

Center Applied Research

Personeelsopties

Ontwikkelingen, economische prestaties, winstvertekening en externe verslaggeving van Nederlandse beursondernemingen

Onderzoek verricht door Center Applied Research

Universiteit van Tilburg

Financieel ondersteund door:

ABP, PGGM en SCGOP

Tilburg, mei 2003

Leden van het onderzoeksteam:

Prof. dr. P.J.W. Duffhues (Hoogleraar Financiering, Universiteit van Tilburg)

Prof. dr. R. Kabir (Universitair Hoofddocent Financiering, Universiteit van Tilburg; Gastprofessor Empirische Bedrijfsfinanciering, Universiteit van Antwerpen)

Prof. dr. G.M.H. Mertens (Hoogleraar Financial Reporting and Analysis, Erasmus Universiteit Rotterdam)

Met dank aan dr. P.M.L. Frentrop voor externe ondersteuning bij de datacollectie, drs. J. Qian voor onderzoeksassistentie en de student-assistenten J. Dickhoff, P. Dietvorst, M.de Jager, E.van Kessel en T. Rovers van de Universiteit van Tilburg voor werkzaamheden verricht in het kader van de opbouw van de optie-databank.

Correspondentie-adres:

Departement Financiering, Universiteit van Tilburg, Postbus 90153, 5000 LE Tilburg.
Tel. 013 - 4663025

Management Summary

Dit rapport bevat een tamelijk uitgebreid verslag van een onderzoek dat, met welwillende financiële ondersteuning van de pensioenfondsen ABP, PGGM en de SCGOP, is ingesteld naar de ontwikkelingen op het gebied van personeelsoptieregelingen in Nederland in de jaren 1998 tot en met 2000 en tegen de achtergrond van de internationale ontwikkelingen op dit gebied. Daarbij is kennisneming van de in de laatste jaren explosief gegroeide internationale literatuur onontbeerlijk. Het onderwerp van de optieregelingen staat in nauwe relatie met het onderwerp van de corporate governance en daarbinnen met het beloningsbeleid in het algemeen, in het bijzonder van het leidinggevend personeel. Dat betekent dat een grote mate van concentratie van aandacht op optieregelingen het zicht kan belemmeren op de plaats van optieregelingen bij de verwerving van het totale inkomen. Het zal duidelijk zijn dat opties daarbij gemakkelijk als substituut voor andere inkomenscomponenten kunnen fungeren en daardoor gemakkelijk als flexibel inzetbaar beloningsinstrument kunnen worden gebruikt met het doel om het totale inkomen te beïnvloeden. De literatuur besteedt in toenemende mate aandacht aan deze relatieve positie van optieregelingen in het totale inkomen. In dit rapport wordt aan deze ontwikkeling ruime aandacht besteed in het, vooral literatuurgeoriënteerde, hoofdstuk 2.

Het rapport is als volgt opgebouwd. In hoofdstuk 1 wordt eerst beschreven welke doelen bij het onderzoek voor ogen stonden. Deze doelen werden afgestemd op de wensen van de financieel ondersteunende instellingen. Centraal in het wensenpakket van alle betrokkenen stonden twee subdoelen. In de eerste plaats was dit een deelonderzoek naar de relatie tussen de verstrekking van opties en de economische prestaties van ondernemingen. Het verslag hiervan is het onderwerp van hoofdstuk 3. In de tweede plaats bestond behoefte aan inzicht in de aard en de omvang van de winstvertekening als gevolg van het niet boeken van de kosten van personeelsopties in de verlies- en winstrekening van ondernemingen. Dit onderzoek is verwoord in hoofdstuk 4. Bij beide deelonderzoeken was de kwaliteit van de berichtgeving van ondernemingen buitengewoon belangrijk omdat de data werden ontleend aan de jaarverslagen 1998 tot en met 2000. In dat kader werd naar de wet- en regelgeving terzake van personeelsopties een afzonderlijk onderzoek ingesteld met als pendant een deelonderzoek naar het feitelijk gedrag van ondernemingen i.c. naar geconstateerde afwijkingen van de wet- en regelgeving (zogenaamde pijnpunten) onder een aantal AEX-fondsen. Dit verslaggevings-

onderzoek was het onderwerp van hoofdstuk 5. Hoofdstuk 6 tenslotte bevat een samenvatting en formuleert conclusies. Met een overzicht van geraadpleegde literatuur wordt het rapport afgesloten.

Belangrijke conclusies uit dit rapport zijn:

- Aandelenopties hebben zich ontwikkeld tot de grootste component van de totale beloning in de VS waardoor de welvaart van de CEO en van de aandeelhouders in sterke mate zijn gerelateerd. In Europa is dezelfde ontwikkeling traceerbaar zij het in meer gematigde vorm. Nederland loopt niet uit de pas in vergelijking met landen als het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk.
- In verschillende studies naar de relatie tussen opties en economische prestaties wordt een positieve maar in vele andere wordt een negatieve samenhang aangetroffen. Vaak wordt ook in het geheel geen samenhang aangetroffen. Dit alles hangt mede samen met de keuze van de maatstaf van de economische prestaties en het tijdstip waarop de prestatie zou moeten zijn geleverd. Dit wisselend beeld dat ook uit hoofdstuk 3 van dit rapport opstijgt en dat het agencymotief tot verlening van opties ondergraaft, is bovendien niet eenduidig te interpreteren bijvoorbeeld omdat opties ook onder invloed van andere dan prestatiegerelateerde factoren kunnen worden verleend. Gedacht kan worden aan een gunstige timing van beloningcontracten zonder enige performanceverbetering.
- Optieregelingen kunnen in de gangbare vorm de risico-afkeer van managers onderdrukken zodat het risico voor de onderneming extreme vormen kan aannemen.
- Opties hebben vooral positieve waarde als instrument om waardevolle medewerkers aan te trekken en te binden aan de onderneming.
- Ook spelen opties een positieve rol in ondernemingen die kampen met een zekere mate van financiële krapte doordat arbeidskosten in feite worden uitbetaald in papieren vorm en daardoor de cash flow verhogen.
- Opties creëren verslaggevingsvoordelen doordat de winst volgens de gangbare regels niet hoeft te worden gecorrigeerd voor de kosten van de verleende opties. Ook wordt de schuld wegens verleende opties niet geboekt waardoor de vermogensstructuur van de onderneming onjuist wordt voorgesteld.

- De mate van winstvertekening als gevolg van het niet boeken van optiekosten was bij de AEX- en de MidKap-fondsen in 1998 en 1999 gemiddeld zeer beperkt maar groeide snel in 2000 tot ongeveer 5%. Het maximum bij een individueel fonds bedroeg echter 180%.
- De geaggregeerde winstvertekening bedroeg in 1998 nog slechts € 0,6 miljard maar groeide tot € 1,6 miljard in 2000. Indicaties voorspellen dat deze trend zich in 2002 heeft voortgezet.
- Fiscaal worden opties in Nederland begunstigd door een relatief vriendelijke forfaitaire belasting in de sfeer van de inkomstenbelasting. Hierdoor is zeker voor een deel de groei van de optieregelingen te verklaren.
- Het verdient aanbeveling om naast de standaardvorm van een personeelsoptie waarvan de bezitter een direct belang heeft bij het niveau van de dagkoers van een aandeel, nieuwe vormen te ontwikkelen waarbij de uitoefening plaats vindt op basis van een gemiddelde aandelenkoers gedurende een lange periode zodat de verantwoordelijkheid voor alle aandelenkoersen wordt ingebouwd in het stelsel, niet slechts de topkoersen waarvan men snel gebruik kan maken. Een dergelijke nieuwe optievorm zou fiscaal echter minder moeten worden gediscrimineerd dan nu nog onbedoeld het geval is.
- De externe berichtgeving over optieregelingen laat op vele punten te wensen over zoals blijkt uit het overzicht van de pijnpunten in hoofdstuk 5 van dit rapport.

Inhoudsopgave

	Blz.
Management Summary	iii
Hoofdstuk 1 Inleiding en probleemstelling	1
Hoofdstuk 2 Personeelsopties in ontwikkeling	4
Hoofdstuk 3 Personeelsoptieregelingen, ondernemingskenmerken en economische prestaties	47
Hoofdstuk 4 Personeelsopties en de mate van winstvertekening	107
Hoofdstuk 5 Personeelsopties en externe verslaggeving	145
Hoofdstuk 6 Samenvatting en conclusies	165
Literatuur	173

Hoofdstuk 1

Inleiding en probleemstelling

Een onderwerp dat binnen het geheel van corporate governance vraagstukken in het voorbije decennium een vooraanstaande rol heeft gespeeld en nog steeds speelt, is de beloning van het top personeel en overige medewerkers door middel van aandelenopties. Een van de redenen voor deze aandacht is de omstredeheid van aandelenopties als beloningsinstrument, vooral voor managers. Een andere reden is de betrekkelijke onbekendheid van aandelenopties als financieel instrument voor de onderneming die de optie toekent.

Veel is dan ook, vooral sinds medio 2000 toen het algemene koerspeil van de aandelen van ondernemingen na een jarenlange stijging begon te dalen, geschreven over de vraag of de aandelenoptieregelingen voor topmanagers van ondernemingen de toets der kritiek konden doorstaan. Excessieve beloningsniveau's in het algemeen maar in het bijzonder wanneer die vlak voor een faillissement van de onderneming optraden, zijn daarbij geduid als onaanvaardbare excessen van het kapitalistische stelsel¹. Ook in het eind 2002 verschenen evaluatierapport "Corporate Governance in Nederland 2002" van Peters, Moerland en Frentrop (2002) wordt kritiek geuit op het soms extreme beloningsniveau van topmanagers in Nederland. In het kader van dit onderwerp wordt wel onderscheid gemaakt tussen het meer extreme Amerikaanse kapitalisme en het meer sociale Europese kapitalisme. Verschillende auteurs en commentatoren voegden hieraan echter onmiddellijk toe dat ook in Europa zich extreme beloningen en beloningsprocedures voordeden of nog kunnen voordoen.

Personeelsopties waren echter ooit bedoeld als prikkels tot betere prestaties en meer binding van managers en andere medewerkers aan de onderneming. Opties zouden een relatie creëren tussen beloningsniveau en economische prestaties en de belangentegenstelling tussen

¹ Van de vele mogelijke voorbeelden worden hier genoemd de opbrengst van \$ 500 mln. uit verkochte aandelen in de twee jaren die vooraf gingen aan het faillissement van de Amerikaanse onderneming Global Crossing door Gary Winnick; de ongeveer \$ 220 mln. die Kenneth Lay, CEO van het Amerikaanse Enron, incasseerde voor zijn aandelen; de \$ 35 mln. die Scott Sullivan, CFO van het Amerikaanse WorldCom, ontving en de \$ 75 mln. die Kenny Harrison, een toezichthouder bij Enron, ontving. Ook kan worden gewezen op de meer dan riant pensioen- en andere regelingen die sommige topmanagers zich hadden toegeëigend, veelal zonder deze te publiceren in het jaarrapport (Bron: The Economist, November 30th-December 6th, 2002, blz 64).

managers en aandeelhouders verminderen. Dat zou vooral nuttig zijn als de macht van het management groot is bijvoorbeeld omdat de aandelen in sterke mate zijn gespreid en/of de onderneming over veel beschermingsmaatregelen beschikt. In beide gevallen is de macht van de aandeelhouders beperkt. Vanuit de geschetste gedachte zijn opties op ruime schaal tot leven gebracht, vooral in de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw. Eigenlijk werd destijds weinig kritiek geuit op deze vooral in Europa betrekkelijk nieuwe beloningscomponent. De vraag rijst dan ook of, waar en waarom het mis ging met personeelsoptieregelingen in de jaren negentig en de eerste jaren van het nieuwe millennium, ook in Nederland. Daarnaast is de vraag relevant of er mogelijk een geschikt alternatief is voor de standaardoptie als beloningsinstrument.

Dit rapport doet verslag van onderzoek naar personeelsoptieregelingen in Nederland over de jaren 1998 tot en met 2000. Het onderzoek betreft alle beursfondsen van Euronext Amsterdam met uitzondering van beleggingsfondsen. Het aantal ondernemingen dat is onderzocht is elk jaar verschillend als gevolg van nieuwe beursnoteringen, fusies en overnames, liquidaties en faillissementen.

Het verrichte onderzoek dat deel uitmaakt van een meer omvattend onderzoek, is mede mogelijk gemaakt door financiële ondersteuning van de pensioenfondsen ABP en PGGM en de Stichting Corporate Governance Onderzoek Pensioenfondsen (SCGOP). Met specifieke wensen van betrokken partijen is rekening gehouden bij de opzet en de uitvoering van dit onderzoek zoals de zgn. pijnpuntenlijst in hoofdstuk 5.

Het onderzoeksrapport omvat de volgende vier componenten:

1. het opbouwen van een optiedatabase voor de jaren 1998 tot en met 2000 waarin de beschikbare kwalitatieve en kwantitatieve informatie over opties in jaarverslagen van beursfondsen wordt opgenomen;
2. het onderzoek naar de relatie tussen de verstrekking van opties en de economische prestaties van ondernemingen;

3. het onderzoek naar de invloed van de kosten van opties op de winsten van de betreffende ondernemingen;

4. het opstellen van een zogeheten pijnpuntenlijst van knelpunten die blijken uit de vergelijking van de wettelijke en andere bepalingen inzake de rapportage over personeelsopties in het jaarverslag en de feitelijke rapportage, met bijzondere aandacht voor de Algemene Vergadering van Aandeelhouders in het voorjaar van 2002.²

De rest van dit rapport is als volgt opgebouwd. Hoofdstuk 2 bevat een algemene beschouwing over ontwikkelingen op het gebied van personeelsopties die is gebaseerd op literatuur en praktijk. In hoofdstuk 3 wordt een beschrijvende analyse van de optie- en ondernemingskenmerken van de ondernemingen besproken en wordt de relatie tussen de opties en de economische prestaties van ondernemingen onderzocht. Hoofdstuk 4 analyseert de mate van winstvertekening door de beperkte openheid over de kosten van verleende opties. Hoofdstuk 5 bevat de pijnpunten-analyse en beschrijft aanvullend de verhouding van de tekortschietende verslaggeving en de tekortschietende financiële analyse van optie-informatie. Het rapport eindigt in hoofdstuk 6 met een samenvatting en conclusies annex literatuuroverzicht.

² Hoewel dit deel van het onderzoek reeds geruime tijd geleden is verricht, maakt het wel deel uit van de rapportage.

Hoofdstuk 2

Personeelsopties in ontwikkeling

2.1 Inleiding

Managers van ondernemingen hebben als taak om in een gezonde en vooral ook fatsoenlijke wedijver met collega's van soortgelijke ondernemingen doorlopend keuzes te maken uit verschillende opties over ondernemingsproblemen zodanig dat zij tot de besten behoren onder hun gelijken. Het uiteindelijke bewijs voor individueel en maatschappelijk succes wordt geleverd door een bepaald goed of portefeuille van goederen bij gegeven prijs voor het eindprodukt of -dienst en binnen de daarvoor gestelde kaders tegen de laagste kostprijs voort te brengen. Slaagt het management daarin dan praktizeert het daarmee wat in essentie 'maatschappelijk ondernemen' is. De genoemde keuzes krijgen gestalte in ondernemingsactiviteiten in velerlei vorm zoals het maken van allerlei afwegingen over uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling, marketing, investering, outsourcing en financiering. Managers worden voor hun taken en inzet beloond door de onderneming die daardoor minder kan besteden aan de geldstromen in de richting van de andere participanten in de onderneming zoals afnemers, leveranciers en vermogensverschaffers. In deze allocatie van geldstromen zijn sommige partijen geprivilegieerd ten opzichte van anderen zoals het management en de crediteuren ten opzichte van aandeelhouders. De beloning (tegenwoordig ook wel compensatie genoemd) van het management komt hierdoor feitelijk ten laste van de houders van de residuele claims, in casu de houders van gewone aandelen. Dit noopt, gegeven de scheiding van leiding en eigendom in publieke ondernemingen, tot het uitoefenen van toezicht op het beloningsniveau en de beloningsstructuur.

Onder beloningsstructuur wordt verstaan het geheel van de verschillende mogelijke vormen van beloning. Vormen van beloning zijn: a) een vast basissalaris b) een bonus c) een aandeelgebaseerde beloning en d) overige componenten. Het vaste salaris en de bonus wordt gewoonlijk in de geldvorm betaald. Aandeelgerelateerde beloningsvormen kunnen in papieren vorm worden uitbetaald (aandelen, aandelenopties en in aandelen converteerbare effecten) of in contanten (zoals Stock Appreciation Rights). 'Overige' componenten zijn onder andere voordelen uit goedkope (eventueel renteloze) leningen.

Om te bereiken dat het management zich de nodige zelfbeperkingen oplegt in haar eigen beloning, ook wanneer deze door commissarissen wordt vastgesteld, is het zaak om ontvreemding door het management te voorkomen en de waarde van de residuele claims van de aandeelhouders medebepalend te doen zijn voor de compensatie van de managers (en het overig personeel). Met deze koppeling kan worden voorkomen dat de waarde van de gewone aandelen straffeloos kan worden aangetast doordat wel beloning wordt betaald maar voldoende inzet ontbreekt. De relatering van de beloning aan de marktwaarde van de aandelen is daarom als algemeen uitgangspunt voor het vorm geven van de beloningsstructuur niet onlogisch. Deze relatering is in zekere zin dan ook een verzekering tegen overmatige behartiging van het eigenbelang door de managers.

