van de bedrijfsprestaties. Indien de performance gekenmerkt werd door een stijging of daling, dan kwam dit ook tot uiting in het remuneratieniveau. Voor tien van de negentien ondernemingen vonden we een negatieve of neutrale correlatie terug. Ook de correlatiewaarde voor de ganse steekproef is neutraal. Deze bevinding is redelijk verassend, gezien het grote aandeel (54%) aan prestatiegebonden verloning in het compensatiepakket bij BEL20-bedrijven. Dit doet de vraag rijzen of deze vergoedingen wel effectief vasthangen aan de performance en effectief bepaald worden door relevante resultaat gebonden KPI's. Zo stelde bijvoorbeeld ook Baeten (2011) vast dat het toekennen van aandelenopties in België eerder tijdsgebonden dan prestatiegebonden is. De observaties van deze empirische analyse doen een gelijkaardige verklaring vermoeden. Zo dient de variabele vergoeding van een topmanager dan misschien niet per se te danken te zijn aan zijn inzet, maar kan het daarentegen het gevolg zijn van zijn relatie tot de raad van bestuur.

Bij de conclusie die hierboven getrokken werd, dienen wel een aantal kanttekeningen gemaakt te worden. Zo zijn er immers een aantal beperkingen op dit onderzoek die benadrukt dienen te worden. Op die manier kunnen zij meteen ook fungeren als aanbevelingen voor toekomstig onderzoek. Allereerst gaat het hier om een vergelijking met slechts één maatstaf voor bedrijfsperformance. Het is bijgevolg ten stelligste aanbevolen dit onderzoek verder uit te breiden door de correlatie te onderzoeken tussen het remuneratieniveau en andere *key performance indicators* zoals bijvoorbeeld de *return on equity*, de *price-to-book ratio* en dergelijke. Daarenboven is het ook aangewezen om de evolutie voor een langere periode in beschouwing te nemen. Enkel zo kan met zekerheid een valabele conclusie worden getrokken omtrent de relatie tussen bedrijfsperformance en CEO remuneratie. Additionele aanbevelingen zijn het onderzoeken van veranderingen in de structurele opbouw van het totale compensatiepakket doorheen de tijd, alsook de eventuele relatie hiervan tot de bedrijfsperformance. Verder lijkt het ook interessant de verschillen in remuneratiepolitiek tussen verschillende landen onder de loep te nemen. Kortom er zijn dus nog enorm veel verschillende denkpistes die kunnen worden uitgewerkt met betrekking tot dit onderwerp.

4.3 Vele soorten transparantie. Vaststellingen en aanbevelingen

In de bijlage bij deze paper geven we per onderneming (indien van toepassing) enkele vaststellingen die de aandacht verdienen. In deze paragraaf beperken we ons tot enkele algemene vaststellingen en problemen bij de verloningscommunicatie

De compensatiepakketten worden in regel opgesplitst in de besproken categorieën. Toch is er een verschil merkbaar qua transparantie tussen de verschillende bedrijven. Dit is dan vooral te wijten aan het feit dat de informatie op verscheidene plaatsen in het jaarverslag verzameld moeten worden, of omdat complexe berekeningen

gehanteerd worden die voor de leek niet of amper begrijpelijk zijn. Zo wordt de waardering van opties verscheidene malen bij de *financial statements* verduidelijkt in plaats van bij de paragraaf in het jaarverslag waar de verloning ter sprake komt. Voor de berekening van de *fair value* van die opties worden overigens verschillende modellen (Black & Scholes, binomial pricing, ...) gehanteerd. Wanneer die opties dan nog in dollar vermeld worden (INBEV) of wanneer men twee optie plannen gebruikt (DELHAIZE), moet de gemiddelde lezer allicht afhaken.
Verder dient opgemerkt te worden dat het eventuele onderscheid tussen *amount paid* en *amount due* van variabele vergoedingen en bonussen soms erg onduidelijk wordt aangegeven waardoor het moeilijk is de juiste bedragen bij het juiste jaar te alloceren.
Niet alle ondernemingen vermelden en/of specificeren de extralegale voordelen van de CEO, of "extras". Inbev vermeldt bijvoorbeeld alleen dat het gaat om "the usual expatriate perquisites, such as a housing allowance in accordance with local market practices" (INBEV Jaarverslag 2010, p. 173). Ook de invulling van de categorie "extra" durft al eens te verschillen. Zo worden bij AVH pensioenvoorzieningen als “extra” geclassificeerd. De hoogte van de "extra’s" schommelt ook erg. Aan de onderkant bevindt zich bijvoorbeeld KBC. In het rapport voor boekjaar 2010 (KBC, 2010, p. 94) staat bij "extra" het futiele bedrag van 167 €. Indien men evenwel in een voetnoot kijkt, ziet men dat er nog een forfaitaire maandelijkse representatievergoeding van 400 euro is, plus hospitalisatie- en bijstandsverzekering en een bedrijfsauto. Niettemin opmerkelijk lage bedragen.
Sommige ondernemingen geven een handig overzicht van de evolutie van de onderdelen van het CEO-compensatiepakket ten opzichte van het vorige boekjaar. Het gaat om Solvay, Belgacom, Delhaize, D'Ieteren, GDF Suez en Mobistar. In het licht van transparantie is dit alleen maar toe te juichen. Het is enigszins verwonderlijk dat deze praktijk niet meer ingang vindt.
Op basis van de ervaringen tijdens de analyse van de jaarverslagen kunnen we enkele formele aanbevelingen formuleren die tot meer en eenvoudigere transparantie kunnen leiden en die dus blijk zouden geven van een beter en transparanter communicatiebeleid naar de stakeholders toe. Meer concreet lijken volgende zaken relevant:

- eenvormige methode voor optiewaardering;
- gegevens i.v.m. waarde van opties en andere *incentives* groeperen op dezelfde fysieke plaats in het rapport als de verloningsstructuur;
- eenvormige koers (€) hanteren of tabel bijvoegen;
- historiek geven van voorbije 2 of 3 jaren;
- *directors fee* meetellen in vast inkomen;
- *fringe benefits* duidelijker specifiëren;
- duidelijkere formulering geven indien sprake van *amount due* en *amount paid*
- norm vastleggen voor de omvang van een pensioenplan en de afwijkingen van de norm verklaren;
- eenvormige verloningsgrid gebruiken zodat vergelijking eenvoudiger wordt.

Er werd reeds vermelding gemaakt van heimelijke compensatie of camouflage. Het gaat hierbij dan om bepaalde vergoedingscomponenten waarvan de toelichting op een subtiele en vaak onduidelijke wijze gebeurd in het jaarverslag. Op die manier wordt het voor belanghebbenden, zoals bijvoorbeeld de aandeelhouders, moeilijk om nog een beeld te krijgen van de totale remuneratie die een CEO geniet. Zo wordt ook de kans op verontwaardiging en het daarmee gepaarde protest van bepaalde stakeholders beperkt. Na observatie van de jaarverslagen blijkt dat deze praktijken zich ook voordoen in de Bel20 ondernemingen, ondanks de bepalingen in de Belgische Corporate Governance Code 2009 die ijveren voor een volledige transparantie inzake de loonpraktijken met betrekking tot het topmanagement. Dit was ook de oorzaak van enkele ontbrekende waarden in de empirische analyse. Zo ontbraken bijvoorbeeld de cijfergegevens voor de verloning van Jef Colruyt. Colruyt kiest er namelijk voor de individuele verloning van zijn CEO, die tevens ook voorzitter van de raad van bestuur is (*CEO duality*), niet toe te lichten uit 'respect voor de privé levenssfeer'. Dit zou door een waarnemer die de bedrijfscultuur niet kent als moedwillige vorm van camouflage geduid kunnen worden. In elk geval druist het in tegen bepaling 7.14 van de code 2009.

Niet enkel de totale vergoeding, maar ook sommige subcomponenten zijn soms onduidelijk gewaardeerd. Figuur 1 gaf een duidelijk overzicht van welke vergoedingscomponenten soms dubieus toegelicht worden. Naast de op zichzelf moeilijk te waarderen long term incentive plans, zijn er ook een aantal bedrijven die een gebrekkige toelichting voorzien voor vergoedingscomponenten zoals de extralegale vergoeding en de pensioensbijdragen; de hiervoor ontbrekende waarden in de empirische analyse zijn aangegeven in de tabel in Bijlage I met een vraagteken.

Er kan dus gesteld worden dat er wel degelijk in zekere mate sprake is van heimelijke vergoeding of camouflage betreffende de CEO remuneratie bij sommige ondernemingen in de Bel20. Een verdere uitbreiding evolutie van de Code 2009 als soft law naar hard law lijkt in de toekomst dan ook aangewezen om zulke gebruiken teniet te doen.

5. Conclusies. De maatschappelijke relevantie van duidelijke KPI's en transparantie

Gebrekkige correlatie

De opzet van deze paper bestond erin een beeld te schetsen van de omvangrijke materie omtrent de CEO remuneratie in publieke ondernemingen in de Bel20. Binnen de Bel20 is er nog geen sprake van uniformiteit met betrekking tot de remuneratiepolitiek; zo zijn er immers grote verschillen merkbaar qua structuur en niveau van de compensatiepakketten. Wel viel het op dat het gemiddelde compensatiepakket een groot aandeel variabele vergoeding kent dat afhankelijk zou moeten zijn van de bedrijfsprestaties. In de theorie wordt dit beschreven als *optimal contracting*. Het nagaan van de correlatie tussen compensatieniveau en bedrijfsperformance leidde echter ook tot een ontluisterende vaststelling: zo bleek slechts bij negen van negentien ondernemingen sprake te zijn van een positief verband tussen de compensatie en de ROA. De praktijk doet dus vermoeden dat er met betrekking tot de variabele vergoeding bij Belgische publieke ondernemingen slechts in beperkte mate sprake is van *pay for performance*. Zo zou de variabele vergoeding dus eerder tijdsgebonden kunnen zijn, of tot stand kunnen komen als gevolg van een goede relatie tussen de CEO en de raad van bestuur. In zulke gevallen zou men misschien het woord overcompensatie of *rent extraction* in de mond kunnen nemen. Een van de vragen die we ons bij aanvang stelden was of het streven naar waardecreatie voor aandeelhouders en het principaal-agent probleem ook weerspiegeld wordt in het verloningsbeleid. We dienen op basis van de relatie tussen het verloningsbeleid en de ROA een overwegend negatief antwoord te geven. Het is daarom belangrijk om '*say on executive pay'* door de aandeelhouders verder uit te breiden, opdat hun stem niet verloren zou gaan. Cruciaal is hier dan wel een volledige transparantie inzake de remuneratie, zodanig dat zij gefundeerde beslissingen kunnen nemen en ook duidelijke meetbare en voldoende ruim opgevatte KPI's.