Een gebruikelijke vorm die hiervoor ook in Nederland in zwang is geraakt, is de personeelsoptie. Aandelenopties zijn de snelst gegroeide component van de beloning van topmanagers hoewel veel minder in Europa dan in de Verenigde Staten (Conyon en Murphy, 2002). Dit hoofdstuk is niet gewijd aan de maatschappelijk actuele vraag naar de aanvaardbaarheid van het niveau van gerealiseerde optiewinsten maar wel aan de vraag of deze beloningsvorm een geschikte of 'efficiënte' beloningsvorm is.³ In de kern wordt hiermee bedoeld de vraag of personeelsopties het best beschikbare instrument zijn om het gestelde doel te bereiken. Het antwoord zal ontkennend zijn. Vervolgens zal een alternatieve beloningsvorm worden aangereikt dat meer uitzicht biedt op het realiseren van het gestelde doel.

Het hoofdstuk is als volgt ingedeeld. In paragraaf 2.2 worden diverse tot nu toe onderbelichte aspecten van de gangbare personeelsoptie besproken zoals de keuze van de onderliggende waarde, de wijze van betaling van de optieprijs door de werknemers, het karakter van opties als moderne vermogensaanwasdeling, de onzekerheid voor de beide contractanten en het karakter van de kosten van opties als arbeidskosten. Onder andere gaat de aandacht uit naar het incentive-effect en het vermogensaanwasdelingseffect van opties. De aandeelhouders blijken na optieverlening uiteindelijk het risicoprofiel van een geschreven putoptie in te nemen. In paragraaf 2.3 komt opnieuw het agencyconflict aan de orde met aandacht voor verschillende mogelijke oplossingsmethoden zoals gedwongen aandeelhouderschap van

³ Voor andere aspecten van personeelsopties wordt verwezen naar het speciale nummer van het tijdschrift Accounting van oktober 2001.

managers en verlies- en winstbeperkende optietechnieken. Paragraaf 2.4 bespreekt enkele algemene problemen van disciplinerend gedrag van managers en de vraag wanneer sprake is van verwijtbaar gedrag gelet op de zogenaamde 'niet-beheersbare' determinanten van de aandelenkoers. In paragraaf 2.5 wordt besproken welke voor- en nadelen het koppelen van de toekenning van opties aan de prestaties van een 'peer group' heeft. Deze indexering wordt door sommigen als een verbeterd governance mechanisme gezien. Ook worden in deze paragraaf de voor- en nadelen van een nieuw type optie besproken waarbij de afrekening van de optiewinst in contanten plaats vindt door de onderneming zelf; de optiewinst is daarbij het verschil tussen de gemiddelde beurskoers voor de betrokken medewerker en diens uitoefenprijs. De gemiddelde beurskoers wordt berekend over een bepaald deel van de arbeidsperiode sinds het intreden in de onderneming. Onderzocht wordt of deze optie een nuttige, meer 'efficiënte' bijdrage levert aan de doelen van de contractanten, in het bijzonder de onderneming zelf. In paragraaf 2.6 wordt aandacht besteed aan recente internationaal literatuur met als resultaat een nieuwe schema voor de belangrijkste vormen van variabele beloningen en de verspreidingsgraad van deze beloningen. Bovendien komen de performance-maatstaven aan de orde. In paragraaf 2.7 wordt een aantal verklaringen gegeven voor het verschil in populariteit van optieregelingen tussen de VS en Europa. De relatie tussen beloning en economische prestaties wordt besproken in het licht van de efficiënte markttheorie in paragraaf 2.8. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een samenvatting en conclusies in paragraaf 2.9.

2.2 De personeelsoptie

2.2.1 De onderliggende waarde: aandelen?

Wanneer managers opties verwerven van hun onderneming zijn dit in het algemeen call opties op de eigen aandelen van het bedrijf in kwestie. Zij verwerven hiermee een kooprecht op de aandelen van de onderneming. Dit recht kan onder een aantal voorwaarden gedurende een bepaalde periode worden uitgeoefend. Denkbaar is echter ook dat het kooprecht wordt verleend op een andere onderliggende waarde als object, bijvoorbeeld op de kredietwaardigheid van de onderneming of op de reputatie als goed werkgever of als inachtnemer van de regels voor corporate governance. Zo zou een koopoptie op de kredietwaardigheid het effect kunnen oproepen dat het management een meer restrictief

gedrag vertoont ten aanzien van het aantrekken van vreemd vermogen zodat faillissementskosten worden verlaagd. De managers zouden voor dit gedrag worden beloond in de vorm van een waardestijging van hun 'kredietwaardigheidsopties'. Goed werkgeverschap en kwalitatief hoogstaande corporate governance zou op vergelijkbare wijze kunnen worden gehonoreerd. Voorzover bekend, komen deze vormen in de praktijk echter (nog) niet voor.⁴ Wij zullen ons daarom beperken tot opties op aandelen. Meestal zijn dit de aandelen van de moederonderneming maar nodig is dat niet. Werkmaatschappijen kunnen ook opties verlenen op hun aandelen.⁵

2.2.2 De betaling van de koopprijs van de optie bij toekenning

In ruil voor het verwerven van het kooprecht op de aandelen betalen de ontvangers van opties gewoonlijk niet daadwerkelijk een optiepremie in contanten zoals wel het geval is bij de aankoop van een gewone optie op de beurs. Dat wil uiteraard nog niet zeggen dat de optie gratis wordt verleend. De tegenprestatie bestaat in het op andere wijze presteren zoals het afzien van een deel van het bestaande salaris of een toekomstige salarisverhoging, een bonus of een andere 'benefit'. Impliciet betaalt de werknemer dus wel voor zijn optie. Alleen de vorm van de beloning verschilt, economisch is de waarde van de arbeid tenminste hetzelfde als bij betaling in contanten, anders zal de werknemer de optie weigeren. Door de toekenning van opties wordt bereikt dat de managers mogelijk kunnen delen in een gunstige gang van zaken hetgeen in dat geval wordt onttrokken aan de aandeelhouders, die een lager rendement ontvangen dan zonder deze 'verpakte' arbeidsbeloning. Daartegenover staat dat de werknemer het risico loopt dat zijn optie waardeloos wordt.

2.2.3 De optie als optimale vorm van vermogensaanwasdeling ter disciplinerend

De personeelsoptie houdt economisch gezien in feite in het afzien van een contante beloning van arbeid en het vervangen hiervan door een toekomstige onzekere beloning in de vorm van verwachte koersappreciatie. De optie is derhalve een beloningsvorm in de verpakking van een

⁴ Optieregelingen maken deel uit van de algemene corporate governance-problematiek van beursfondsen. Het zou daarom niet onlogisch zijn om opties in te stellen op basis van de Corporate Governance Rating van de onderneming. Deze ratings kunnen worden verstrekt door een speciaal op te richten ratinginstituut.

⁵ De onderneming UPC heeft bijvoorbeeld een optieregeling bij een van haar werkmaatschappijen waarbij de aandelen van de werkmaatschappij kunnen worden gekocht. Helaas worden de kosten niet geboekt (Jaarverslag 2000).

vermogensaanwasdeling. Het systeem werkt aldus: indien geen koersaanwas dan geen vermogensaanwasdeling; indien anderzijds excellente groei van de beurskoers, dan ook een excellent optieresultaat. De afstemming van belangen van aandeelhouders en managers lijkt hiermee afdoende geregeld en op zichzelf voor weinig kritiek vatbaar. Opties zouden dan met name moeten worden toegekend als de spreidingsgraad van de aandelen groot is (bijvoorbeeld in de USA) en/of de beschermingsconstructies hecht zijn opgetrokken (bijvoorbeeld in Nederland). Het totale inkomen van de managers zou in gevallen als deze relatief meer moeten bestaan uit aandeelgebaseerde componenten zoals aandelen en opties (de zgn. 'pay-for-performance' gevoeligheid van het managersinkomen)

De beurskoers kan echter door het management op meerdere manieren worden beïnvloed hetzij door toegewijd en slim te werken hetzij door listigheid. Het gevaar bestaat dat de beurskoers door het management wordt gestimuleerd op oneigenlijke gronden. Daartoe rekenen we elke activiteit waarvan de contante waarde negatief is bijvoorbeeld een zwakke of overmatig riskante investering of het plegen van fraude met de boekhouding. Ook kan het management in de verleiding komen de dividendpolitiek te herzien ook als dat door aandeelhouders niet wordt nagestreefd en/of om aandelen in te kopen in plaats van dividenden uit te keren (Duffhues, 2000). Tenslotte kan de toekenning van opties ook afhankelijk worden gesteld van boekhoudkundige grootheden zoals de groei van het balanstotaal of de groei van de winst per aandeel die relatief gemakkelijk beïnvloedbaar zijn door het management.

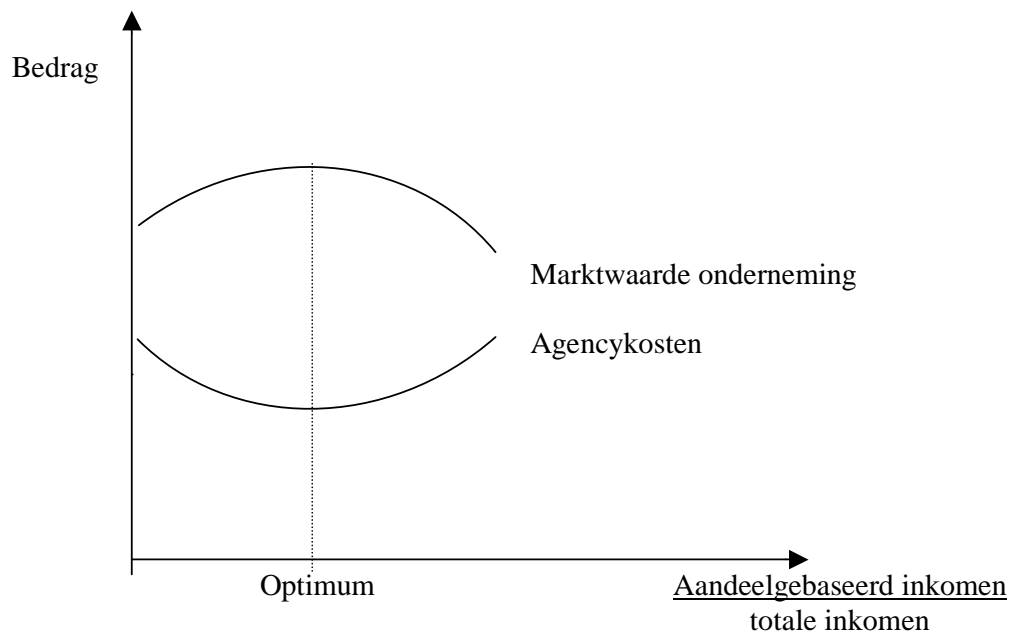
2.2.4 Onzekerheid voor contractanten

De onzekerheid is voor beide partijen groot. De onderneming verwacht dat de managers een meer toegewijd gedrag vertonen door extra inzet en/of een continuering van het arbeidscontract. Dit is het verwachte incentive- en bindingseffect van de optieverlening. Zekerheid daarover bestaat echter allerminst omdat de werkgever een impliciet contract aangaat. Het is nu eenmaal onmogelijk om tot in finesses het verwachte gedrag van de managers te specificeren. De manager verwacht op zijn beurt te kunnen profiteren van een gunstige gang van zaken van de onderneming in de toekomst waardoor de aandelen in waarde zullen toenemen en daarmee de waarde van de optie. Ook de manager is niet zeker van zijn zaak. Ook hij gaat een impliciet contract aan blijkend uit het feit dat normaal gesproken de beurskoers niet alleen door hemzelf wordt bepaald. Hij begeeft zich als het ware op glad ijs

door af te zien van een zekere contante beloning in de kasvorm en risico te accepteren ten aanzien van de toekomstige waarde van zijn beloning. Zijn optie kan exploderen maar ook imploderen.⁶

Doordat partijen vrijwillig een optieovereenkomst sluiten, is bij aanvang van de looptijd van de overeenkomst per saldo iedere partij blijkbaar tevreden met dit perspectief. Figuur 2.1 illustreert volgens het principaal-agent model hoe het streven naar minimalisatie van de agencykosten de marktwaarde van de onderneming maximaliseert door het kiezen van het optimale beloningsinstrument. De managers worden in dit model gedisciplineerd tot een 'alignment' met de aandeelhouders.

Figuur 2.1 De optimale beloningsstructuur volgens de gangbare 'principaal-agent' theorie

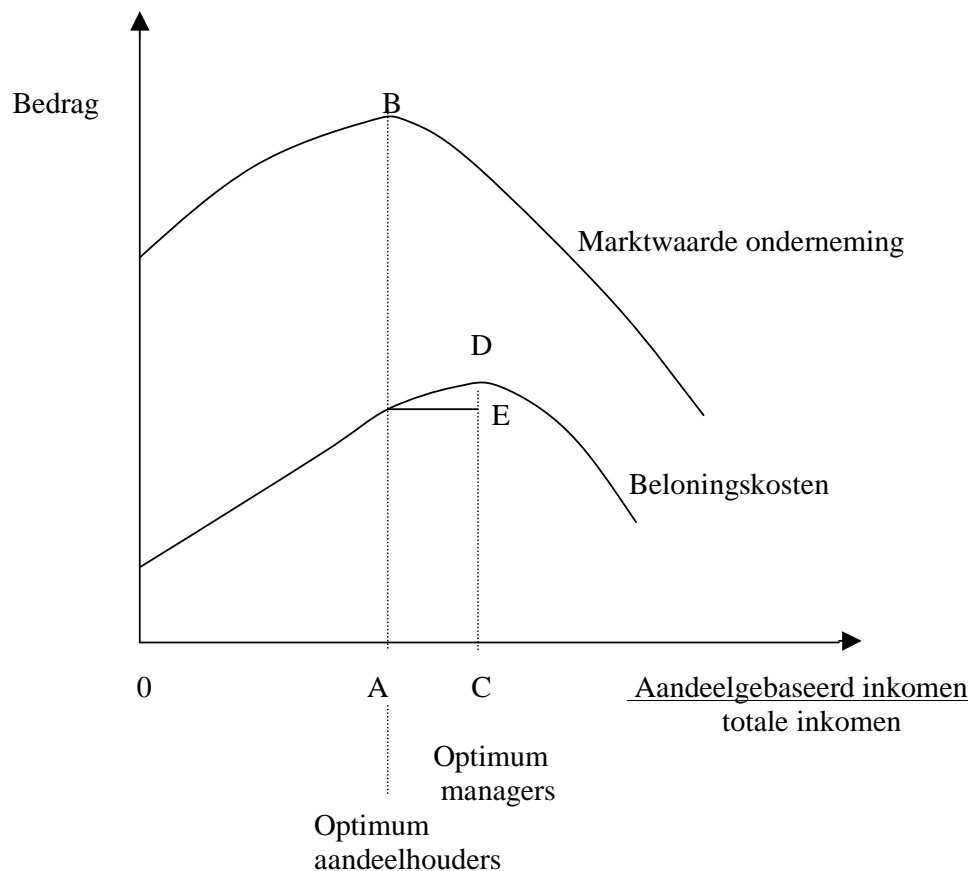


Een alternatieve kijk op het bestaan van optieregelingen is de visie op opties als uitkomst van een onderhandelingsproces over arbeidsvoorwaarden waarbij managers een onevenredig grote macht bezitten en niet coöperatief zijn richting aandeelhouders. Zij drukken hun stempel op het resultaat van deze arbeidsvoorwaardenonderhandelingen. Dit komt tot uitdrukking in een

⁶ Het eerste verschijnsel deed zich voor bij vele Nederlandse beursondernemingen in de jaren 1997 tot en met februari 1999. Implosies deden zich voor vanaf maart 2000.

onevenredig hoge percentage van het aandeelgebaseerd inkomen ten opzichte van het totale inkomen (in figuur lijnstukje AC en de overmatige beloning DE) Als managers in deze zin optieregelingen weten te misbruiken, trekken zij een excessieve beloning naar zich toe die ten koste gaat van de marktwaarde van de onderneming en, bij gegeven vreemd vermogen, van de aandeelhouders. Het optie-instrument is in dat geval geen optimaal beloningsinstrument voor aandeelhouders (Bebchuk, Fried en Walter, 2002). Deze afwijkende benadering kan worden geïllustreerd in figuur 2.2. De belangen van beide stakeholders vallen nu niet langer samen.

Figuur 2.2 De ‘buitengewone’ arbeidsbeloning volgens de managerial ‘excess rent’-theorie



In het vervolg van dit hoofdstuk wordt in lijn met de gangbare literatuur verondersteld dat het optietoekenningsbeleid van ondernemingen in het algemeen is gebaseerd op concurrerende arbeidsmarkten voor managers en andere optie-ontvangers. Centraal in dit hoofdstuk staat met andere woorden het ontwikkelen van optimale prikkels om te komen tot betere prestaties en tot maximalisatie van de marktwaarde van de onderneming binnen het kader van figuur 2.1. Niettemin blijft de dreiging van figuur 2.2 op de achtergrond aanwezig (zoals in paragraaf 2.4) met welk gegeven rekening dient te worden gehouden in een algemene evaluatie.

2.2.5 De 'emissieprijs' van een personeelsoptie

Uit het voorgaande volgt dat de prijs of de premie die voor een optie in rekening moet worden gebracht, bij uitgifte altijd positief is. De onderneming substitueert bij het aangaan van de optieovereenkomst contante arbeidskosten door vooralsnog papieren arbeidskosten. Haar kasstroom neemt op dat moment toe met het bedrag van de ingehouden arbeidskosten die als premie voor de uitgereikte opties door de optiehouders zijn ingebracht. Economisch is niet de vorm maar de waarde van de arbeidsbeloning bepalend voor de vraag of sprake is van arbeidskosten. Opties bezitten waarde doordat in potentie kan worden geprofiteerd van een gunstige koersontwikkeling in de toekomst, en behoren om die reden zonder enige twijfel tot de kosten van arbeid (Duffhues, 1994). De optie had ook aan andere participanten kunnen worden verleend bijvoorbeeld aan partijen op de financiële markten waarvoor een tegenwaarde zou zijn geïncasseerd door de onderneming.⁷ De wijze waarop de waarde van opties wordt vastgesteld, levert weliswaar niet geringe problemen op, maar dat neemt niet weg dat het om regelrechte arbeidskosten gaat. Schattingsproblemen kunnen nooit een reden zijn om kosten niet te boeken. Zou men de zekerheidseis aan kosten wel stellen, dan zou evenmin een bedrag wegens afschrijvingen als kosten mogen worden geboekt. Hetzelfde geldt voor het in rekening brengen van voorzieningen in de resultatenrekening.