Gebrekkige transparantie

Deze transparantie rond zowel de verloning als de er aan ten gronde liggende KPI's bleek tijdens het onderzoeken van de jaarverslagen in functie van de empirische analyse soms onvoldoende. Zo was er soms sprake van niet of onduidelijk toegelichte waarden voor bepaalde vergoedingscomponenten, zodanig dat de totale compensatie bijgevolg moeilijk te definiëren viel. We formuleerden enkele eenvoudige aanbevelingen om tot een eenvormiger en transparanter communicatiebeleid te komen. In het belang van de aandeelhouders lijkt ons een verdere evolutie van de Belgische Corporate Governance Code 2009 als *soft law* naar *hard law* dan ook de beste oplossing om op lange termijn het camoufleren van de CEO compensatie - op welke manier dan ook - onmogelijk te maken.

Onduidelijke en enge KPI's

We stelden vast dat de meeste BEL-20 ondernemingen hun KPI's voor de variabele verloning niet vermelden en dat een nipte meerderheid er blijkbaar verder ook geen rekening mee houdt (getuige de beperkte resultaten bij de correlatie). Het lijkt ons dat de key performance indicators die gelinkt worden aan de STIP en LTIP beter geformuleerd zouden moeten worden. Bij gebrek aan meer inzicht gebruikten wij zelf

de ROA. Dit is echter een criterium dat weliswaar de aandeelhouders en schuldeisers sterk zal interesseren, maar andere stakeholders worden hiermee minder bediend. De maatschappelijke verantwoordelijkheid van een onderneming en duurzame waardecreatie zijn hot topics die in de toekomst op een of andere manier weerspiegeld zullen moeten worden in het verloningsbeleid. Het lijkt ons dat de Belgische bedrijven hier achterophinken. Het verloningsbeleid in grote delen van de organisatie moet gericht zijn op het halen van bepaalde "harde" resultaten, maar niet tegen elke maatschappelijke kost. Een meer holistische benadering van winstmaximalisatie waarbij alle stakeholders de revue passeren en waarbij duidelijk de focus ligt op lange termijn waardecreatie, in tegenstelling tot een winstgedreven korte termijn focus, lijkt ons het beste streefdoel. Bovendien is beurswaarde en dividendhoogte uiteindelijk voor slechts een beperkte groep van de stakeholders relevant en focust het daarnaast teveel op korte termijn resultaten. Bij de bepaling van de (variabele) verloning zou ook rekening gehouden kunnen worden met bepaalde *benchmarks* en *milestones* die voor een groter aantal mogelijke stakeholders relevant zijn. Zo mag wat ons betreft de aanwezigheid van het menselijk kapitaal, de verkleining van de ecologische voetafdruk en het innovatietraject ook in overweging genomen worden bij het verloningsbeleid. Aandeelhouders doen er goed aan om via de remuneratiecomités te zorgen dat de keuze en toepassing van zulke KPI's op de agenda komt van hun CEO's en senior managers. Uiteindelijk zijn zij, als eigenaar, het immers die de lange termijn koers van de onderneming bepalen. Vooralsnog lijkt het afdwingen van basisvereisten van degelijk bestuur zoals transparantie en een correlatie tussen verloning en resultaten prioritair te zijn voor de meerderheid van de BEL20-ondernemingen.

Verder onderzoek kan uitwijzen welke verklaringen er uit de theorie kunnen aangereikt worden om de systematische gebrekkige correlatie tussen prestatie en loon bij individuele bedrijven te verklaren. We denken daarbij aan de hierboven vermelde parameters zoals de organisatie van het remuneratie- en benoemingscomité en de rol van de CEO hierin; de aandeelhoudersstructuur; de implementatie van de corporate governance code; de aanwezigheid van consultants, de uitstraling (supersterstatus) van CEO's en tenslotte het gevaar voor vijandige overnames.

6. Literatuurlijst

Baeten, X. (2007). De vergoeding van managers. In T. Baelden, & L. Van Den Berghe, Vademecum van de bestuurder. Vademecum de l'administrateur (pp. 227-242). Mechelen: Wolters Kluwer Belgium.

Bebchuck, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. Journal of Economic Perspectives , 71-92.

Bebchuck, L. A., & Fried, J. M. (2004). Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part II: Power and Pay. Harvard University Press, 1-72. Beschikbaar op: http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/Performance-Part2.pdf

Bebchuck, L. A., & Grinstein, Y. (2005). The Growth of Executive Pay. Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series (510), 1-33.

Bebchuck, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. (2002). Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series , 1-43.

Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What Matters in Corporate Governance? Review of Financial Studies (22(2)), 783-827.

Belgische Corporate Governance Code 2009.Beschikbaar op: http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/corporate_governance_code/definitieve_code/

Bertrand, M. (2009). CEOs. The Annual Review of Economics , 1:1.1-1.29.