Afsluitend kan worden gesteld dat personeelsopties een specifieke vorm van het belonen van arbeid zijn en dat de waarde van deze kooprechten voor de onderneming de betekenis heeft van opportuniteitskosten die een vervanging zijn van contante personeelskosten. De

⁷ Denk aan de emissie van aandelenwarrants op de kapitaalmarkt tegen een bepaalde emissieprijs. Dergelijke emissies komen voor als 'stand alone' - uitgifte maar meer gebruikelijk is de verpakking van de optie als deel van een converteerbare obligatie of van een converteerbaar preferent aandeel of van een warrantlening.

kasstroom van de onderneming neemt derhalve toe door het toekennen van personeelsopties wegens 'ingehouden' arbeidskosten.⁸

2.2.6 De tijdruimtelijke ontwikkeling van de waarde van de optie

Ontwikkelt de onderneming zich gunstig, dan zal de beurskoers in het algemeen stijgen. Deze toename is het saldo van twee bewegingen. Enerzijds is er het verhoopte positieve incentive- en bindingseffect van de optie, anderzijds is er de verwatering doordat er nu meer claims op de verhoogde marktwaarde in omloop zijn gebracht. Daar staat tegenover dat bij de uitgifte van de opties arbeidskosten niet zijn uitbetaald waardoor de kasstroom van de onderneming is verhoogd.

Gaat het in strijd met de verwachtingen van de optiebezitters matig of zelfs slecht met de onderneming dan lijden de aandeelhouders in het algemeen verlies door koersdaling. Ook de optiebezitters lijden. De waarde van de destijds ingehouden arbeidsbeloning valt vrij ten gunste van de onderneming. Dat is een meevaller voor de aandeelhouders die ze zeker zullen verwelkomen in betrekkelijk barre tijden. De waardedaling van de aandelen is minder groot dan zonder personeelsopties die in waarde dalen, mogelijk zelfs waardeloos worden. De positie van de gewone aandeelhouders is er qua risicoprofiel daardoor uiteindelijk een van een geschreven put optie: er is sprake van een enigszins beperkt upside potential vanwege de vermogensaanwasdeling met de managers, maar ook van een enigszins beperkt downside potential. Het risico voor de aandeelhouders neemt af door de uitgifte van personeelsopties. Optiebezitters nemen een deel van het risico over van de aandeelhouders.

Ook worden ze door de opties niet ontmoedigd om desnoods riskante maar rendabele investeringen te plegen omdat ze enerzijds niet worden gestraft voor een negatief resultaat maar anderzijds wel mee-profigteren als het goed gaat. Hun gebruikelijke risico-aversie wordt

⁸ Deze conclusie wordt onderbouwd door de wijze waarop vooral kleine ondernemingen in het Amerikaanse Silicon Valley het gebruik van personeelsopties rationaliseren: zij beschikken als startende ondernemingen veelal niet over de liquide middelen om hun werknemers in de kasvorm te betalen en geven om die reden opties af als papieren arbeidsbeloning. Helaas trekken ze niet de consequentie om deze ook te boeken als personeelskosten.

aldus gecorrigeerd. Onderinvesteringen worden met de optie eerder vermeden. Het risico van onderinvestering treedt wel op als de managers aandelenposities innemen.⁹

2.2.7 Potentiële kapitaalsuitbreiding

Uitoefening van de optie leidt mogelijk tot afgifte van een extra aandeel, tot ontvangst van het bedrag van de uitoefeningsprijs en mogelijk voor de onderneming tot een verlies omdat de marktprijs per aandeel dan hoger zal zijn dan de uitoefeningsprijs. Bij de uitoefening van personeelsopties betaalt de optiebezitter de uitoefeningsprijs van het aandeel aan de onderneming. Daartegenover wordt een aandeel van de onderneming verkregen. Gewoonlijk is de uitoefeningsprijs vastgesteld op het niveau van de marktprijs die gold ten tijde van het verstrekken van de optie.

Hiervan uitgaand heeft het uitoefenen van een personeelsoptie door een werknemer voor de onderneming de betekenis van een emissie van aandelen tegen de beurskoers van het tijdstip van optieverlening. Dit is hetzelfde als wat er gebeurt wanneer aandelen op dat moment onderhands worden geplaatst bij een institutionele belegger tegen beurskoers. Van verwatering is in beide gevallen geen sprake.

Er kunnen zich twee verschillende situaties voordoen:

a) Door initiële inkoop van eigen aandelen of het kopen van een call optie op de dag van het ingaan van de optie-overeenkomst is het aantal geplaatste aandelen constant gebleven. Er is dan per saldo geen speculatieverlies als de werknemer uitoefent. Er is evenmin een uitbreiding van het aantal aandelen. Wel is de winst gedaald met de vermogenskosten van de in eigen aandelen belegde som, maar de winst zal ook stijgen, namelijk met het rendement van de herinvesteerde uitoefeningsprijs van de optie. In totaal gezien kan de winst per aandeel derhalve toenemen, afnemen of gelijk blijven.

Als de inkoop eerst plaats vindt op het moment van uitoefening van de optie, ontstaat een speculatieverlies dat de winst verlaagt. Er is in dit verband een daling van de winst per

⁹ Het is goed hierop te wijzen omdat her en der wel gepleit wordt voor toekenning van aandelen in plaats van opties.

aandeel echter niet als gevolg van een uitbreiding van het aantal geplaatste aandelen maar als gevolg van het feit dat de onderneming een speculatieve positie heeft ingenomen.

b) Het aantal geplaatste aandelen neemt toe.

Ook in dit geval ontvangt de onderneming de uitoefeningsprijs in de kas. Deze zal vervolgens worden geïnvesteerd in de onderneming of voor schuldaflossing worden bestemd. Het rendement van deze herinveesteerde uitoefeningsprijs of de bespaarde rente na belasting is dan bepalend voor de vraag met welk bedrag de totale winst toeneemt en dus ook voor de vraag of de winst per aandeel na uitoefening eventueel lager is dan daarvoor. Dat is afhankelijk van de rentabiliteit over het marginaal te investeren vermogen, derhalve over de uitoefeningsprijs. In de meeste gevallen zal de winst per aandeel eerder toe- dan afnemen (Duffhues, 2000).

De conclusie luidt dat in het algemeen geen verwatering van de winst per aandeel zal optreden, mits het rendement op de herinvestering van de uitoefeningsprijs niet exceptioneel laag is. In concreto mag het rendement om verwatering te voorkomen niet lager zijn dan de reciproke van de koers/winst-verhouding die bestond voordat de opties worden uitgeoefend¹⁰. Om verwatering van de winst per aandeel te voorkomen moet het rendement over de uitoefeningsprijs ingeval van 'at-the-money'-opties tenminste gelijk zijn aan de reciproke van de koers/winst-verhouding. Voor typische groei-ondernemingen met een k/w-verhouding van bijvoorbeeld 20 betekent dit dat zolang tenminste 5% wordt verdiend over de uitoefeningsprijs, geen verwatering van de winst per aandeel optreedt. Dit is een lage eis. Zelfs voor meer gerijpte ondernemingen is de eis slechts 10% als men uitgaat van een koers/winst-verhouding van 10. Rendementen van 10% over eigen vermogen bij gerijpte ondernemingen zijn zeker geen uitzondering.

¹⁰ Voorwaarde voor afwezigheid van verwatering van de winst per aandeel (wpa) als gevolg van optie-uitoefening is $wpa(2) > wpa(1)$ [2.1]

zodat $W(2)/(n+m) > W(1)/n$ [2.2]

waarin W = totale winst, n = aantal oude aandelen en m = aantal toegevoegde aandelen door uitoefening opties.

Als r = rendement over bij optieuitoefening gestort bedrag en X = uitoefeningsprijs optie geldt

$W(2) = W(1) + r \cdot X \cdot m$ [2.3]

Voor 'at the money'-opties geldt $X = P(0)$ waarin $P(0)$ = actuele marktprijs van een aandeel

waarna [2.3] overgaat in [2.4].

$W(2) = W(1) + r \cdot P(0) \cdot m$ [2.4]

Substitutie van [2.4] in [2.2] geeft

$\{W(1) + r \cdot P(0) \cdot m\} / (n+m) > W(1) / n$ [2.5]

waaruit resulteert

$r > [W(1) / n] / P(0) = wpa(1) / P(0)$ [2.6]

2.3 Het gewijzigde agency-conflict

Tijdruimtelijk ontstaat in het tot nu toe geschetste, min of meer fraaie, eventueel met allerlei toeters en bellen opgesierde, beloningsmodel het risico dat de managers de ondernemingsprestaties op korte termijn opstuwen (met alle ter beschikking staande middelen¹¹) met het doel om een deel van het upside potential naar zich toe te halen zonder zich te verdiepen in de vraag naar de langetermijneffecten van hun gedrag. Slagen ze in deze opzet, dan kunnen ze aanvankelijk zelfs wijzen op hun grote verdiensten als bekwame managers. Het is echter niet uitgesloten dat dit positieve onthaal omslaat in een dedáin vanuit de kring van de aandeelhouders en de samenleving in het algemeen als dit leidt tot zodanige managementbeslissingen dat ondernemingen als gevolg van kortzichtige beslissingen vervolgens diep het dal inschieten waarvoor de aandeelhouders opdraaien. De manager wordt dan weliswaar mogelijk ontslagen of is op eigen initiatief verdwenen, in het voor hem slechtste geval wordt hij gerechtelijk vervolgd, maar het zijn de aandeelhouders die de verliezen moeten dragen. Het verschil in tijdshorizon tussen degelijke en op lange termijn denkende externe aandeelhouders en speculatief opererend management is hierbij doorslaggevend.

Het specifieke (door de opties getriggerde) agencyprobleem neemt hierbij gewoonlijk de vorm aan van een ongecontroleerde expansiedrang van het management, daartoe in staat gesteld door een hoge free cash flow¹² en een overmatige financiering met vreemd vermogen.¹³ Wanneer deze drang tot hoge verwachtingen over de toekomstige prestaties van de onderneming heeft geleid, en de beurskoers dienovereenkomstig is gestegen, incasseert men de optiewinst door na uitoefening onmiddellijk te verkopen. Een latere terugval of zelfs ineensstorting van de onderneming deert het management financieel niet meer. De genoemde nadelen doen ernstig afbreuk aan de geschiktheid van aandelenopties als efficiënt beloningsinstrument. Daarmee ontstaat, ongeacht het alignmentmodel van het eerste uur, in tweede instantie twijfel of de afstemming van de belangen van aandeelhouders en managers langs de weg van optietoekenning wel wordt bereikt. Het lijkt erop dat in dat geval het ene

¹¹ Van Leeuwen (2002) schrijft dat Chief Financial Officers (CFO's) als geen ander in staat zijn de cijfers van hun organisatie te beïnvloeden en cijfers van hun organisatie zo te sturen dat hun inkomen er beter van wordt.

¹² 'Free cash flow' is volgens Jensen (1986) het overschot aan beschikbare kasmiddelen boven alle voor rendabele investeringen benodigde uitgaven. Free cash flow is dus overliquiditeit.

¹³ Zijdelings wordt opgemerkt dat vele ontsparingen van ondernemingen samenhangen met de aanwezigheid van een veel te hoog niveau van vreemd vermogen waarvoor in de recessie de rekening moet worden betaald.

agencyprobleem (het gebrek aan dezelfde doelstellingen tussen aandeelhouders en managers) wordt opgelost maar een ander agencyprobleem (het verschil in tijdshorizon om de doelstelling te bereiken) wordt gecreëerd.

Dit nieuwe agencyprobleem wordt mogelijk gemaakt door de grote macht die managers langs informele weg bezitten om hun beloning in hoge mate te sturen in de door hen gewenste richting zodat zij een onevenredig groot aandeel van de brutowaarde van de economische prestaties van de onderneming (een 'economische rent' of een buitengewone vergoeding van arbeid van managers) naar zich toe kunnen trekken (Bebchuk, Fried en Walker, 2002). De goede werking van een efficiënt beloningsstelsel dat optimaal bijdraagt aan de waarde van de onderneming door minimalisatie van agencykosten na te streven, kan door de machtsvorming in de kring van het management derhalve gemakkelijk worden getorpedeerd. Managers ontvangen in dat geval te hoge beloningen bij gebrek aan effectief corrigerende krachten. Machtsvorming kan ontstaan door informele contacten tussen toezichthouders en managers en door gebrek aan kennis van toezichthouders zoals de Board of de Raad van Commissarissen over de juiste hoogte van beloningen waardoor het proces van beloningsvorming kan worden beïnvloed (Figuur 2.2). Zijn machtsinvloeden van managers in belangrijke mate bepalend voor de structuur en de niveau's van beloningen in ondernemingen, dan is een 'overshooting'-gedrag mogelijk waarbij de variabiliteit van de beloningsstructuur nadelig kan zijn voor de aandeelhouders zoals in figuur 2.2 eerder werd geïllustreerd.

De vraag rijst of en op welke wijze de belangentegenstelling die derhalve ook na de toekenning van opties kan ontstaan tussen de aandeelhouders en de managers, kan worden overbrugd. Hiervoor bestaan in theorie verschillende mogelijkheden die kunnen worden aangeduid als corporate governance mechanismen.

2.3.1 Feitelijk alleen-eigenaar

De meest logische stap is dat de managers zelf eigenaar worden van de onderneming, dus 100% eigenaar van alle aandelen. Het probleem is dan opgelost maar daarmee wordt 'het kind met het badwater' weggegooid. De scheiding van leiding en eigendom ligt juist ten grondslag aan het bestaan van de moderne publieke onderneming. Van deze scheiding worden voor de aandeelhouders juist grote voordelen verwacht.

2.3.2 Gedwongen partiële aandelenaankoop

Een oplossing voor het gewijzigde agencyconflict die soms wordt genoemd is de gedwongen aanschaf van pakketten aandelen door het management zodat deze meelijden als de externe aandeelhouders moeten lijden.¹⁴ Een betere afstemming van belangen is nauwelijks denkbaar, zo lijkt het. Toch kleven ook aan deze oplossing zwaarwegende haken en ogen. In de eerste plaats is er de reeds genoemde risico-accumulatie terzake van ‘human capital’ en ‘financial capital’ die managers op rationele gronden wegens gebrek aan diversificatie niet wensen. De positie van een manager is op dat punt nu eenmaal een geheel andere dan die van outside-aandeelhouders die specifiek risico in belangrijke mate kan wegdiversifiëren door portefeuillevorming à la Markowitz (1952). Managers zijn juist zeer afhankelijk van de gang van zaken bij de ondernemingen waar zij werkzaam zijn. Dezelfde behoefte aan risicobeperking die de outside-beleggers kennen, is ook eigen aan managers. Naarmate het onsystematisch risico groter is, zullen zij eerder willen verkopen hetgeen in de werkelijkheid dan ook gebeurt (onder andere Meulbroek, 2000). Zij kunnen uit persoonlijk risk management oogpunt beter geen aandelen of aandelenopties aanhouden maar kasmiddelen, dus salaris ontvangen. Tabel 2.1 geeft een samenvattend overzicht.

Tabel 2.1 Vergelijking positie externe beleggers en insiders in beursfondsen

Houders	Graad van diversificatie	Hedging-mogelijkheden	Implicatie voor waardering aandeeloptie
Externe beleggers	++	++	Alleen systematisch risico
Insiders (CEO's en CFO's)	--	Meestal beperkt	Totaal risico

¹⁴ Zie onder andere Bouma in diens afscheidscollege op 18 mei 1999 te Groningen (Bouma, 2000).

In de literatuur wordt een percentage van 30 à 50 genoemd als de typische korting op de waarde van een aandelenoptie als gevolg van het grotere risico. Deze korting geldt ten opzichte van de waarde volgens de Black/Scholes (B/S)-formule. De B/S-waarde leidt volgens de moderne literatuur tot overschatting van de waarde van een personeelsoptie die managers niet bereid zijn te betalen (Hall en Murphy, 2002). Een andere opvatting is dat managers opties gebruiken als een camouflage voor hun enorme welvaartstoename in de voorbije twee decennia. De redenering is dat door geen salarissen maar opties te eisen, de welvaartsoverheveling ten koste van de aandeelhouders minder opvalt. Dit 'zand in de ogen strooien'- of verschansings-argument is afkomstig van Bebchuk, Fried en Walker (2002).

Daarmee is echter lang niet alles gezegd. Is verkoop niet toegestaan, dan zal een manager zoveel mogelijk risicopremie wensen te ontvangen door de prijs van zijn arbeid te verhogen bijvoorbeeld door het bedingen van een vorstelijke gouden handdruk bij een onverhoopt echee. Gedwongen risico-accumulatie bij de managers zal aldus worden beantwoord met een hogere arbeidsinkomenseis. Dit is een verwaarloosd aspect in de literatuur. De externe aandeelhouders betalen in een dergelijke situatie via verlaagde kasstromen mogelijke aandelenverliezen van de potentieel verkopende insiders. In de tweede plaats is het mogelijk om via privétransacties de gedwongen aandelenpositie teniet te doen¹⁵ door het verkopen van aandelen hetzij op de contante markt hetzij met behulp van derivaten. Het kopen van putopties of het verkopen van aandelenfutures zijn de meest voor de hand liggende strategieën.

Meulbroek (2000) rapporteert dat in de Amerikaanse internetsector de behoefte aan correctie van het gebrek aan diversificatie als gevolg van risico-aversie bij managers zo groot is gebleken dat de verkoopprijs van aandelen die men niet wenst te bezitten, er zelfs nauwelijks toe doet. Zij berekent in een fictief cijfervoorbeeld dat de verkoopprijs aanwezig blijft zolang de koers van het aandeel minder dan 55% onder de fundamentele waarde ligt. De volatiliteit van een belegging in de Standard & Poor's 500 Index was in 1998 slechts 22% tegenover 113% bij belegging in een typische internet-onderneming. Er valt dus voor managers in internetbedrijven die een gedwongen aandelenpositie aanhouden, heel wat weg te diversifiëren desnoods tegen afbraakprijzen.

¹⁵ Dit is reeds gebleken in de Verenigde Staten (Bettis, Bizjak en Lemmon, 1999, en Meulbroek (2000).

Uiteraard is een snelle verkoop van uit opties verkregen aandelen des te aantrekkelijker wanneer de manager eerst zijn arbeidsinkomen heeft weten op te schroeven als compensatie voor het verhoogde risico en vervolgens, ingeval van succes, na optie-uitoefening de verkregen aandelen zo snel mogelijk van de hand te doen en daarmee alsnog te diversifiëren. Door onmiddellijke verkoop snijdt het mes in voorkomende gevallen aan twee kanten: de inkomenskant en de vermogens(lees: optie)kant. Als managers erin slagen het diversificatieongemak, zoals hierboven genoemd, af te wentelen in extra salariseisen, is dit een mogelijke verklaring voor de vraag waarom ze toch accoord gaan met min of meer gedwongen aandelenposities: specifiek risico wordt dan vergoed met specifieke kasstromen richting managers. Alles heeft ook hier zijn prijs. Van een aantasting van de waarde van hun arbeid ingeval van gedwongen aandelenposities is dan per saldo geen sprake. Het toestaan van een snelle verkoop van aandelen na optie-uitoefening is dan niet nodig. Men mag er immers van uitgaan dat de managers initieel hun salariseisen al hebben aangepast teneinde dit risico te kunnen aanvaarden. Het aanhouden van gedwongen aandelenposities zou dan niet onredelijk zijn. Dat neemt niet weg dat zodra men de kans krijgt de aandelen snel zullen worden afgestoten.

Recentelijk hebben ook Veld en Veld-Merkoulova (2002) benadrukt dat aandelenposities behalve tot grote winsten (waarover de maatschappij zich gewoonlijk kritisch uitlaat) ook tot grote verliezen kunnen leiden. Zij illustreren dit in lijn met Meulbroek (2000) met berekeningen voor een hypothetische gedwongen belegging in aandelen van de Nederlandse ICT-beursonderneming CMG. Inhakend op de hierboven ontwikkelde gedachte rijst echter ook bij dit artikel de vraag welke extra kasstromen bij voorbaat reeds richting managers zijn afgevloeid of nog zullen afvloeien om deze risico's initieel te willen accepteren.

Samenvattend menen wij dat aandelenopties weliswaar nadelen oproepen voor de managers doordat managers een gebrek aan diversificatiemogelijkheden ervaren, maar dit nadeel zal elders in het arbeidscontract (gedefinieerd in de ruimste zin) worden gecompenseerd zodat het totale bedrag van de arbeidskosten hetzelfde is in beide situaties. De keuze voor de ene of de andere beloningsvorm is in dat geval indifferent. Het is onjuist om de optie in beide situaties te vergelijken zonder deze compenserende correctie elders in het arbeidscontract in de afweging te betrekken. Tabel 2.2 bevat een eenvoudig voorbeeld ter verduidelijking.

Tabel 2.2 Vergelijking van beloningsstructuren

	Beloningsstructuur		
	I	II	III
Salariscomponent	100	70	70
Optiecomponent	0	30	40
Totaal	100	100	110

De vergelijking blijft beperkt tot twee componenten van het totale inkomen. In structuur I zijn er geen opties. Het totale inkomen is 100. In structuur II ontvangt de manager opties met een waarde van 40 die hij echter percipieert op een waarde van 30. Om op hetzelfde totale inkomen uit te komen, eist hij nu 70 als salaris. In structuur III is de optie bruto gewaardeerd zodat de onjuiste conclusie ontstaat dat de arbeidskosten 110 zijn. In structuur I en II zijn de totale arbeidskosten gelijk. De aandeelhouders moeten de optie ook waarderen als personeelsoptie, dus op 30 na aftrek van de ‘korting’ op de Black/Scholes-waarde. In hoofdstuk 4 komt de waardering van opties opnieuw en uitvoerig aan de orde in het kader van de analyse van de mate van winstvertekening bij ondernemingen. Daar zal blijken dat met de ‘korting’-correctie op de B/S-waarde het laatste woord over een aanvaardbare waardering van personeelsopties niet is gezegd.

2.3.2. Synthetisch aandeelhouderschap

Een alternatief dat op kleinere schaal zo dicht mogelijk aansluit bij het ideale 100% aandeelhouderschap is dat de managers een call optie kopen en een putoptie verkopen, beide op het eigen aandeel met dezelfde uitoefeningsprijs en looptijd. Door deze optieconstructie wordt gedurende een (eventueel lange) periode dezelfde longpositie op het aandeel verkregen als met een echt aandeel. Dit komt neer op een synthetisch aandeelhouderschap. De onderneming kan het verkooprecht tegen een afgesproken prijs jegens de managers uitoefenen. Deze worden daarmee rechtstreeks verantwoordelijk worden voor een slechte gang van zaken.

Alleen de echte aandeelhouders oefenen in deze constructie het stemrecht uit. Synthetische aandeelhouders bezitten geen stemrecht maar lijden wel verlies bij een slechte gang van zaken. Dit zou geen bezwaar zijn omdat de control voor de leiding schuilt in hun functioneren als managers waarmee ze de gang van zaken rechtstreeks kunnen beïnvloeden.

Het winstpunt van synthetisch aandeelhouderschap uit het oogpunt van corporate governance is dat deze regeling behalve winstkansen ook onbeperkte verlieskansen in zich draagt. Hierdoor worden managers gestraft voor zwakke prestaties. Dat perspectief zal op papier disciplinerend werken ten aanzien van de managers. Voor de aandeelhouders oogt dit daarom als een aantrekkelijke oplossing temeer omdat zij het stemrecht behouden maar de managers zien hun risico aanzienlijk toenemen. Deze hadden reeds een werkgelegenheidsrisico. Daar komt nu bij een verliesrisico in het financiële vlak zodat een cumulatie van risico zou ontstaan. Als pakket zullen de managers dit echter niet positief waarderen tenzij er hoge premies voor worden betaald in de vorm van extra risicopremies (lees: salarisverhogingen). Dit gaat ten koste van de kasstromen van de onderneming en daarmee van de aandeelhouders zodat deze hun eigen bescherming moeten betalen. Bovendien zal de putoptie een betalingsverplichting voor de managers kunnen oproepen die een aanzienlijk kredietwaardigheidsrisico voor de onderneming oproept. De vraag rijst hoe de manager tot betaling te dwingen als deze heeft gefaald en mogelijk wordt of reeds is ontslagen. De onderneming met realiteitsbesef zou de waarde van de putoptie heel laag moeten inschatten waardoor de effectiviteit van deze constructie buitengewoon gering zou zijn, zeker omdat het over grote bedragen zou gaan. Bovendien zou de manager qualitate qua een vordering moeten instellen tegen zichzelf als werknemer als hij namens de onderneming de putoptie zou uitoefenen. Dit is niet erg realistisch.

Voordeel van synthetisch aandeelhouderschap is dat managers een eigen financieel risico dragen. Hierdoor wordt bereikt dat de symmetrie in beloning wordt hersteld. Een tweede voordeel is dat de geschreven putopties een direct zichtbare opbrengst genereren voor de managers zodat de aankoopprijs van de call optie geheel of gedeeltelijk kan worden gecompenseerd. Door er een collar van te maken, kan zelfs een zero option constructie worden gebouwd die dan geen optiepremie-afrekening op $t=0$ vereist.

2.3.3 Gelimiteerde winst en verlies

Een variant op het voorgaande is het invoeren van een verliesdeling voor de managers zodanig dat het verlies aan marktwaarde wordt gelimiteerd tot een bepaald bedrag dat voldoende groot is om een disciplinerend effect te genereren. Weer een andere variant is om de mogelijke optiewinst te maximeren zodat vanaf een bepaald niveau aan marktwaarde geen verdere vermogensaanwas wordt verdeeld tussen de optiebezitters en de externe aandeelhouders. De aandeelhouders gaan dan als het ware alleen door. Ook is een combinatie mogelijk waarbij de manager tot op zekere hoogte profiteert van een stijgende marktwaarde maar, ook dan tot een overeengekomen maximum, wordt gestraft als de marktwaarde daalt. In dit geval zijn dus zowel de winst als het verlies voor de manager gelimiteerd.

Bezwaren zijn onder andere:

- de disciplinerende zal niet effectief zijn vanaf het moment waarop de begrenzing van het overeengekomen marktwaarde-interval wordt bereikt doordat de manager geen “verdere pijn” lijdt respectievelijk geen ‘verder voordeel’ meer kan behalen;
- de onderneming loopt ook nu een kredietwaardigheidsrisico op de manager die de onderneming een deel van het verlies moet vergoeden.

2.4 Algemene problemen van disciplinerende

Aanvullend op enkele hierboven reeds genoemde bezwaren tegen de effectiviteit van aansprakelijkheidsstellingen door de onderneming kan nog het volgende in meer algemene zin worden opgemerkt.

2.4.1 Ontwijkend gedrag managers

De manager zal zijn beloningsstructuur zodanig inrichten dat hij minimaal last heeft van zijn mede-aansprakelijkheid bijvoorbeeld door zich tegen dit risico intern of extern te verzekeren. Dit kan langs interne en externe weg. Intern verzekeren betekent dat een gouden handdruk regeling wordt overeengekomen bij het aangaan van het arbeidscontract of dat de manager de onderneming een reeks putopties op de eigen aandelen op de financiële markten laat kopen

zodat er geen downside risk meer bestaat. In feite betalen de aandeelhouders dan deze premie die voor hen geen enkele waardetoevoeging oplevert omdat zij dat zelf ook op de financiële markten tegen vergelijkbare condities kunnen realiseren. Extern verzekeren houdt een premiebetaling in die in het arbeidscontract zal worden afgewenteld op de toekomstige werkgever.

2.4.2 Verwijtbaar gedrag

Er kan zodra op enigerlei wijze de managers financieel mede-aansprakelijk worden gesteld voor teloor gegane marktwaarde van de onderneming gemakkelijk discussie ontstaan over de vraag in hoeverre de opgetreden daling van de marktwaarde verwijtbaar is aan de managers. In de praktijk gebeurt dat ook met misschien als meest bekende voorbeeld de ‘valutaire tegenwind’ die de resultaten negatief heeft beïnvloed. Die neiging tot het afschuiven van verantwoordelijkheid zal vooral bestaan als macro-economische en/of incidentele factoren hun stempel hebben gedrukt op de daling van de marktwaarde. Hoe aannemelijk ook, moet daarbij toch de volgende vraag worden gesteld. Is het redelijk om een manager van onderneming X in Nederland te laten boeten voor een rentestijging die de Europese Centrale Bank doorvoert omdat zij het algemene inflatiegevaar in de Europese Unie wil bestrijden? Het is in de literatuur en praktijk weliswaar gebruikelijk om deze vraag ontkennend te beantwoorden omdat het renterisico nog veelal wordt beschouwd als een extern, van buitenkomend onheil dat niet kan worden beheerst. Sinds de opkomst van het financiële risicomanagement¹⁶ in ondernemingen is dit echter in belangrijke mate een achterhaalde opvatting. Zo beschikken ondernemingen tegenwoordig over een keur van renterisico-instrumenten waarmee de kwetsbaarheid van de resultaten kan worden beheerst en kunnen zij de duration gap minimaliseren.¹⁷ Bovendien beschikken zij over talrijke andere wapens gelegen in de reële sfeer om het effect van het optreden van renterisico's te mitigeren.¹⁸ Enkele voorbeelden zijn: het nastreven van diversificatie van produktie-activiteiten en geografische markten, het beperken van de hoeveelheid vreemd vermogen en het zoeken van niches in de afzetmarkt met geringe elasticiteit van de vraag voor renteveranderingen.

¹⁶ Vergelijk Duffhues (2002).

¹⁷ Het minimaliseren van de duration gap tussen activa en passiva is niet voorbehouden aan financiële instellingen maar kan ook in produktie-ondernemingen een nuttige rol spelen ter bescherming van de marktwaarde van het eigen vermogen.

¹⁸ Verwezen wordt naar hoofdstuk 3 van Duffhues (2000).

Er kan worden gesteld dat met de komst van het arsenaal van risicobeheersingstechnieken eerder sprake is van verwijtbaar gedrag dan in het verleden. De pure beschikbaarheid van nieuwe instrumenten en van inzichten omtrent het gebruik van deze instrumenten maakt managers reeds verantwoordelijk voor het gebruik ervan. Dit geldt niet alleen voor het omgaan met renterisico's maar ook voor valutarisico's, prijsrisico van grondstoffen en zelfs eindprodukten. Als afspiegeling hiervan dient in de Raad van Bestuur dan ook een senior treasury manager met ruime strategische inzichten terzake van risk management vertegenwoordigd te zijn.

Samenvattend zijn de belangrijkste bezwaren tegen de tot nu toe genoemde disciplineringsoplossingsmethoden:

- managers zullen zich verzetten tegen de cumulatie van human capital- en financiële risico's bij een en hetzelfde bedrijf; zij beschikken niet over de diversificatiemogelijkheden van de externe aandeelhouders
- managers zullen de kosten van beloningsmethoden die een cumulatie van risico's veroorzaken, trachten door te belasten aan de onderneming zelf hetgeen resulteert in lagere kasstromen; de externe aandeelhouders betalen toch het gelag van het gebrek aan persoonlijke diversificatie van de managers
- managers zullen in de privésfeer beschermende transacties eventueel met moderne derivaten trachten te realiseren zodat deze beloningsmethoden inboeten aan effectiviteit. Controle hierop zal moeilijk zijn
- managers kunnen ook op ondernemingsniveau bescherming creëren tegen een daling van de marktwaarde van de aandelen door het aangaan van beschermende financiële posities op kosten van de onderneming en dus de aandeelhouders.

De conclusie lijkt onafwendbaar dat tot nu toe besproken methoden ter betere disciplineringsineffectief en/of oncontroleerbaar zullen zijn. Een extreme oplossing is om de opties dan maar uit te bannen als beloningsinstrument (Van Leeuwen, 2002) maar het bezwaar daarvan is uiteraard dat men de aansporing tot waardecreatie wegneemt die op zichzelf gezien waardevol is. Men zou dan terugvallen in het aloude agencyconflict van Jensen & Meckling (1976) dat de basis vormde om optieregelingen te introduceren.

2.5 Een verbeterd governance mechanisme

Tot nu toe werd uitgegaan van een traditionele personeelsoptie maar niets verzet zich ertegen om dit uitgangspunt te verlaten. Twee suggesties komen dan in beeld.

2.5.1 Een relatieve prestatie maatstaf: de geïndexeerde aandelenoptie

De gedachte is geformuleerd¹⁹ om de voorwaarden voor optietoekenning en/of -uitoefening aan te scherpen bijvoorbeeld door eerst dan van een goede managementprestatie te spreken als de marktwaarde meer stijgt of minder daalt dan van vergelijkbare concurrenten. Niet de absolute maar de relatieve waardetoeëneming is in dat geval de meetlat voor het belonen van de prestaties. Benchmark is het gemiddelde rendement van een groep vergelijkbare ondernemingen. Dit rendement fungeert als index op basis waarvan de uitoefenprijs van de optie periodiek wordt aangepast. De koersstijging die in lijn met de algemene ontwikkeling is ontstaan, wordt als het ware gefilterd, dat wil zeggen niet erkend als extra prestatie van het management. Alleen het meerdere rendement boven de algemene trend wordt als verdienstelijk beschouwd.

In goede tijden komt alleen het meerrendement ten opzichte van de concurrenten in aanmerking voor extra beloning. Dat betekent dat het scheppen van netto contante waarde in afwijking van de gangbare financieringstheorie geen voldoende voorwaarde meer is om van waardeschepping te kunnen spreken. Hier raakt de geïndexeerde personeelsoptie het hart van de financieringsliteratuur. In slechte tijden impliceert dit uitgangspunt dat een relatief meerrendement ook moet worden beloond, ook al verdient de onderneming de gemiddelde vermogenskostenvoet niet. Ook dit laatste lijkt een belangrijk bezwaar. Het kan niet zo zijn dat het management het verlies van de aandeelhouders nog vergroot door extra beloning te ontvangen voor een niet (geheel) verdiende 'cost of capital'. Het zal de beurskoers extra doen dalen. Aandeelhouders zullen terecht bezwaar aantekenen tegen dergelijke optie-afspraken. Een eenvoudig cijfervoorbeeld ter illustratie.

¹⁹ Onder andere door Ubelhart (1981) en Johnson en Tian (2000).