Bertrand, M., & Mullainathan, S. (1998). Executive Compensation and Incentives: The Impact of Takeover Legislation. NBER Working Paper 6830 , 1-29.

Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2001). Are CEO's Rewarded for Luck?: The Ones without Principals are. Quarterly Journal of Economics (116(3)), 901-932.

Borokhovich, K. A., Brunarski, K. R., & Parrino, R. (1997). CEO Contracting and Anti-Takeover Amendments. The journal of finance (52), 1503-1513.

Cools, K. (2005). Controle is goed, vertrouwen nog beter: over bestuurders en corporate governance (pp. 37-38). Assen: Koninklijke Van Gorcum.

Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. Journal of Financial Economics (51), 371-406.

Cyert, R. M., Kang, S.-H., & Kumar, P. (2002). Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence. Management Science (48(4)), 453-469.

Deloof, M., Manigart, S., Ooghe, H., & Van Hulle, C. (2008). Handboek Bedrijfsfinanciering: Theorie en praktijk. Antwerpen, België: Intersentia.

Frydman, C. (2008). Learning from the Past: Trends in Executive Compensation over the Twentieth Century. CESifo Working Papers (2460), 4-11.

Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO Compensation. CESifo Working Papers (3277), 16-23.

Guberna, & Ondernemingen, Verbond Van Belgische Ondernemingen. Onderzoek naar de naleving van de Belgische Corporate Governance Code 2009 bij de Bel-20 ondernemingen: Jaarverslagen 2011 (boekjaar 2010).
Beschikbaar op: http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/monitoring%20studies/NL%20Executive%20summary%202011_DEF.pdf

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review (76(2)), 323-329.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics (3(4)), 305-360.

Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). CEO Incentives - It's not how much you pay, but how. Harvard Business Review (3), 138-153.

Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. Journal of Political Economy (98), 225-264.

Jensen, M. C., Murphy, K. J., & Wruck, E. G. (2004, Juli). Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. Finance Working Paper Harvard University , 50-57.

Khurana, R. (2002). The Curse of the Superstar CEO. Harvard Business Review (80(9)), 60-66.

Maes, J. (2007). Hoe worden bestuurders benoemd? In T. Baelden, & L. Van Den Berghe, Vademecum van de bestuurder. Vade-mecum de l'administrateur (pp. 81-91). Mechelen: Wolters Kluwer.

Malmendier, U., & Tate, G. (2009). Superstar CEOs. The Quarterly Journal of Economics (124(4)), 1593-1638.

Martin, K. J., & McConnell, J. J. (1991). Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover. The journal of Finance (46(2)), 671-687.

Murphy, K. J. (1999). Executive Compensation. In Handbook of Labor Economics Vol. 3B, edited by Orley Ashenfelter & David Card (pp. 2485-2563). Amsterdam: Elsevier/North-Holland.

Rosen, S. (1981). The Economics of Superstars. The American Economic Review (71(5)), 845-858.

'Topsalarissen niet buitensporig'. (2011, December 13). De Standaard.

Verfaillie, G. (2010). Pay without performance: Bestuurders- & managementvergoedingen juridisch en vanuit governance perspectief. (Masterproef). Universiteit Gent, België.
Beschikbaar op: http://search.ugent.be/meercat/x/view/rug01/001458445

Wet 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector, Belgisch Staatsblad, 23 april 2010.

Wijnakker, F. (2011). Bestuurders- en managersremuneratie bekeken vanuit corporate-governanceperspectief met bijzondere aandacht voor clawback-clausules. (Masterproef). Universiteit Gent, België.
Beschikbaar op: http://lib.ugent.be/fulltxt/RUG01/001/787/198/RUG01-001787198_2012_0001_AC.pdf

Yermack, D. (1995). Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively? Journal of financial economics (39), 237-269.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. Journal of financial economics (40), 185-211.

7. Bijlagen

7.1 Detailoverzicht

7.2 Tabellen verloning

7.1 Detailoverzicht

Inbev

De transparantie wordt bemoeilijkt door het gebruik van zowel dollar als euro doorheen het verslag. LTIP en pensioenvoordelen worden in dollar weergegeven. De lezer moet zelf de omrekening maken naar euro van de in dollar aangegeven loonbestanddelen.

De transparantie wordt tevens bemoeilijkt door het opnemen van de waardering van de opties in de *financial statements* in plaats van bij de paragraaf waar de verloning ter sprake komt.

Voor 2010 werden er 117146 restricted stock units toegekend aan het senior management. Het is niet duidelijk wie wat kreeg en of de CEO hierbij hoort - we nemen aan van niet.

De extralegale voordelen aan de CEO worden niet gekwantificeerd. Het gaat om "the usual expatriate perquisites, such as a housing allowance in accordance with local market practices" (INBEV Jaarverslag 2010, p. 173)

In het verslag van 2009 wordt melding gemaakt van een "exceptional option grant". (INBEV Jaarverslag 2009, p. 173) De top van het bedrijf kreeg in totaal 28,4 miljoen aandelenopties, daarvan 3,5 miljoen voor CEO Brito. Brito's opties hebben heden een waarde van ongeveer 135 miljoen €. Met deze recordbedragen werd geen rekening gehouden in onze berekening omdat de opties pas in 2012 als verworven golden.