Tabel 2.3 Enkele cijfervoorbeelden van relatieve performancemaatstaven

	Situatie I	Situatie II	Situatie III	Situatie IV
Gerealiseerd aandelenrendement	8%	10%	12%	12%
Geëist aandelenrendement	10%	10%	10%	10%
Overschot	- 2%	0%	2%	2%
Gemiddeld aandelenrendement van de 'peer group'	11%	9%	13%	11%

Huldigt men het peer group criterium los van een vermogenskosteneis dan leidt dat tot de volgende vaststellingen. In situatie I heeft de onderneming geen meerwaarde gegenereerd en het management wordt ook niet extra beloond omdat anderen het gemiddeld beter doen. In situatie II wordt het management extra beloond hoewel geen meerwaarde is gecreëerd. Dit is onaanvaardbaar. In situatie III is veel meerwaarde gecreëerd maar dit wordt niet beloond omdat anderen het nog beter hebben gedaan. Ook dit is onjuist. De conclusie is dat dit systeem van belonen verkeerde prikkels uitzendt naar het management als men het streven naar maximalisatie van de marktwaarde dat in de financieringsliteratuur onomstreden is, als uitgangspunt neemt. Zou men de tweevoudige eis stellen dat primair de vermogenskostenvoet moet worden verdiend en bovendien een hoger rendement moet zijn behaald dan door de peer group is gerealiseerd, dan ontvangt het management in geen enkele van de geschetste situaties een extra beloning. Dat is in situatie III schrijnend omdat wel de centrale missie (het creëren van aandeelhouderswaarde) is vervuld. De conclusie is dat de indexoptie in deze drie situaties geen superieure relatie legt tussen de ondernemingsprestatie en de beloning van het management. In situatie IV tenslotte is meerwaarde gecreëerd, zelfs meer dan bij de concurrenten. De extra beloning dient, uitgaande van de gebruikelijke marktwaardedoelstelling, te worden berekend over het meerrendement boven de cost of capital, op gelijke wijze als in situatie III.

Behalve deze consequentie kan nog op de volgende bezwaren worden gewezen:

- de peer group is moeilijk samen te stellen uitgaande van de eis van vergelijkbaarheid; weinig ondernemingen komen qua activiteitenportefeuille overeen zodat mogelijk ‘appels met peren’ worden vergeleken
- de wijze van verslaggeving is niet uniform zodat gemakkelijk boekhoudkundige vertekeningen kunnen optreden.

Op basis van het bovenstaande lijkt het peer group criterium geen doelmatig beloningsinstrument.

Johnson en Tian (2000) verdedigen de geïndexeerde personeelsoptie met de stelling dat deze voldoet aan de eis dat deze de managers beschermt tegen onzekerheid van niet-beheersbare determinanten van de economische prestaties van ondernemingen. Door het filteringsmechanisme worden algemene factoren immers uitgeschakeld. Verwezen wordt echter naar paragraaf 2.4.2. van dit hoofdstuk waarin de afwezigheid van aansprakelijkheid voor niet-beheersbare factoren in vele gevallen in twijfel wordt getrokken. Al deze factoren maken deel uit van de investeringsanalyse en de gekozen financiële structuur en zijn in beginsel alle beheersbaar, ook renterisico's en valutarisico's. Uit de analyse van Johnson en Tian blijkt bovendien dat geïndexeerde personeelsopties meer kunnen prikkelen tot het nemen van ondernemingsrisico's dan traditionele opties. Dit zou averechts kunnen uitwerken op de agencykosten zoals die in dit hoofdstuk zijn beschreven tenzij deze additionele risico's weer worden gehedged. Dat zou opnieuw een verplaatsing van het probleem betekenen.

2.5.2 Afwikkeling tegen gemiddelde beurskoers

Een personeelsoptie die alleen een optiewinst oplevert als de gemiddelde beurskoers sinds de start van de optielooptijd (bijvoorbeeld gedefinieerd op de dag dat iemand in dienst van de onderneming treedt of enige tijd daarna) tot aan de dag van uitoefening is gestegen, heeft verschillende voordelen. Een eerste en principieel sterk punt is dat de managers participeren in alle beurskoersen die tijdens de looptijd tot stand komen, dus zowel in topkoersen als dalkoersen. Impliciet zijn ze betrokken bij al het wel en wee van de onderneming, niet alleen bij hoogtijdagen. Deze koppeling weerspiegelt de arbeidsverhouding vele malen beter dan de traditionele optie vermag te doen. De straf voor een matige of slechte gang van zaken wordt aldus reeds verwerkt in het niveau van de gemiddelde beurskoers. Een zeer belangrijk tweede

voordeel is dat de gemiddelde beurskoers na een groot aantal waarnemingen (slotdagkoersen) zich niet leent voor manipulatie van enige betekenis. Door de uitoefening ontoelaatbaar te verklaren gedurende een voldoende lange periode van bijvoorbeeld drie jaar ontstaat aan het begin van het vierde jaar een gemiddelde dat is opgebouwd uit ongeveer 3 x 250 dagkoersen = 750 waarnemingen. Dit grote aantal waarnemingen maakt manipulatie nagenoeg zinloos zodat de neiging om op korte termijn te manipuleren zal worden weggenomen en daarmee ook - misschien wel het belangrijkste argument - de verdenking door outsiders.²⁰ Dit laatste is belangrijk voor de externe aandeelhouders maar ook gezien vanuit de maatschappij als totaliteit.

2.5.3 Average Rate Currency Option

In de valutawereld is een dergelijke optie reeds lang bekend. Het is de Average Rate Option. Ondernemingen hebben daarbij geen belang meer bij de vraag tegen welke specifieke contante spotkoers van een bepaalde dag een transactie wordt afgewikkeld omdat de optieafwikkeling op het gemiddelde van alle contante koersen van een heel jaar zal zijn gebaseerd. De invloed van een koers van een bepaalde dag is dan niet meer aanwijsbaar. Door deze optiefiguur over te brengen naar de beloning van managers worden alle koersdalingen verwerkt en verdenkingen van manipulatie weggenomen. Manipulatie van winstcijfers wordt in dit systeem ontmoedigd doordat de (eventuele) positieve invloed op het gemiddelde koersniveau beperkt zal zijn en het jaar daarna wellicht weer zal worden weggenomen.

2.5.4 Dareco

Daarnaast heeft een 'gemiddelde aandelenkoers'-optie diverse bijkomende voordelen:

- De gemiddelde aandelenkoers-optie neemt ten opzichte van de verstrekking van aandelen niet de prikkel weg om ondernemend te investeren zodat het onderinvesteringsrisico wordt gemitigeerd. Dit is uit oogpunt van disciplineren gunstig omdat dan ook de manager lijdt als de externe aandeelhouders lijden.
- De optiewinst is nadat de gemiddelde beurskoers zal zijn gestegen meer zeker voor de optiebezitter omdat het gemiddelde minder snel wegsmeelt dan een toevallige dagkoers. Dat verlaagt het risico van deze optie zodat de kosten van een optie voor de onderneming dalen.

²⁰ Lange termijn manipulatie wordt sowieso ingehaald door de latere negatieve correctie van de marktwaarde.

- De onderneming zal meer terughoudendheid betrachten bij de toekenning van opties omdat afwikkeling van de gemiddelde koersopties alleen in contanten plaats vindt, niet in aandelen.
- Extreme optiewinsten en –verliezen zullen als gevolg van de twee voorgaande punten minder vaak voorkomen ook al gaat het goed met de beurskoersen.
- Doordat de onderneming bij uitoefening van deze optie de gemiddelde vermogensaanwas voor individuele werknemers contant moet uitbetalen, ervaart zij aan den lijve dat opties kosten met zich meebrengen. In het bestaande stelsel levert men aandelen die men eventueel kan bijdrukken.
- Inkoop van eigen aandelen is niet meer nodig als en voorzover deze werden gekocht voor het kunnen voldoen aan de uitleveringsplicht terzake van opties. Er is geen uitleveringsplicht meer. Inkoop van eigen aandelen is een omstreden financiële techniek om aandeelhouders een deel van het eigen vermogen te bezorgen.
- Door de spreiding van de data waarop werknemers in en uit dienst treden, ontstaat een reeks van afwikkelingsmomenten van deze opties met als gevolg een gespreide aanslag op de liquiditeit van de onderneming.
- De maatschappij zal gezien de debatten over zelfverrijking door managers de gedempte fluctuaties in de optieresultaten van de nieuwe optie verwelkomen.
- Door de ingangs- en de uittreiddatum van de looptijd van de optie te vertragen ten opzichte van de datum van indiensttreding respectievelijk uitdiensttreding (bijvoorbeeld elk met een halfjaar), ontstaat op een eenvoudige manier een zekere mate van fine tuning van de veronderstelde medeverantwoordelijkheid van de betrokken werknemer voor de marktwaarde van de onderneming.
- De manager blijft het voordeel behouden dat nog lang nadat de onderneming in goed vaarwater is terecht gekomen, een bescherming aanwezig is tegen mogelijk tegenvallende toekomstige ontwikkelingen doordat het gemiddelde beurskoersniveau zich slechts geleidelijk neerwaarts aanpast aan verslechterende verhoudingen tenzij dit proces va neergang dramatisch snel verloopt.
- De manager hoeft geen geschreven put opties te honoreren die toch niet effectief zullen zijn (zie terug).

Een voorstel om een dergelijk nieuw type optie in te voeren, is niet geheel nieuw (Duffhues, 2000) waarbij het nieuwe instrument de naam Dareco heeft gekregen . Dareco staat voor ‘Delayed Average Rate Executive Call Option’.

Aan een Dareco kleven ook potentiële nadelen. Deze hebben voorzover bekend op de volgende bezwaren:

- Liquiditeitsbeslag

Als optiehouders massaal en gelijktijdig uitoefenen, legt dit een zware last op de liquiditeit van de onderneming. De kans hierop neemt toe als de onderneming niet langer floreert zodat het perspectief kan ontstaan dat de gemiddelde beurskoers zal dalen. Voorzover het verlies aan liquiditeiten een bezwaar is – een kenmerk van stagnerende ondernemingen is dat er geen belangrijke investeringen behoeven plaats te vinden en er vaak werkkapitaal vrijkomt - kan dit eenvoudig worden ondervangen door een bepaling dat uitoefening alleen is toegestaan als de actuele marktprijs hoger is dan de persoonlijk opgebouwde gemiddelde marktprijs. Relatief recent in dienst getreden werknemers zullen hierdoor niet kunnen uitoefenen; oudere werknemers mogelijk wel omdat deze wellicht op een lager niveau van de beurskoers zijn gestart. De persoonlijke optiestatus van elke werknemer is doorslaggevend.

- Hoge belastingdruk

Een Dareco is bij de bestaande wetgeving geen optie die in aanmerking komt voor de forfaitaire fiscale behandeling met een relatief matige belastingdruk (Rijkers, 1999). Daardoor ontstaat een nadelig verschil in belastingdruk bij de optie-ontvanger omdat de Dareco progressief zou worden belast op het moment van toekenning.

- Geen keuzeregeling afdracht inkomstenbelasting aan fiscus

Ook heeft de Darecobezitter volgens de bestaande wet geen mogelijkheid om de belastingafdracht uit te stellen tot het moment van uitoefening (Rijkers, 1999). Deze mogelijkheid bestaat wel voor traditionele opties.

Deze bezwaren zijn op dit moment reëel maar kunnen worden weggenomen door hetzij een desbetreffende bepaling in het optiecontract op te nemen dat uitoefening alleen onder bepaalde voorwaarden mogelijk is hetzij door de fiscale discriminatie op te heffen tussen in hoge mate vergelijkbare producten.

2.6 Recente internationale literatuur

Personeelsopties zijn, zoals reeds opgemerkt, aanvankelijk vooral gecreëerd met het doel de beloning van managers te variabiliseren zodanig dat het managersbelang in hoge mate gaat samenvallen met het belang van de aandeelhouders. Marktwaardereducerende of zelfs waardeverslindende agencyproblemen zouden door een dergelijke variabele, op het geven van prestatieprikkels gerichte, beloning worden gereduceerd. Het mes zou bij onbeheerst gedrag van de managers immers in eigen vlees snijden. Deze verwachting zou tot waardecreatie stimuleren en tot vermindering van waardevernietiging en dus tot voorzichtigheid. De verwachting van de introductie van aandeelgebaseerde beloningsvormen is derhalve een positief buitengewoon rendement op de aandelen als gevolg van een alignment van belangen van management en aandeelhouders door vermindering van agencykosten.

In de meer specifieke optieliteratuur gaat het vooral om de volgende twee groepen van vragen:

- a. Welke zijn de belangrijkste vormen van variabele beloningen? In welke mate worden variabele beloningen in verschillende landen en sectoren toegepast? Hoe moeten de aandeelgebaseerde vormen van de groep 'variabele vormen' worden gewaardeerd als beloningsinstrument en als kostencomponent voor de onderneming?
- b. Hebben opties in de praktijk een positief effect gehad op de waarde van de onderneming ofwel leverden verstrekte opties het verhoopte buitengewoon rendement voor aandeelhouders op? Als dat niet het geval was, hadden opties dan nog een ander doel gediend en zo ja welk(e) doel(en) wa(s)ren dat dan?

In dit hoofdstuk worden deze vragen vanuit de literatuur zoveel mogelijk beantwoord echter met uitzondering van het optiewaarderingsprobleem dat bijzondere raakvlakken heeft met de inhoud van hoofdstuk 4 en om die reden daar ook zal worden besproken.

2.6.1 Vormgeving en verspreidingsgraad

In de internationale literatuur onderscheidt men verschillende vormen van variabele beloningen. Er is duidelijk behoefte aan enige schematisering. Alles overziende kunnen deze vormen in de volgende drie groepen met bijbehorende subgroepen worden ingedeeld:

I Niet aandeel-gebaseerde beloningsvormen

Deze keren alleen uit in contanten en hebben geen directe relatie met de marktprijs van de aandelen. Voorbeelden zijn:

1. vast salaris
2. winstdeling
3. bonus (jaarlijks/multi-year)

II Aandeel-gebaseerde beloningsvormen

Deze leveren een beloning op die is gerelateerd aan de marktprijs van de aandelen. Deze relatie kan technisch op twee manieren vorm krijgen:

A. Aandeel-vormgegeven beloningsvormen

Deze beloningen worden in aandelen uitbetaald. Voorbeelden zijn:

- Aandelenopties
- Restricted aandelen
- Performance aandelen

B. Cash-vormgegeven beloningsvormen

Deze beloningen worden in contanten uitbetaald. Voorbeelden zijn:

- Stock Appreciation Rights (SAR's)
- Phantom Stock
- Dareco

Aandelenopties zijn kooprechten op de aandelen van de onderneming. Deze staan centraal in dit rapport.

Restricted aandelen zijn toegekend maar mogen gedurende een bepaalde periode niet worden verkocht of overgedragen; ze vervallen als het dienstverband voortijdig wordt beëindigd.

Performance aandelen zijn toegezegde aandelen onder de voorwaarde van een voortgezet dienstverband en onderworpen aan een of meer prestatiecriteria onder lange termijn incentive plannen.

Stock Appreciation Rights zijn rechten op het verschil tussen de toekomstige marktprijs en de uitoefeningsprijs. Het gaat hier om een betaling in contanten van de pay out van de intrinsieke waarde van aandelenopties.

Phantom stock zijn rechten op de waarde van aandelen op een toekomstige datum onder de voorwaarde van gecontinueerd dienstverband en/of het voldoen aan bepaalde prestatiecriteria. Op Phantom stock wordt de waarde van Restricted stock en performance aandelen uitbetaald in contanten.

Een Dareco geeft recht op afrekening van het verschil tussen de gemiddelde beurskoers gedurende een bepaalde overeengekomen periode en de uitoefeningsprijs. De Dareco is eerder in dit hoofdstuk toegelicht.

De aandeelgebaseerde systemen zijn meer in gebruik bij beursfondsen. De cash-gebaseerde systemen zijn meer bekend in ondernemingen zonder aandelenbeursnotering en in beursondernemingen met een relatief besloten eigendomsstructuur.

Door de aandeelgebaseerde systemen op een noemer te brengen wordt door Conyon en Murphy(2000) een effectief aandelenbezitpercentage berekend dat wordt gebruikt als 'Pay-Performance Sensitivity'(PPS)-maatstaf. Deze drukt de variabiliteit uit van het totale inkomen van een manager voor veranderingen in de aandelenkoers. Hoe hoger deze PPS hoe hoger de variabiliteit van het totale inkomen van de managers ten opzichte van een gegeven stijging van de beurskoers van het aandeel. Deze PPS blijkt voor een steekproef van ongeveer 1500 Amerikaanse ondernemingen veel hoger te zijn dan voor een steekproef van ongeveer 500 ondernemingen uit het Verenigd Koninkrijk. Ook is de PPS enorm toegenomen. Voor de ondernemingen uit de S&P's 500 geldt dat de aandeelgebaseerde beloning in 1992 30% was

terwijl in 1998 dit percentage was gestegen tot 53%. Binnen deze groep waren de opties in het bijzonder verantwoordelijk voor de stijging. Restricted stock en Performance shares stegen absoluut gezien maar bleven relatief constant. Dit ging ten koste van de in groep I genoemde contanten-gebaseerde beloningsvormen die daalden van 63% tot 40%. Door gebrek aan data zijn vergelijkingen met andere Europese landen niet mogelijk

De verspreidingsgraad

Aandeelgebaseerde beloningsvormen hebben voor de managers de prettige eigenschap dat koersstijgingen van de aandelen rechtstreeks doorwerken op de waarde van hun beleggingen in de onderneming ongeacht of het om opties, Restricted stock, Performance shares of cash-gerelateerde betalingswijzen gaat. Dit creëert een financiële prikkel om het aandeelhoudersbelang te dienen. Dit is op zichzelf een voldoende reden om deze beloningsvormen in te voeren.

Als maatstaf wordt gepresenteerd de pay-performance sensitivity die kan worden geïnterpreteerd als het effectieve eigendomspercentage van de manager. Hoe hoger dit percentage hoe groter de gerichtheid op het creëren van marktwaarde.

Onderzoek toont aan dat het percentage aandelen in handen van de Amerikaanse managers gemiddeld aanzienlijk hoger is dan voor UK managers. Dit geldt ongeacht de ondernemingsgrootte en sector. Dit impliceert dat het agencyprobleem in de VS meer wordt teruggebracht dan in het VK. Hetzelfde geldt voor het optiebezit. Ook dat is in de VS veel hoger dan in het VK. Tenslotte geldt dit ook voor het bezit aan Restricted stock en performance stock. Ook deze is veel sterker aanwezig in de VS dan in het VK.

Alles bijeen genomen leidt dit tot een PPS die voor de Amerikaanse bedrijven veel groter is dan voor UK-bedrijven. Dit geldt ongeacht de keuze van het gemiddelde of de mediaan, en ongeacht de sector en de schaalgrootte van de bedrijven. Schattingen van aandeel-gebaseerde beloningsvormen in ondernemingen met een omzetcijfer van \$ 250 miljoen per jaar zijn in 1999 vermeld in tabel 2.4.

Tabel 2.4 De hoogte van de PPS in verschillende landen

	Aandeelgebaseerde beloning als percentage van de totale beloning
Nederland	15%
België	3%
Zweden	7%
Zwitserland	3%
Duitsland	10%
Verenigd Koninkrijk	17%
Frankrijk	14%
Spanje	16%
Verenigde Staten	32%

(Bron: Towers Perrin / Conyon en Murphy, 2002)

De Nederlandse positie in dit overzicht is niet extreem. Nederland bevindt zich in het gezelschap van het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Spanje. België, Zweden en Zwitserland vertonen een achterstand ten opzichte van deze landen. Alle genoemde Europese landen vertonen een duidelijke achterstand ten opzichte van de Verenigde Staten.

2.6.2 Performancemaatstaven

Niet alle aandeelgebaseerde beloningsvormen zijn onderworpen aan performance-criteria. De optie mag dan niet worden uitgeoefend voordat aan bepaalde eisen van prestaties is voldaan. Als performancecriteria worden aangelegd, moet een prestatie maatstaf worden benoemd. In het VK gebleken performancemaatstaven voor managementopties zijn:

Winst per aandeel	72%
Aandelenkoers of TSR	22%
Eigen vermogen	2%
Winst	2%
Eigen vermogen per aandeel	1%
Rentabiliteit totaal geïnvesteerd vermogen	1%
	—
Totaal	100%

(Bron: Conyon en Murphy, 2002, blz. 638, table 26.3)

Hieruit blijkt de dominantie van de winst per aandeel (wpa) als performancecriterium. Vaak wordt het wpa-criterium geconcretiseerd tot een vereiste groei van de wpa met 2% per jaar. Dit is een lage drempel voor uitoefening van opties omdat dit niet meer betekent dat de gemiddelde inflatie wordt verdiend en bovendien de winstgroei stuurbaar is door meer vreemd vermogen aan te trekken die geen waarde vertegenwoordigt. Dit is de fameuze hefboomwerking van de vermogensstructuur die door Modigliani/Miller is ontmaskerd als geen waardecreërende activiteit. Het gevaar bestaat dus reëel dat een dergelijk performancecriterium meer leverage uitlokt waardoor de faillissementskosten stijgen. Als laatste bezwaar tegen dit prestatiecriterium wijzen we op het boekhoudkundig karakter van dit criterium dat gemakkelijk te beïnvloeden is ook los van de keuze van de vermogensstructuur onder andere door de keuze van afschrijvingstermijnen en het treffen c.q. vrijvallen van voorzieningen.

Samenvattend kunnen de volgende stylized facts worden gemeld (Duffhues, Kabir en Mertens, 1999; Conyon en Murphy, 2002):

- het beloningsniveau en het gebruik van aandeelgebaseerde beloningsvormen (hierboven groep III) is in de Verenigde Staten aanzienlijk hoger dan in het algemeen in Europa
- het gebruik van aandeelgebaseerde beloningsvormen is in de Verenigde Staten sterk toegenomen in de jaren negentig van de vorige eeuw (van 82% in 1992 tot 97% in 1997)
- de trend in het gebruik van aandeelgebaseerde beloningsvormen in Europese landen is weliswaar ook positief maar relatief bescheiden

- de aanwezigheid van aandelenopties in het VK is na een sterke toename in de jaren 1979 t/m 1986 gedaald ten opzichte van andere aandeelgebaseerde beloningvormen (van bijna 100% van de ondernemingen in 1986 tot ongeveer 68% in 1997); hiervoor in de plaats traden Restricted stock en performance stock die juist in sterke mate stegen voornamelijk onder druk van de kritiek op traditionele opties.
- de aanwezigheid van aandelenopties bij Nederlandse ondernemingen was in 1997 vergelijkbaar met de situatie in het VK (rond 70% van het aantal genoteerde ondernemingen)
- de fractie van het aandeelgebaseerde inkomen als percentage van het totale inkomen van managers in Nederland was in 1999 ongeveer gelijk aan het percentage in landen als Frankrijk, Spanje en het VK. In België, Zwitserland en Zweden was dit percentage aanzienlijk lager.
- performancecriteria met betrekking tot opties zijn in het VK slechts in 22% gebaseerd op marktwaarde; zeer overwegend is de winst per aandeel performancecriterium. Twee grote bezwaren hiertegen zijn dat de wpa gemakkelijk stuurbaar is en onderhevig aan de hefboomwerking van de vermogensstructuur zonder dat de toeneming van het risico voor de aandeelhouders in rekening wordt gebracht.

2.7 De verklaring van het verschil in aandelenopties tussen de VS en Europa

Twee feitelijkheden doemen op uit het onderzoek van onder andere Conyon en Murphy (2002):

- In de VS is veel meer toepassing van aandelenopties dan in Europa.
- De financiële prikkels (niveau van PPS) zijn in Amerika veel groter dan in Europa.

Mogelijke verklaringen voor het verschil in PPS en daarmee voor het verschil in populariteit van optieregelingen tussen de VS en Europa zijn:

1. Een fellere jacht op het terugdringen van agencykosten in de VS dan in Europa inclusief het terugdringen van de voor aandeelhouders overdreven risico-aversie van managers (het traditionele principaal-agent model)

Het streven om betere managementbeslissingen en meer toewijding en inspanning op te brengen zou in de VS sterker kunnen zijn dan in Europa. Bovendien kan de traditionele risicoafkeer van managers met opties worden omgebogen. Dit is de traditionele positieve interpretatie van de hogere PPS in de VS die tot meer marktwaarde zou moeten leiden.

Toch is er weinig bewijs dat aandelenopties leiden tot een hogere marktwaarde. De weinig beschikbare onderzoeken zijn o.a. afkomstig van Yermack (1994) die positieve abnormale rendementen signaleerde, en Mehran (1995) die een positieve relatie aantrof tussen het percentage aandelen dat in handen was van managers en het aandeelgebaseerde deel van hun beloning. Frye (1999) stelt eveneens vast dat aandeelgebaseerde beloning positief samenhangt met de Tobin's Q als prestatie maatstaf. Wat Nederland betreft komen ook Duffhues, Kabir, Mertens en Roosenboom (2002) tot de vaststelling van een positieve samenhang tussen de toekenning van aandelenopties en het boekhoudkundig rendement op geïnvesteerd vermogen van de onderneming en met de toekomstige boekhoudkundige rentabiliteit van de onderneming. Dit zou echter kunnen zijn veroorzaakt door de ook in Nederland bestaande verslaggevingsusance om de kosten van opties niet te boeken als personeelskosten waardoor automatisch, maar niet als gevolg van extra prestaties van de optieontvangers, een positief maar vertekend verband ontstaat tussen opties en rendement omdat de winst toeneemt met de niet-geboekte kosten van arbeid. Het is daarom beter de ondernemingsprestaties te meten met de aanwezigheid van een buitengewoon aandeelrendement.

Kedia en Mozumdar (2002) bewandelen wel deze weg en vinden in een steekproef van 200 grote Nasdaq ondernemingen in de periode 1995-1998 aanvankelijk een positieve samenhang tussen het toekennen van opties en het optreden van een buitengewoon aandelenrendement. Drie belangrijke verklaringen zijn de aanwezigheid van financiële beperkingen bij de onderneming, de wil om te groeien en daarmee marktwaarde te scheppen en het streven om goede medewerkers aan te trekken en te behouden. Deze worden alle drie in eerste instantie empirisch bevestigd: er is een positieve relatie.

De vraag is echter waardoor dit buitengewoon rendement meer precies wordt veroorzaakt. Hiertoe is meer fine tuning in de steekproef noodzakelijk. Een mogelijke reeds genoemde verklaring is de verslaggevingsbias. Deze verklaring veronderstelt dat de financiële markt niet door de verkeerde winstcijfers heen kan kijken en aanvankelijk dus een verkeerde (te hoge)

prijstelling voor de aandelen afgeeft die later wordt gecorrigeerd als de echte kosten van de opties blijken. Kedia en Mozumdar (2002) hebben in een tweede ronde hun onderzoeksresultaten mede afhankelijk gemaakt van de verslaggevingsbias en de mate van informatie-asymmetrie en komen dan tot een andere conclusie v.w.b. de positieve significante relatie tussen opties en buitengewoon rendement (hun Table VI). Het positieve verband blijft maar de significantie verdwijnt. Daarmee scharen Kedia en Mozumdar zich uiteindelijk bij de sceptici over het bestaan van een positieve relatie tussen opties en een buitengewoon aandelenrendement. Eerder denken zij aan het falen van de markt die niet door de verslaggevingsbias kan heen kijken waardoor eerst een positief aandelenrendement en later een negatief aandelenrendement wordt gecreëerd.

Ondernemingen met een hoge informatie-asymmetrie vertonen namelijk een hoog buitengewoon rendement. Obscure fondsen die weinig belangstelling van analisten krijgen, kunnen de markt dus blijkbaar wel misleiden. Dit wijst op een inefficiëntie van de markt. (blz.22 van paper).

Er wordt bij Kedia en Mozumdar in de tweede onderzoeksrunde geen samenhang aangetroffen tussen opties en het aandelenrendement van de 200 grootste groeiers onder Nasdaq ondernemingen in de periode 1995-1998. "The difference between high and low growth firms is never significant. Higher option grants by high growth firms for incentive alignment are not associated with any significant abnormal returns"(blz. 23 paper) hetgeen de sceptici ten aanzien van opties in de kaart speelt. Daartoe behoren dus ook de onderzoekers zelf (Kedia en Mozumdar).

2. Topmanagers hebben in de VS mogelijk meer mogelijkheden om hun eigen beloningscontracten te beïnvloeden dan in Europa.

Deze contraire, negatieve interpretatie is van Yermack (1997) en Bebchuk et al (2002). Het gaat om de mogelijk grotere invloed van Amerikaanse topmanagers op hun eigen beloning dan in Europa waardoor ze voorkennis over nabije publicaties van ondernemingsresultaten zouden kunnen exploiteren. Empirische ondersteuning van Yermack (1997) en door uitspraken van bekende beleggers als Warren Buffett (1998) die opties ongeschikt acht als motiverende beloningsvorm.

3. Fiscale verklaringen

Opties kunnen relatief laag belast inkomen bij de managers opleveren gegeven de belastingwetten in sommige landen zoals de VS. Ook kunnen de kosten van opties een fiscale kostenpost opleveren.

4. Verslaggevingsvoordeel

In de VS is de intrinsieke waarde van een optie een kostenpost. Is deze nihil zoals meestal het geval is, dan is er in het geheel geen kostenpost en dus een hogere winst. Dit terwijl de economische kosten positief zijn.

Canyon en Murphy (2002) zien voor sommige landen verschillen in fiscale en accountingbepalingen die het gebruik van opties in de VS stimuleren:

- verslaggevingstechnisch zijn optiekosten in het algemeen geen kosten in de VS
- fiscaal-technisch zijn opties wel arbeidskosten v.w.b. het verschil tussen de marktprijs en de uitoefeningsprijs op het moment van uitoefening

In Europa daarentegen geldt in het algemeen dat opties fiscaal en verslaggevingstechnisch wel of niet bestaan maar niet het hybride stelsel van de VS. Als geheel komt de VS er beter uit dan Europa en dit kan een verklaring zijn voor het grotere gebruik en populariteit in de VS dan in Europa.

Veld (2003) heeft onderzocht in hoeverre in de Nederlandse verhoudingen de sinds 1998 bestaande forfaitaire belastingdruk over opties aan de werknemer een voordeel bezorgt ten opzichte van de economisch correcte waardering. Deze laatste wordt gedefinieerd als de voor dividenden en voor niet-verhandelbaarheid (tweemaal neerwaarts) aangepaste Black-Scholes waarde. Hij concludeert dan dat de fiscale druk over opties volgens de vigerende forfaitaire regeling gemiddeld aardig klopt maar in vele individuele gevallen te hoog is terwijl er toch geen verweermogelijkheid bestaat bij de fiscale autoriteiten. Voor het doel van dit rapport is het belangrijk om vast te stellen dat deze hoge belastingdruk medewerkers afkerig zal maken om aandelenopties als beloningsinstrument te accepteren. Deze door de forfaitaire regeling

opgeroepen te hoge belastingdruk in Nederland sluit aan bij Coryon en Murphy (2002) die de belasting in de VS relatief laag achten ten opzichte van andere landen.

Het gebruik van de forfaitaire fiscale regeling kan volgens Veld evenwel worden gelegitimeerd als in de fiscale formule niet de *oorspronkelijke* looptijd maar de *verwachte* looptijd wordt ingevoerd waardoor een lagere belastingdruk wordt verkregen. Veld is van mening dat de aldus gevonden forfaitaire waarde ook voor andere landen dan Nederland zou kunnen worden gebruikt. Hij houdt dan geen rekening met de door ons genoemde invloed van managers op het beslissingsproces van de onderneming en daarmee op de marktprijs van het aandeel.

5. Opties kunnen het risico van een tekort aan gekwalificeerde medewerkers verminderen waardoor het activarisico van de onderneming en daarmee de activa beta wordt verkleind (Duffhues, 2000)

Empirisch wordt dit ondersteund door het onderzoek van Kedia en Mozumdar (2002) onder 200 grote Nasdaq ondernemingen.

6. Opties kunnen voor ondernemingen met financial constraints zoals start ups een besparing van faillissementskosten opleveren doordat deze vorm van beloning geen aanslag pleegt op de liquiditeit van de onderneming.

Empirisch wordt dit argument ondersteund door Kedia en Mozumdar (2002).

2.8 De relatie tussen beloning en de economische prestaties

Van velerlei kant is in de laatste decennia van de vorige eeuw gepleit om de beloning van topmanagers meer te relateren aan de ontwikkeling van de marktwaarde van de onderneming omdat dit goed zou passen in de bestrijding van agencyconflicten tussen management en aandeelhouders. Daartoe behoorden behalve behalve beleggers zeker ook universitaire onderzoekers en auteurs. Het resultaat is geweest dat de aandeelgebaseerde beloning als percentage van het totale inkomen van topmanagers gemiddeld sterk is toegenomen, zeker in de Verenigde Staten Murphy (1999). De veronderstelling was dat hierdoor de prikkel tot het leveren van superprestaties zou toenemen en daarmee de economische prestaties van de

onderneming. Hiervan zou iedere stakeholder profiteren. Er zijn echter twee complicaties: de efficiënte markttheorie en de aanwezigheid van cash-gebaseerde maar desondanks ook stimulerende beloningsstructuren.

2.8.1 Efficiënte markttheorie

Helaas is er in de literatuur weinig bewijs voor het daadwerkelijk optreden van een positieve relatie tussen het toekennen van aandelengebaseerde beloning en de marktwaarde van de onderneming. In een efficiënte markt is dit niet zo verrassend als het lijkt. Bij aankondiging van het personeelsoptieplan zal de markt deze informatie reeds verwerken in de prijs van het aandeel. Is de fractie van het aandeelgebaseerde deel in het totale inkomen hoog (laag) dan zal de aandelenkoers in de beginsituatie relatief ook hoog (laag) zijn vanwege het anticiperen door de beleggers op de werking van de uitgedeelde prikkels. Het gemiddelde rendement van twee ondernemingen in de jaren na het uitdelen van de prikkels zal dan niet verschillen. Dit verrassende perspectief komt erop neer dat het uitdelen van incentives reeds volledig in de prijs van het aandeel is verwerkt zodat er geen nieuw effect op het rendement is te verwachten. Murphy (1999) concludeert dan ook dat het niet verrassend is dat het buitengewoon rendement niet blijkt uit onderzoek²¹. Het uitdelen van arbeidsprikkels in een efficiënte markt is hierdoor echter niet zinloos. Beleggers maken inschattingen van de extra inzet en extra slimheid van het management als deze een relatief hoge aandelengebaseerde beloning ontvangen; zij kunnen bij die inschatting evenwel fouten maken zowel wat betreft de inzet zelf als de resultaten van de inzet. De koers van het aandeel zal hierop opnieuw reageren. Ook kan betere informatie over de beloning en de beloningsstructuur van het management leiden tot aanpassingen in het koerspeil.

2.8.2 Andere beloningsstructuren

Een tweede complicatie is dat sommige ondernemingen toch al goed renderen en groeien, ook zonder aandelengebaseerde beloning voor de topmanagers. Gunstige promotiekansen en dito

²¹ In een recent verschenen case studie van Copeland en Monnet (2003) worden niet de effecten van incentives op de marktwaarde maar op de welvaart van de onderneming per periode doorgerekend. Deze worden gedefinieerd als het verschil tussen de toegenomen produktie en de toegenomen loonkosten van de verhoogde inspanning van de werknemers. Dit beginsel toepassend blijkt in de betreffende case study de produktie 11,9% toe te nemen en de extra beloningskosten 7,4%. Het netto-effect van de introductie van een bonusregeling was in deze studie dan ook 4,5% positief. De auteurs van de paper zijn van mening dat de strekking van hun conclusies niet alleen geldt voor de onderzochte case maar ook meer algemeen opgaat.

salarisgroei zijn in ruime mate aanwezig zodat andere prikkels zoals opties niet nodig zijn. Introductie van opties zou in dergelijke ondernemingen niet erg vruchtbaar zijn terwijl ze toch succesvol zijn. Succes kan ook uit andere bronnen voortkomen dan uit opties. Vergelijking van ondernemingen op het punt van geleverde economische prestaties en de beloningsstructuur van het topmanagement is daarom hachelijk omdat conclusies moeilijk zijn te trekken.