Wij gebruikten voor de waardering in euro de koersen per 31 december van het boekjaar zoals weergeven op de site van de Nationale Bank van België. (2009 = 0,694155 €; 2010 = 0,748391 €; 2011 = 0,772857 €)

http://www.nbb.be/belgostat/PublicatieSelectieLinker?LinkID=541000051%7C910000082&Lang=N

Akkermans VH

Pensioensvoorzieningen worden niet apart gewaardeerd maar zijn inbegrepen in de categorie "extra" (AVH 2011, p. 40).

De aangegeven *directors fee* van 30000 € voor boekjaar 2011 moet nog bij vast loon bijgeteld worden. (AVH 2011 p. 42) Dat geldt niet voor de *directors fee* van Sipef (21000 €) die in het verslag reed bij het variabel loon (STIP) is bijgeteld.

Voor boekjaar 2010 wordt over de hoogte van de Sipef *directors fee* niet gecommuniceerd. In 2009 is er geen sprake van Sipef in het verslag.

Voor zowel 2010 als 2009 bedroeg de *directors fee* voor AVH 25000 € (AHVH 2010, p. 97; AVHH, 2009, p.87) Ook in deze boekjaren zijn die bedragen niet bij het vast loon bijgeteld. Onze bedragen voor het vast inkomen zijn steeds met inbegrip van de *directors fee* van AVH.

Ageas

De berekening van de STI voor 2011 (142704 €) is redelijk complex weergegeven in het verslag (AEGEAS, 2011, p. 122. Voor boekjaar 2009 stelt bij AGEAS zich de moeilijkheid dat er twee CEO's actief waren. Op 1 juli werd Karel De Boeck opgevolgd door Bart De Smet. Omdat het ons eerder om de verloningscultuur in relatie tot bedrijfresultaten gaat, dan wel om de persoon van de CEO hebben we de totale vergoedingen voor het boekjaar 2009 van beide CEO's opgeteld met abstractie van buitengewone verloningsaspecten, meer bepaald de opstapvergoeding van De Boeck ten bedrage van 1200000€ (18 maanden basissalaris). Het vertrek van Karel De Boeck bracht ook eenmalig hoge pensioenkosten met zich mee van 358141€ voor de eerste zes maanden van 2009. Vergeleken met de 62500 € voor Bart De Smet tijdens de tweede helft van dit boekjaar is dit bedrag buitengewoon hoog. (AGEAS 2009 p.81-82)

Befimmo

Het rapport van Befimmo is erg transparant en eenvoudig. Voor de CEO worden "vergoedingen na uitdienststredingen" vermeld ten bedrage van 107383€. We namen dit bedrag op bij de pensioenkosten. (Befimmo 2011 p. 88.) Boekjaar 2010-2011 liep uitzonderlijk 15 maanden.

Bekaert

De CEO kreeg "overige contractuele vergoedingen" ten belope van 179792 € in 2010 en 173616 € in 2009 (Bekaert 2010 p. 103; Bekaert 2009, p. 107)

Het is moeilijk om vast te stellen wat de *fair value* is van de opties toegekend aan de CEO. Hoewel in de *financial review* getallen voorkomen, is het onduidelijk om uit te maken of deze bedragen slaan op de opties voor de CEO, dan wel op andere optieplannen. We hebben ze toegewezen aan de categorie extra/overige. In 2011 staat de waarde van de opties (17,85 €) in het rapport op pagina 48 (deel *financial review* van het jaarverslag). In het rapport 2010 wordt de waarde van opties vermeld in de toelichting op p. 176 (9,85 €). In 2009 staat de waarde van de opties op p. 173 (Bekaert 2009). Hier vinden we de vermelding: "de gewogen gemiddelde waarde per eenheid bedroeg 12,52". In het rapport van 2010 evenwel vinden we op pagina 176 een indicatie van 4,17€ voor een optie. We zijn uitgegaan van de waardering in het verslag van 2009 (12,52 €). Het is evenwel onzeker of dit bedrag juist is. Het zelfde geldt voor het aantal toegekende opties in 2009. In het verslag van boekjaar 2009 en dat van 2010 zijn afwijkende gegevens te vinden. Een en ander maakt het onmogelijk om zelfs maar bij benadering de juiste waarde van dit onderdeel van het verloningspakket in te schatten.

COFINIMMO

De waarde van de opties is transparant gecommuniceerd in het verslag (Cofinimmo 2011, p. 80) samen met het remuneratiepakket (p. 81). In het rapport 2010 staan de waarden op pagina 76 en 77. In het rapport 2009 staan de waarden op dezeflde pagina (p. 55).

DELHAIZE

Delhaize geeft een handig overzicht van de verloning van de laatste drie boekjaren. (Delhaize, 2011, p. 49) De *directors fee* bedraagt steeds 80000 €. De ltip bestaan uit stock options, restricted stock units, en perfomance cash grant. Het is erg moelijk om de stock options waardering terug te vinden. Bij de financial statements op p. 130 (Delhaize, 2011) vinden we de "weighed average fair values of options granted" (2011 = 8,62€ / 2010 = 9,73€ / 2009 = 10, 99€.) We gaan er van uit dat het deze bedragen betreft en niet de elders anders gewaardeerde US-based stock opties.