2.8.3 Implicaties

Het accepteren van de efficiënte markttheorie impliceert dat het onderzoek naar buitengewone rendementen dient te worden verlegd van de latere jaren na invoering van een optieregeling naar het jaar van aankondiging van de introductie van de personeelsoptieregeling. Probleem hiermee is dat de aankondigingsdatum die nodig is voor een 'event studie' niet duidelijk is gedefinieerd en zich hierbij verschillende keuzemogelijkheden voordoen. Een van de weinige studies is van Brickly (1985) die een positief abnormaal rendement van 2,4% bij aankondiging vond. Ook Yermack (1997) vond positieve resultaten na toekenning van opties.

De onderzoeksresultaten van Brickly en Yermack kunnen in deze gevallen wijzen op hetzij verminderde agencykosten (zodat het doel van de regeling wordt behaald) hetzij op het handig anticiperen van het management op goed nieuws dat binnenkort zal worden verspreid en waarmee men reeds bekend is (inside information). De interpretatie van een eventuele positieve relatie tussen optiebeloning en ondernemingsprestaties is dus niet eenduidig. Dit is de algemene conclusie in de literatuur.

2.9 Samenvatting en conclusies hoofdstuk 2

De belangrijkste bevindingen en conclusies uit dit hoofdstuk zijn:

- aandelenopties hebben zich ontwikkeld tot de grootste component van de totale beloning van CEO's in de VS
- samen met het aandelenbezit van de CEO's zorgen deze opties ervoor dat de welvaart van de CEO en de aandeelhouders in sterke mate zijn gerelateerd (hoge PPS)
- in Europa geldt dit alles veel minder: daar worden CEO's veel minder ruim betaald in opties en is aandelenbezit minder ruim dan in de VS
- de positieve samenhang die in sommige studies is geconstateerd tussen opties en rendement kan behalve door een superieure alignment van belangen ook zijn veroorzaakt door een grote

invloed van managers op hun eigen beloningscontracten inclusief timing van optietoekenningen zonder enige performanceverbetering zodat de uitleg van deze studies voor tweeërlei uitleg vatbaar is

- optiebeloning draagt bij aan de verlaging van het activarisico als de arbeidsmarkt krap is; dit verhoogt de marktwaarde van de onderneming
- fiscale en verslaggevingsregels spelen een zekere rol als verklaring voor de populariteit van optieregelingen, ook relatief tussen de VS en Europa
- ook aanzienlijke verschillen tussen Europese landen onderling
- optieregelingen kunnen de risico-afkeer overmatig afremmen zodat het risico van de onderneming extreem groot wordt
- verdere vergelijkende empirische studies binnen Europa zijn gewenst.

Gegeven het toegenomen gebruik van aandelenopties in de VS en andere landen rijst de vraag of deze beloningvorm waarde creëert. Het antwoord van onderzoekers is *positief* als en voorzover met de opties waardevolle medewerkers werden aangetrokken en behouden en ondernemingen die kas-arm waren in staat hebben gesteld om toch waardevolle medewerkers aan te trekken en zich een goede positie op de arbeidsmarkt te verwerven (Kedia en Mozumdar (2002)). Maar het antwoord is moeilijk te geven als het toekennen van opties was bedoeld als alignment van medewerkers en aandeelhouders: geen betere ondernemingsprestaties als opties werden verstrekt en als de betere prestaties er wel waren kunnen zij ook voortkomen uit slimme timing om opties te introduceren omdat binnenkort goed nieuws over de ondernemingsprestaties zal worden gepubliceerd.

Bezien vanuit de literatuur kan met betrekking tot opties een driedeling worden gemaakt in theorievorming, instituties en empirisch onderzoek.

Volgens de theoretische literatuur (die de relaties tussen relevant geachte variabelen - bijvoorbeeld de relatie tussen een bepaald beloningsinstrument en de doelstelling van de onderneming bestudeert), zijn aandelenopties vooral bedoeld als instrument om het agencyconflict tussen management en aandeelhouders te bezweren en daardoor de marktwaarde te verhogen. Daarnaast kunnen opties nuttig zijn om medewerkers aan te trekken en te behouden en om financieel krap zittende ondernemingen aan een betaalmiddel te helpen dat geen aanslag doet op de liquiditeit. Tenslotte konden opties in het verleden een

hulpmiddel zijn voor winstmanagement doordat in vele landen de kosten van verleende opties niet in de resultatenrekening behoeven te worden geboekt. Dit laatste is echter een onzuiver argument omdat de werking van de financiële markten hierdoor wordt gehinderd.

Volgens de institutionele literatuur (die de verschillende verschijningsvormen van beloningen, de markten en de marktpartijen, de rol van organisaties en van de overheid bestudeert) is een aandelenoptie een van de aandeelgebaseerde beloningsvormen naast andere vormen zoals Restricted stock, Performance shares en SAR's. Opties zijn in deze groep veruit het belangrijkste instrument. Zij hebben een onstuimige groei doorgemaakt vooral in de Verenigde Staten waar optiebeloning ongeveer 50% uitmaken van de totale beloning van CEO's. In Europa is de groei veel minder uitbundig geweest maar wel duidelijk aanwezig zij het onderscheiden in verschillende landen. Nederland loopt daarbij in de pas vergeleken met Frankrijk, Engeland en Spanje. België, Zweden en Zwitserland lopen duidelijk achter. Het optiegebruik verschilt niet alleen in de tijd en van land tot land maar ook per sector en per onderneming. Grote ondernemingen gebruiken gemiddeld minder opties dan kleinere en middelgrote ondernemingen. Ook gereguleerde bedrijfstakken blinken niet uit door optiegebruik in vergelijking met industriële ondernemingen.

Volgens de empirische literatuur (die zich toelegt op het onderzoek in de praktijk naar de relevantie van theoretische modellen) zijn aandelenopties niet zonder meer succesvol voorzover betreft het streven naar harmonisatie van de belangen van de aandeelhouders en de topmanagers. Mogelijk is voor managers onduidelijk hoe zij invloed kunnen uitoefenen op de aandeelhouderswaarde. De recente haussemarkt van de jaren negentig van de vorige eeuw kan een gevolg zijn van de toekenning van opties (dat zou positief zijn) maar de optieregelingen kunnen ook voortkomen uit de hoogconjunctuur. Opties kunnen dus zowel oorzaak als gevolg zijn van de gunstige economische conjunctuur. De huidige literatuur heeft hierop nog geen antwoord.

Wat zich wel aftekent is dat optieregelingen blijkbaar vooral een goedwerkend arbeidsmarktinstrument zijn geweest (medewerkers aantrekken en behouden, dus activarisico verkleinen) en minder een instrument om prestatieprikkels uit te delen aan het management om hen te bewegen zich te gedragen volgens het belang van aandeelhouders. Daarnaast spelen fiscale voordelen, verslaggevingsvoordelen en liquiditeitsvoordelen voor ondernemingen met

financial constraints een rol van betekenis. De bedoelde verslaggevingsvoordelen uit hoofde van het niet vermelden van optiekosten kunnen reële economische kosten veroorzaken wanneer hiervan een onjuiste allocatie van kapitaal in de economie het gevolg is doordat beleggers zich vergissen bij de fournering van financieringsmiddelen ten aanzien van de kwaliteit van de emittent. Het is dus zaak om dit verslaggevings-‘voordeel’ zo snel mogelijk te elimineren.

Hoofdstuk 3

Personeelsoptieregelingen, ondernemingskenmerken en economische prestaties

3.1 Dataselectie

Voor de in het onderzoek betrokken ondernemingen geldt dat alle Nederlandse beursvennootschappen zijn geselecteerd welke genoteerd waren aan Euronext Amsterdam in de periode 1 januari 1998 tot en met 31 december 2000. Als uitgangspunt voor de drie achtereenvolgende jaren geldt dat alle ondernemingen die in de Officiële Prijscourant van 31 december 1998, 1999 en 2000 zijn opgenomen, ook zijn geselecteerd. Hiervan werden de beleggingsinstellingen uitgesloten, zodat uiteindelijk over de drie achtereenvolgende jaren respectievelijk 189, 191 en 179 ondernemingen zijn opgenomen in de onderzoekspopulatie. Van deze ondernemingen werd informatie verzameld betreffende algemene ondernemingskenmerken, informatie omtrent financiële maatstaven en uiteraard gedetailleerde informatie over de personeelsoptieregelingen.

In dit hoofdstuk wordt verslag gedaan van de belangrijkste bevindingen op basis van de empirische analyse die is uitgevoerd. Daar waar mogelijk en relevant zal ook een vergelijking worden getrokken met de resultaten van het hieraan voorafgaand onderzoek waarin de verslaggeving in 1997 inzake optieregeling is beschreven (Duffhues, Kabir en Mertens, 1999), hierna te noemen Optierapport I.

3.2 Werkwijze

Het onderzoeksteam dat een identieke samenstelling kent als dat voor het Optierapport I heeft een team van assistenten samengesteld dat in 2001 en 2002 de in totaal 559 financiële verslagen (dikwijls genoemd het jaarverslag) heeft verzameld en in kaart gebracht. Opnieuw is, mede op basis van de ervaringen en uitkomsten van het eerste onderzoek, vooraf een lijst van variabelen opgesteld die als uitgangspunt dient voor de informatieverzameling per onderneming. Onverminderd geldt dat de informatieverstrekking over optieregelingen in het jaarverslag aanzienlijk varieert, hetgeen voor het onderzoek betekent dat diverse onderdelen

van het jaarverslag bestudeerd moeten worden. Dit zijn met name de jaarrekening en de toelichting hierop, het jaarverslag (waaronder het verslag van de Raad van Bestuur) en de overige gegevens. De informatie, deels kwalitatief en deels kwantitatief van aard, is een database opgeslagen. Deze laatste vormt de basis voor de hoofdzakelijk beschrijvende analyse die in dit hoofdstuk wordt gepresenteerd. De data hebben betrekking op de financiële verslagen van drie achtereenvolgende jaren, te weten 1998, 1999 en 2000. In de steekproef bevindt zich een aantal ondernemingen met een zogenaamd gebroken boekjaar, waarbij de verslagperiode (boekjaar) niet samenvalt met de kalenderperiode (kalenderjaar: 1 januari - 31 december). De gegevens van deze ondernemingen werden toegerekend aan het voorafgaande kalenderjaar als het boekjaar niet later eindigde dan 30 juni. In alle andere gevallen vond toerekening plaats aan het lopende kalenderjaar.

Deel A: Kwantitatief onderzoek naar aandelenoptieregelingen

3.3 Inleiding

In deze paragraaf zullen de resultaten van het onderzoek worden gepresenteerd. In de eerste plaats worden de kenmerken van de aangetroffen personeelsoptieregelingen in kaart gebracht (3.3.1). Daarbij is onder andere nagegaan welke ondernemingen optieregelingen kennen, voor welke categorie werknemers optieregelingen bestaan en wat de kenmerken van de vigerende optieregelingen behelzen. Telkens wordt daarbij een beeld geschetst over de drie jaren gezamenlijk als ook per afzonderlijk jaar. Dit laatste biedt inzicht in de ontwikkelingen die zich in de afgelopen drie jaren hebben voorgedaan. In de tweede plaats wordt aandacht besteed aan de prestatiekenmerken van de onderzochte ondernemingen (3.3.2). Deze onderzoeksvraag is met name interessant wanneer zij in verband wordt gebracht met de kenmerken van de personeelsopties. In de derde plaats zullen enkele algemene ondernemingskarakteristieken worden besproken (3.3.3). Deze karakteristieken zijn vergelijkbaar met de kenmerken zoals gepresenteerd in Optierapport I en tevens gebaseerd op in de internationale literatuur aanvaarde variabelen ter karakterisering van ondernemingen. De genoemde ondernemingskarakteristieken worden in verband gebracht met optieregelingen. De definities van alle onderzochte variabelen met betrekking tot de optiekenmerken, de prestatiekenmerken en de ondernemingskenmerken worden weergegeven in tabel 3.1 aan het eind van dit hoofdstuk.

Eerder in hoofdstuk 2 in dit rapport is vanuit de literatuur ingegaan op onderzoek naar het verband tussen optieregelingen en performance. Aan de hand van de ten behoeve van dit onderzoek samengestelde database kunnen ook hier enkele interessante relaties worden onderzocht. Deze worden in het laatste deel van de paragraaf gepresenteerd.

3.3.1 Optieregelingen

In deze paragraaf worden de belangrijkste kenmerken en karakteristieken van de optieregelingen beschreven. De informatie is gebaseerd op de vermelding in het financieel verslag (jaarverslag en jaarrekening) van de onderzochte ondernemingen. Daartoe zal allereerst aandacht worden besteed aan een drietal kenmerken van optieregelingen, te weten het aantal uitstaande opties, het aantal toegekende opties en tenslotte het aantal uitgeoefende opties. Daarbij is een onderscheid gemaakt tussen verschillende groepen die in aanmerking kunnen komen voor optieregelingen, namelijk Raad van Bestuur, Raad van Commissarissen, overige management, werknemers. Het onderscheid tussen deze categorieën is niet eenduidig gebleken zodat een afbakening van deze termen noodzakelijk was (zie voetnoten 1 en 2 van tabel 3.1). Tenslotte is ook het totale aantal bepaald. Deze indeling is gebaseerd op de in de externe verslaggeving aangetroffen categorieën. Naast de absolute aantallen zijn ook relatieve waarden van de bovenstaande variabelen berekend. Zoals eerder vermeld, wordt de exacte definiëring van de variabelen weergegeven in tabel 3.1.

Als eerste is in tabel 3.2 onderzocht of een aandelenoptieregeling bij een onderneming aanwezig is [aanwezig]. Er is een onderscheid gemaakt tussen ondernemingen die *expliciet* vermelden dat er geen optieregelingen geldt [afwezig] – al dan niet voor een bepaalde categorie werknemers - en ondernemingen die geen informatie hierover verstrekken [niets vermeld].

Uit de opsplitsing van de optieregeling naar verschillende categorieën blijkt allereerst dat in de onderzochte jaren een overgrote meerderheid van de ondernemingen alleen de totale omvang van de optieregeling vermelden, zonder daarbij een uitsplitsing te maken naar verschillende categorieën (Raad van Bestuur, Raad van Commissarissen, management, werknemers). Er is weliswaar over alle categorieën een trend waarneembaar dat het

percentage 'niets vermeld' afneemt in de loop van de drie jaren, desalniettemin kan worden geconcludeerd dat de informatie omtrent het al dan niet aanwezig zijn van aandelenoptieregelingen in de verslaggeving over de onderzochte periode te wensen over laat. Verder wordt opgemerkt dat de in de verslaggeving gehanteerde categorieën dikwijls niet consistent en onduidelijk is. Zo wordt in slechts enkele financiële verslagen het begrip management nader gedefinieerd.

Uit de tabel zijn een aantal specifieke observaties te maken. In de eerste plaats met betrekking tot de informatie die in de verslaggeving is opgenomen inzake totaal uitstaande opties [TOTOPT]. Hieruit blijkt dat in het jaar 2000, 168 (93%) ondernemingen informatie vermelden over het totale aantal uitstaande opties. Er zijn 29 (16%) ondernemingen die expliciet vermelden dat er geen uitstaande opties zijn. Bij 12 (7%) jaarverslagen wordt er geen expliciet melding gevonden van het totaal aantal uitstaande opties.

In de tweede plaats kan uit de tabel worden afgeleid dat de meeste optieregelingen bedoeld zijn voor de Raad van Bestuur [RVBOPT]. De percentages lopen verder op naarmate de jaren vorderen (33%, 40% en 44%), hetgeen in lijn is met de toenemende populariteit van aandelenoptieregelingen voor het topmanagement. Bovendien moet worden bedacht dat een substantieel deel van de ondernemingen niet expliciteert dat de optieregelingen alleen voor de Raad van bestuur gelden. In werkelijkheid liggen deze percentages substantieel hoger.

Tabel 3.2 biedt ook informatie omtrent de toekenning van opties. In 1998 zijn er 64 ondernemingen (34%) die de toekenning van opties aan de leden van de Raad van Bestuur vermelden [RVBGRN]. De overige 125 ondernemingen (66%) verschaffen geen informatie. Er is een kleine verbetering in deze situatie zichtbaar in 2000. Er zijn 86 ondernemingen (48%) met informatie over de toekenning van opties aan de Raad van Bestuur. Dit betekent dat meer dan helft van de Nederlandse beursondernemingen geen informatie gaven. De tabel toont tevens het aantal ondernemingen dat melding maakt van de uitoefening van personeelsopties [TOTEX]. Ook hier is sprake van een stijgende trend. In 1998 vermelden 75 ondernemingen (39%) de informatie omtrent uitoefening. In 2000 is dit lichtjes gestegen naar 92 ondernemingen (51%).

De algemene kenmerken van de aandelenoptieregelingen worden gepresenteerd in tabel 3.3, opgesplitst in absolute aantallen (panel A) en relatieve aantallen (panel B). Indien allereerst wordt gekeken naar het totale aantal uitstaande opties [TOTOPT] dan ligt het gemiddelde van de totale steekproef over de periode 1998-2000 op meer dan 2 miljoen opties per onderneming. Beperken wij de steekproef tot de ondernemingen die opties hebben toegekend, dan ligt het gemiddelde uiteraard hoger, namelijk 2,5 miljoen stuks. In vergelijking met de resultaten uit Optierapport I (over het verslagjaar 1997) wijst dit op een forse toename, deze was in 1997 namelijk 1,26 miljoen. Hierbij moet wederom de kanttekening worden gemaakt dat een aantal 'outliers' ervoor zorgt dat het gemiddelde wordt vertekend. Dat valt op te maken uit de waarde van de mediaan, die bedraagt 238.706.