De manier waarop de LTIP-verloning is georganiseerd en weergegeven, is voor de niet-insider erg onoverzichtelijk. Er wordt onderscheidt gemaakt maar de bedragen voor de twee soorten stock option plannen moet men zelf proberen samenstellen wat niet evident is. We garanderen dan ook de correctheid van onze gegevens voor LTIP.

D'Ieteren

Over het algemeen is het rapport transparant en overzichtelijk. Mandaten van de CEO in dochterondernemingen worden mee vermeld. Opties worden direct in geldwaarde weergegeven via Black & Scholes. Via de website was het verslag 2009 niet raadpleegbaar (foutmelding). Dit werd door de auteurs gemeld waarop deze een papieren exemplaar toegezonden kregen. De bug werd evenwel niet hersteld.

Er is een opmerkelijk verschil in de waardering. In het verslag van boekjaar 2011 op p. 95 wordt in terugblik op 2010 voor de STIP het bedrag van 617994 € vermeld. In het originele rapport uit 2010 staat evenwel het bedrag 613274 €. Allicht is de waardering aangepast of werd een fout rechtgezet. We hebben ons voor het boekjaar 2010 gebaseerd op de cijfers die in rapport van boekjaar 2011 stonden gezien deze de laatste beschikbare zijn.

Een verdere afwijking geldt voor de LTI. In het verslag van boekjaar 2011 worden deze voor 2010 op 400000 gewaardeerd (D'Ieteren 2011, p. 95). In het rapport van 2010 (p. 130) zijn er twee bedragen namelijk "opties op d'Ieteren aandelen" 55440 € en "andere incentives op lange termijn" van 85386 €. Samen is dit 1400826 €. Een opmerkelijk verschil met de gegevens die in 2011 werden verstrekt. Allicht

is de waardering aangepast of werd een fout rechtgezet. We hebben ons voor het boekjaar 2010 gebaseerd op de cijfers die in rapport van boekjaar 2011 stonden gezien deze de laatste beschikbare zijn. In een e-mail van 16 augustus verzochten de auteurs D'Ieteren l om verheldering. Er kwam evenwel geen antwoord.
In het jaarverslag van boekjaar 2009 wordt het verloningspakket op pagina 108 gespecifieerd. De fair value van de toegekende opties staat elders in het verslag, namelijk op pagina 92.

ELIA
In het rapport van boekjaar 2011 worden de extra legale voordelen niet meer gewaardeerd. (Elia 2011, p.93) Voor "de andere voordelen die aan de leden van het directiecomité worden toegekend zoals (...) worden de regels toegepast die gelden voor alle kaderleden van de onderneming." (p.93) Vreemd want in verslag 2010 (p. 99) deed men nog wel de moeite om dit zo weer te geven.

GBL
Albert Frère werd geboren in 1926 wat het ontbreken van pensioenplan verklaart. Verder zijn er geen opmerkingen bij dit verslag.

KBC
In het rapport voor boekjaar 2010 (p. 94) staat bij "extra" het futiele bedrag 167 €. Indien men evenwel in een voetnoot kijkt, ziet men dat er nog een forfaitaire maandelijkse representatievergoeding van 400 euro is, plus hospitalisatie- en bijstandsverzekering en een bedrijfsauto. De waardering van deze voordelen wordt niet verder gegeven. In het rapport van boekjaar 2010 is er buiten de opmerking van bijkomende vergoedingen (KBC, 2010, p. 92) geen bedrag vermeld.
In het jaarrapport 2010 wordt er op pagina 92 melding gemaakt van een variabele vergoeding over het boekjaar 2010 (372059 €) en een prestatiegebonden variabele vergoeding over 2010 (106875 €). De helft van de vernoemde bedragen had in boekjaar 2011 uitbetaald moeten worden. Het andere deel nog later. Het directiecomité besliste evenwel om de verwerving door uitbetaling uit stellen. Van de vermelde bedragen is dus nog niets verworven. Om de eenvormigheid te bewaren nemen we deze bedragen niet op in de berekening.
Voor 2009 stelt zich de moeilijkheid dat er twee CEO's bij KBC actief waren. Tot 31 augustus was dit Andre Bergen, die vanaf 1 september werd opgevolgd door Jan Venhevel. Omdat het ons eerder om de verloningscultuur in relatie tot bedrijfresultaten gaat, dan wel om de persoon van de CEO hebben we de totale vergoedingen voor het boekjaar 2009 van beide CEO's opgeteld met abstractie van buitengewone verloningaspecten, meer bepaald de aanvullende pensioensverzekering van Bergen ten bedrage van 915389 €. Deze hebben we niet meegerekend gezien de eenmaligheid ervan (KBC 2009, p. 87)

GDF SUEZ

Een deel van de verloning voor 2011 heeft zijn oorsprong in 2010. Vandaar dat het verslag een onderscheid maakt tussen *amount due* en *amount paid*. Om de eenvormigheid te bewaren hebben steed het bedrag *amount paid* genomen (GDF Suez, 2011, p. 208). Er is geen duidelijke onderverdeling tussen STIP en LTIP dus hebben we alles onder STIP berekend (GDF SUEZ 2011, p. 208). De *directors fee* is in 2011 bij het *fixed income* bijgeteld. (GDF SUEZ 2011, p. 208)
In het rapport van boekjaar 2010 (GDF Suez 2010, p. 217) verschijnen de *directors fees* als aparte post in de verloningstabel.

Mobistar
Het jaarverslag bestaat uit enkele documenten. De voor ons relevante data komt uit de "Verklaring deugdelijk bestuur". In het verslag van 2011 (p. 8) staat een ondoorzichtige verklaring ivm voltijdse equivalenten.
Er is geen duidelijke onderverdeling tussen STIP en LTIP dus werd alles bij STIP berekend. (Mobistar 2011, p. 8). Het is voor de drie boekjaren (2011, 2010 en 2009) onduidelijk of er opties toegekend werden.
Voor boekjaar 2009 hebben we de herziene cijfers gebruikt zoals weergegeven in het rapport van 2010 van de verklaring inzake deugdelijk bestuur. (Mobistar 2010, p. 7)

Nyrstar

De rapportering is complex en ondoorzichtig. Op pagina 70 van het rapport van 2011 definieert Nyrstar de vier categorieën van verloning waaronder LTIP. In het overzicht op pagina 72 van dat rapport komt LTIP als enige term niet voor en spreekt men over "other components of the remuneration" waarbij ook extra's zoals "housing, representation, car and insurance" bijhoort. Het is onmogelijk om het bedrag op te splitsen. Onder de LTIP werden er 31929 share awards toegekend (Nyrstar 2010, p. 80) maar de waarde wordt op een andere plaats, namelijk op p. 151 vermeld (7,47€ monte carlo). Volgens die parameters hebben de *granted share award* die bij de LTIP horen een waarde van 238509,6€
Voor 2010 is de *average share price* 11,1 € (staat op pagina 151 van rapport 2011 en niet in het rapport 2010).
Voor 2010 wordt er geen LTIP vermeld (Nyrstar, 2010, p. 60). Toch lezen we op pagina 68 dat de CEO 10000 aandelen kreeg in het kader van een LTIP met een waarde van 111000 €
Evenmin worden de 10000 aandelen die de CEO in 2009 in het kader van een LTIP kreeg vermeld bij het overzicht van de verloning (Nyrstar 2009, p. 19 en p. 54)
In 2009 werden de pensioensvoorzieningen allicht bij de extra's opgeteld want er is geen aparte vermelding.

Solvay

In boekjaar 2011 werden 25000 opties met fair value van 13,53 € toegekend. Het gaat dus om 338250 €. Het heeft er alle schijn van dat deze in het rapport bij de STIP meegerekend worden (Solvay 2011, p. 113). We hebben het bedrag opgesplitst.
In boekjaar 2010 werden 25000 toegekend (Solvay, 2010, p. 195). In het verslag van 2011 (p. 113, staat de fair value van deze opties (15,58 €). In 2009 werden eveneens 25000 opties toegekend (Solvay, 2009, p. 169). Deze hadden een *fair value* van 19,85 € volgens het verslag van boekjaar 2011 (p. 113) Ook hier hebben we het bedrag opgesplitst.
In 2011 werden 55000 € "brutovergoedingen aan bestuurders" toegekend waarvan 20000 zitpenningen betaald. (Solvay 2011, p. 202) Ook in 2010 werden 50000 € brutovergoedingen aan de CEO toegekend waarvan 15000 € betaald als zitpenningen. (Solvay 2010, p. 192) In 2009 werden 55000 € brutovergoedingen aan bestuurders toegekend waarvan 20000 zitpenningen betaald. (Solvay, 2009 p.167) Het is onmogelijk om vast te stellen of en waar deze in de verloningsgrid werden opgenomen. We hebben verder geen rekening gehouden met dit bedrag. De waardering van de opties is niet doorzichtig weergeven en vraagt wat zoek- en rekenwerk.

Telenet

In het rapport van boekjaar 2011 wordt op p. 61 melding gemaakt van het feit dat "de ceo een aanzienlijk bedrag" zal schenken aan de "Telenet Foundation. Voor 2011 gaat het om"50% van zijn nettobonus in geld."
In boekjaar 2010 werden 290323 opties toegekend met waarde van 10,18 (2955488 € LTIP) (Telenet 2011, p 109-11) De opties werden geherwaardeerd naar aanleiding van een kapitaalvermindering. We hebben ervoor gekozen om deze bedragen bij 2010 te behandelen hoewel de verworvenheid pas definitief bekrachtigd werd in 2011.
In 2011 werden 232258 aandelenopties met een *fair value* van 15,31 € toegekend (3555867 €).

UCB
Om de eenvormigheid te bewaren werden voor het boekjaar 2011 enkel de effectief uitbetaalde STIP meegerekend. (UCB 2010, p. 60) Deze bonus is in feite gebaseerd op 2010. Hetzelfde geldt mutatis mutandis voor de boekjaren 2010 en 2009. De *directors fee* van 67000€ (UCB 2011, p. 18; 2010, p. 57; 2009, p. 12) dient nog bij het vast salaris bijgeteld te worden.

UMICORE

Bij Umicore wordt een deel van de uitkering van STIP uitgesteld. Wij baseren ons voor de omvang van het STIP op de bedragen vermeld in het respectievelijke verslag van het betreffende boekjaar ongeacht het feit dat een deel er van in een vorig boekjaar verdiend werden. Zo werd in boekjaar 2011 125000 als uitgetelde bonus 2010 betaald. (Umicore 2011, p. 149-150) In het rapport van boekjaar 2010 vinden we (p. 130) ook nog de vermelding "waarde van de in 2011 toegewezen aandelen". Dit bedrag van 113898 € dient dus nog bij het LTIP van 2011 geteld te worden. In boekjaar 2009 was er geen LTIP voorzien.

7.2 Tabellen verloning

		2011	2010	2009
ABINBEV	VAST	1160000	1240000	1080000
	STIP	3160000	3130000	3010000
	LTIP	3238333	2984879	1854689
	EXTRA			
	PENSIOEN	185486	209549	145773
	TOTAAL	7743819	7564428	6090462
AKKERMANS	VAST	681212	640424	640424
	STIP	596270	539155	396085
	LTIP	94265	875666	0
	EXTRA	108559	105383	105977
	PENSIOEN	0	0	0
	TOTAAL	1480306	2160628	1142486
AGEAS	VAST	500000	500000	532292
	STIP	142704	142875	0
	LTIP	56250	0	0
	EXTRA	64234	60816	0
	PENSIOEN	196437	125000	420641
	TOTAAL	959625	828691	952933
BEFIMMO	VAST	422500	302500	280000
	STIP	150000	150000	150000
	LTIP	0	0	0
	EXTRA	46742	25384	0
	PENSIOEN	107383	90473	87447
	TOTAAL	726625	568357	517447
BEKAERT	VAST	831000	694038	669768
	STIP	715000	475000	470000
	LTIP	535500	285900	125200
	EXTRA	75500	179792	173616
	PENSIOEN	162000	0	0
	TOTAAL	2319000	1634730	1438584
BELGACOM	VAST	938591	914708	985721
	STIP	712056	736046	481428
	LTIP	474330	465006	475972
	EXTRA	9663	9732	10177
	PENSIOEN	109440	108301	106860
	TOTAAL	2244080	2233793	2060158

COFINIMMO	VAST	347000	347000	347000
	STIP	190490	212900	137427
	LTIP	56613	8900	92916
	EXTRA	91763	93366	70363
	PENSIOEN	42000	30000	30000
	TOTAAL	727866	692166	677706
DELHAIZE	VAST	970000	950000	940000
	STIP	660000	680000	590000
	LTIP	1383129	1639867	2011403
	EXTRA	60000	60000	60000
	PENSIOEN	740000	560000	430000
	TOTAAL	3813129	3889867	4031403
DIETEREN	VAST	1035555	1101607	1211293
	STIP	720000	617994	652235
	LTIP	450000	400000	134260
	EXTRA	91445	111092	
	PENSIOEN	0	0	
	TOTAAL	2297000	2230693	1863528
ELIA	VAST	384831	353915	348147
	STIP	178435	175581	190114
	LTIP	0	218213	0
	EXTRA	NIET TRANSPARANT	31749	32466
	PENSIOEN	102096	94033	94450
	TOTAAL	665362	873491	665177
GBL	VAST	2896200	2896200	2496200
	STIP	0	0	400000
	LTIP	1162406	845285	1020501
	EXTRA	4758	3177	13286
	PENSIOEN	0	0	0
	TOTAAL	4063364	3744662	3929987
GDF SUEZ	VAST	1400000	1400000	1400000
	STIP	1917099	1935266	1830360
	LTIP			
	EXTRA	5469	5469	3227
	PENSIOEN			
	TOTAAL	3322568	3340735	3233587
KBC	VAST	727605	712500	700399
	STIP	0	0	0
	LTIP	0	0	0

	EXTRA	167	0	0
	PENSIOEN	106321	55225	0
	TOTAAL	834093	767725	700399
MOBISTAR	VAST	289413	340000	322405
	STIP	534835	727079	354678
	LTIP			
	EXTRA	12782	19731	12433
	PENSIOEN	54367	64575	64955
	TOTAAL	891397	1151385	754471
NYRSTAR	VAST	730164	557913	532039
	STIP	620639	361444	210988
	LTIP		111000	?
	EXTRA	892121	162430	939116
	PENSIOEN	208435	121726	
	TOTAAL	2451359	1314513	1682143
	VAST	776804	776804	776804
SOLVAY	STIP	617219	537125	1244
	LTIP	338250	389500	496250
	EXTRA	22402	15676	18601
	PENSIOEN	229481	250000	222907
	TOTAAL	1984156	1969105	1515806
TELENET	VAST	765000	745500	745500
	STIP	670000	650000	782775
	LTIP	3555867	2955488	1916700
	EXTRA	116594	112999	73154
	PENSIOEN	47716	46370	?
	TOTAAL	5155177	4510357	3518129
UCB	VAST	1353081	1336261	1306303
	STIP	722716	738995	751119
	LTIP	1149108	1326790	880894
	EXTRA	542420	476751	295609
	PENSIOEN	1448889	1292501	1122943
	TOTAAL	5216214	5171298	4356868
UMICORE	VAST	520000	500000	50000
	STIP	380000	240000	250000
	LTIP	1111098	462600	0
	EXTRA	30747	28196	26275
	PENSIOEN	235808	225783	234762
	TOTAAL	2277653	1456579	561037