Als wordt gekeken naar de gegevens van de afzonderlijke jaren in tabel 3.4, zien we een duidelijke toename van het gemiddelde aantal opties: 1998 - 1,2 miljoen; 1999 - 1,7 miljoen en 2000 - 3,4 miljoen opties (zie TOTOPT in panel A). De mediaan waarde is weliswaar substantieel lager, maar de toename manifesteert zich ook hier heel duidelijk (1998 - 180.000; 1999 - 220.000 en 2000 - 309.000 opties). Nadere analyse laat zien dat het totale aantal uitstaande opties bij alle ondernemingen over de periode 1998-2000 respectievelijk 201, 300 en 575 miljoen stuks bedroeg. Ter vergelijking, in 1997 bedroeg dit aantal ruim 147 miljoen.

Naast het totale aantal uitstaande opties [TOTOPT] is nagegaan hoeveel opties uitstaan die in het bezit zijn van de Raad van Bestuur [RVBOPT], de Raad van Commissarissen [RVCOPT], het management [MNGOPT] en de werknemers [EMPOPT]. Daarbij is het met name interessant te kijken naar de relatieve omvang van het aantal uitstaande opties voor de onderscheiden categorieën ten opzichte van het totale uitstaande opties. Panel B van tabel 3.3 geeft de relatieve aantallen weer. Het aandeel van de uitstaande opties dat in bezit is van leden van de Raad van Bestuur ten opzichte van het totaal [RVBOPT/TOTOPT] bedraagt gemiddeld bijna 29% (mediaan 24%). Gegeven het relatief geringe aantal personen binnen deze categorie blijkt hieruit dat zij naar verhouding verreweg het grootste aantal opties bezitten.

Ook blijkt dat gemiddeld zo'n 1,5% van de uitstaande opties in bezit is van de leden van de Raad van Commissarissen [RVCOPT/TOTOPT]. De meerderheid van ondernemingen kent geen optieregelingen voor commissarissen, hetgeen ook blijkt uit de mediaan waarde die nihil

is. Overigens gaat het hier over een kleine groep ondernemingen die de informatie expliciet melden (zie tabel 3.2).

De informatie omtrent uitstaande opties die in het bezit van het management en de werknemers zijn, worden apart vermeld door slechts respectievelijk ongeveer 35 en 40 ondernemingen. Uit tabel 3.3 (panel B) blijkt dat de categorieën die relatief het grootste deel uitstaande opties in bezit hebben, het management en de werknemers zijn. Echter, de interpretatie van de cijfers wordt bemoeilijkt door definitieproblemen met betrekking tot management en werknemers. Rekening houdend met het gemiddelde aantal werknemers per onderneming geeft tabel 3.3 aan dat het optiebezit per hoofd van de RvB aanzienlijk hoger is dan het bezit per hoofd van de werknemers.

Naast het aantal uitstaande opties is tevens het aantal tijdens de verslagperiode toegekende opties bestudeerd. In panel A van tabel 3.3 zijn wederom eerst de absolute aantallen weergegeven, zowel voor het totale aantal toegekende opties [TOTGRN], alsook voor de afzonderlijke categorieën (raad van bestuur [RVBGRN], raad van commissarissen [RVCGRN], management [MNGGRN] en werknemers [EMPGRN]). Het gemiddelde totaal aantal toegekende opties over de periode 1998-2000 bedroeg ruim 1 miljoen, de mediaan is daarentegen bedroeg 148 duizend. Ook hier zijn weer enkele extreme 'outliers' verantwoordelijk voor het hoge gemiddelde. De ondernemingen die de hoogste percentages aantallen opties hebben toegekend in 2000, zijn vooral 'nieuwe economie' ondernemingen (zie figuur 3.1). Verder uit panel A van tabel 3.4 blijkt dat het gemiddeld aantal toegekende opties in 2000 met 1.5 miljoen veel hoger is dan in de beide daaropvolgende jaren (respectievelijk 886.000 in 1999 en 751.000 in 1998). Op basis van de mediaan ontstaat hetzelfde beeld, deze loopt namelijk op van 99.500 in 1998, naar 132.000 in 1999 en 228.000 in 2000 [TOTGRN].

In panel B van tabel 3.3 is weergegeven de verhouding tussen het totale aantal toegekende opties in het boekjaar en het totale aantal uitstaande opties aan het eind van het boekjaar [TOTGRN/TOTOPT]. Over de gehele periode (1998-2000) bedroeg dit percentage gemiddeld 38%. De percentages op jaarbasis bedroegen respectievelijk 45% in 1998, 34% in 1999 en 37% in 2000 (panel B, tabel 3.4).

Vervolgens is gekeken naar het totaal aantal uitgeoefende opties [TOTEX]. Uit de resultaten in Panel A van tabel 3.3 blijkt dat over de periode 1998-2000 gemiddeld 524.914 opties worden uitgeoefend, de mediaan bedraagt 25.496. Vermeldenswaardig is verder dat het gemiddelde aantal uitgeoefende opties in 2000 substantieel hoger is dan in de beide voorafgaande jaren (2000: 655.834; 1999: 398.089; 1998: 508.054; zie panel A, tabel 3.4). De ondernemingen verantwoordelijk zijn voor het hoogste aantal uitgeoefende opties zijn gevestigd in de automatisering en staal branche. Bij een 24-tal ondernemingen werden gedurende het jaar 2000 geen opties uitgeoefend. In panel B van tabel 3.3 is de verhouding weergegeven tussen het aantal uitgeoefende opties in het boekjaar en het totale aantal uitstaande opties aan het eind van het boekjaar [TOTEX/TOTOPT]. Gemiddeld over de periode 1998-2000 is dit 16%, de mediaan bedraagt 6%.

Tenslotte is in panel B van tabel 3.3 de verhouding weergegeven tussen het aantal uitstaande opties en het aantal uitstaande gewone aandelen [TOTOPT/NS]. Gemiddeld blijken de uitstaande opties 2,5% van de totale hoeveelheid uitstaande opties te bedragen. De mediaan ligt op 1,9%. Het beeld over de drie afzonderlijke jaren laat zien dat dit percentage geleidelijk aan oploopt (1998: 2,2%; 1999: 2,5%; 2000: 2,9%; zie panel B van tabel 3.4). Dit geldt ook voor de mediaan.

3.3.2 Financiële prestatiekenmerken

Tabel 3.5 bevat informatie over verschillende financiële prestatie maatstaven van de ondernemingen berekend over de periode 1998-2000 als geheel. Het gaat hier in totaal om dertien verschillende variabelen die zijn berekend. (De exacte definities van deze prestatiekenmerken worden weergegeven in tabel 3.1). Conform het gebruik in de literatuur zijn de boekhoudkundige ratio's hoger dan 100% en lager dan -100% gedefinieerd als 100%, respectievelijk -100%. De resultaten op basis van de afzonderlijke jaren worden gepresenteerd in tabel 3.6.

De gemiddelde ROA-1 van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen over de onderzochte periode bedraagt 4,7%, voor ROA-2 is het gemiddelde 9,8%. ROS-1 en ROS-2 bedragen respectievelijk 2,6% en 7,3%. De ROE-1 en ROE-2 maatstaven geven een min of meer vergelijkbaar beeld, de gemiddelde waarde over de periode 1998-2000 bedraagt 17,3%

en 15,8%. Een andere dikwijls gehanteerde maatstaf is de koers/winst-verhouding [P/E]. Het gemiddelde over de drie jaren bedroeg 16,2, de mediaan is 11,1. De gemiddelde P/E voor de afzonderlijke jaren beliep 14,4 in 1998, 18,9 in 1999 en 15,2 in 2000 (zie tabel 3.6). De beide M/B ratio's tonen een gemiddelde van 5,3 (M/B-1) en 5,0 (M/B-2). De mediaan ligt in beide gevallen beduidend lager, hetgeen wederom is terug te voeren op een aantal 'outliers'. De Q-ratio is gemiddeld 2,4, de mediaan komt uit op 1,3. Tenslotte is het totaal jaarrendement van het gewone aandeel berekend [RET]. Het gemiddelde aandelenrendement over de onderzochte periode bedraagt 4,6%. Indien we naar de afzonderlijke jaren kijken in tabel 3.6 blijkt dat het gemiddelde rendement in 2000 een negatieve waarde gekregen heeft (-1.4%).

3.3.3 Algemene ondernemingskenmerken

In tabel 3.7 worden de volgende algemene ondernemingskenmerken weergegeven: de boekwaarde van het totaal geïnvesteerd vermogen [TA], de netto omzet [TS], marktwaarde van het eigen vermogen [MVE], de marktwaarde van het totaal geïnvesteerd vermogen [MV], het gemiddeld aantal werknemers [EMPL], de verhouding tussen het vreemd vermogen en eigen vermogen (gemeten volgens een drietal verschillende maatstaven [LEV-1, LEV-2, LEV-3], de gerapporteerde winst per gewoon aandeel [EPS] en het dividend per gewoon aandeel [DPS].

De gemiddelde omvang van de onderzoekspopulatie varieert sterk. Traditioneel is in Nederland een relatief kleine groep ondernemingen, de multinationals, qua omvang significant groter dan de overige beursfondsen. De volgende cijfers illustreren dit. De over de periode 1998-2000 gemiddelde waarde van de variabelen totale activa [TA] en netto-omzet [TS] bedraagt € 10.468 mln. respectievelijk € 2.678 miljoen, terwijl de mediaan ligt op € 253 miljoen respectievelijk € 288 miljoen. Enkele zeer grote ondernemingen zijn verantwoordelijk voor het hoge gemiddelde, zoals ING, ABN-AMRO, Fortis, Aegon, Kon. Olie, Philips, Ahold en Unilever. Hetzelfde kan worden geconcludeerd voor de marktwaarde van het eigen vermogen en het totale vermogen. De gemiddelde marktwaarde van het eigen vermogen (MVE) over de periode 1998-2000 bedraagt € 3.478, tegenover een mediaan van € 178 miljoen. De totale marktwaarde (MV) is gemiddeld € 11.659 miljoen en de mediaan bedraagt € 383 miljoen. De grootste onderneming (Kon. Olie) heeft een marktwaarde van eigenvermogen [MVE] van € 140 miljard in 2000, de kleinste (Burgman Heybroek) € 3,6

miljoen in 2000. Vandaar dat de mediaan een beter beeld geeft van de omvang van ondernemingen. Hetzelfde geldt voor het aantal werknemers. De onderneming met het grootste aantal werknemers is Philips, het gemiddelde over de jaren 1998-2000 bedroeg 248.053. Het gemiddelde ligt mede hierdoor op 10.834 werknemers, terwijl de mediaan slechts bedraagt 1.678. De resultaten op jaarbasis over alle algemene ondernemingskenmerken zijn opgenomen in tabel 3.8. Hieruit valt op te maken dat de daling van het aantal werknemers zich vooral in 1998 heeft gemanifesteerd.

De vermogensstructuur van ondernemingen is volgens drie alternatieve maatstaven berekend (zie tabel 3.1 voor de definities). De mediaan van LEV-1 (vreemd vermogen lang exclusief voorzieningen met een vreemd vermogen karakter) bedraagt slechts 0.097 (zie tabel 3.7). De verhouding lang vreemd vermogen ten opzichte van het totale vermogen is 10% versus 90%. Overigens geldt dat de hier berekende solvabiliteitsratio's voor financials sterk afwijkend zijn in vergelijking met de overige ondernemingen (industrie, handel en dienstverlening). Ook voor LEV-1 geldt dat het gemiddelde en de mediaan sterk afwijken, hetgeen te wijten is aan outliers. Voor LEV-2 (totale vreemd vermogen exclusief voorzieningen met een vreemd vermogen karakter) kent de mediaan een waarde van 0.584, hetgeen overigens dicht bij de gemiddelde waarde ligt. Indien we deze ratio vergelijken met LEV-1 kan worden geconcludeerd dat het aandeel kort vreemd vermogen een substantieel deel uitmaakt van het totale vermogen van de onderzochte ondernemingen. De laatste ratio, LEV-3 (totaal vreemd vermogen inclusief voorzieningen met een vreemd vermogen karakter) geeft een min of meer gelijk beeld als LEV-2. Indien we tenslotte nog naar de ontwikkeling binnen de afzonderlijke jaren kijken (tabel 3.8), dan valt op te merken dat het aandeel vreemd vermogen voor alle drie maatstaven in 1999 is toegenomen ten opzichte van een jaar eerder, maar deze stijging heeft zich in 2000 niet verder voortgezet.

Tenslotte is in deze rubriek nog een tweetal financiële maatstaven meegenomen in de analyse. In de eerste plaats is de gerapporteerde winst per aandeel in kaart gebracht (EPS). De mediaan is € 1,28 over de periode 1998-2000. Uit de analyse per jaar valt op te maken dat de winstgevendheid in 1998 het hoogst was en de beide opvolgende jaren een daling vertoont (tabel 3.8). De tweede financiële maatstaf opgenomen in tabel 3.7 is het dividend per gewoon aandeel (DPS). De mediaan is € 0.50, het maximum bedraagt € 48,78 en het minimum is 0.

Op jaarbasis bezien wordt de trend die bij EPS werd geconstateerd bevestigd, het jaar 1998 laat het hoogste DPS zien.

Ook is onderzocht in welke bedrijfstak de ondernemingen actief zijn. In tabel 3.9 is de bedrijfstakverdeling zowel over alle jaren als de afzonderlijke jaren weergegeven. In totaal zijn er 13 bedrijfstakken onderscheiden. De bedrijfstak waarin de meeste ondernemingen voorkomen is bouw/installatie/inrichting, zijnde 16% van alle onderzochte ondernemingen. De op een na grootste bedrijfstak is informatietechnologie (12%), gevolgd door de sector dienstverlening met 11%. De bedrijfstakken media en transport vertegenwoordigen de kleinste aantallen ondernemingen, beide 4%.

Naast de bedrijfstakindeling van alle onderzochte ondernemingen hebben wij de onderlinge variatie in het gebruik van opties tussen verschillende bedrijfstakken ook onderzocht. Om een juiste vergelijking te maken, analyseren wij alle optievariabelen in procenten in plaats van de absolute waarden. De resultaten worden weergegeven in tabel 3.10. Hieruit blijkt dat de leden van de Raad van Bestuur van ondernemingen in de sectoren metaal/kapitaalgoederen, papier/verpakking en groothandel het hoogste percentage opties bezitten [RVBOPT/TOTOPT]. Aan de andere kant hebben de bestuurders van ondernemingen in de sectoren financiële instellingen, informatietechnologie en elektronica het laagste percentage opties. De bedrijfstakken zoals informatietechnologie, metaal/kapitaalgoederen, financiële instellingen en detailhandel tonen gedurende de drie onderzochte jaren het hoogste percentages uitgeoefende [TOTEX/TOTOPT] en uitstaande [TOTOPT/NS] opties. Ondernemingen behorende tot de traditionele bedrijfstakken zoals de bouw/installatie/inrichting, groothandel, media, transport en voeding tonen de laagste fracties van de uitstaande opties [TOTOPT/NS].

3.3.4 De relatie tussen de optieregelingen en de ondernemingsprestaties

In dit deel van het hoofdstuk wordt de relatie tussen het toekennen van personeelsopties en de performance van de ondernemingen empirisch onderzocht. Allereerst wordt aandacht geschonken aan de correlatie tussen deze twee dimensies. In tabel 3.11 zijn de optiekarakteristieken met een aantal performance maatstaven in verband gebracht. De tabel bevat een correlatie matrix waarbij is nagegaan of er relatie bestaat tussen de in tabel 3.3,

panel B besproken belangrijke kenmerken van optieregelingen (de relatieve aantallen) en de in tabel 3.5 gepresenteerde financiële prestatie maatstaven. Uit de tabel blijkt dat de variabele die het relatieve aandeel van de door de Raad van Bestuur in bezit zijnde opties ten opzichte van het totale aantal uitstaande opties weergeeft [RVBOPT/TOTOPT], een negatief verband met een aantal performance maatstaven vertoont. Dit negatief verband is statistisch significant bij de maatstaven zoals rendement op eigen vermogen (ROE-2: -0.14), rendement op omzet (ROS-2: -0.21) en koers/winst verhouding (P/E: -0.18). Met andere woorden, deze resultaten suggereren dat naarmate het relatieve aandeel optiebezit van bestuursleden toeneemt de rentabiliteit en de koers/winst verhouding van de onderneming afneemt. Al met al een opmerkelijk resultaat. Maar, de correlatie van deze variabele [RVBOPT/TOTOPT] is niet statistisch significant met de andere performance maatstaven zoals rendement op geïnvesteerd vermogen (ROA-2), aandeelrendement (RET), Q-ratio (Q), enz. Ook voor de in de onderzochte periode aan bestuursleden toegekende opties [RVBGRN/TOTGRN] en totale toegekende opties [TOTGRN/TOTOPT] geldt geen statistisch significant verband met alle in de tabel genoemde performance maatstaven.

Een andere opmerkelijke bevinding is dat drie performance kenmerken (ROA-2, ROE-2 en ROS-2) een significante negatieve correlatie vertoont met de verhouding tussen het aantal uitgeoefende opties en het aantal uitstaande opties [TOTEX/TOTOPT]. Enkel ROS-2 vertoont een significante negatieve correlatie met de verhouding tussen het aantal uitstaande opties en het aantal uitstaande aandelen [TOTOPT/NS]. Alle overige maatstaven blijken geen significante relatie te tonen met deze twee optievariabelen. De correlatie analyse tussen het toekennen van personeelsopties en de performance van de ondernemingen verschaft dus geen eenduidig resultaat omdat dit afhankelijk is van de definitie van performance. Tabel 3.11 toont tevens dat verschillende performance maatstaven onderling significant positief gecorreleerd zijn. Dit betekent dat het gebruik van de ene of de andere performance maatstaf bij een statistische analyse tot ongeveer hetzelfde resultaat zal leiden.

De uitkomsten van een empirische analyse naar de relatie tussen personeelsoptie- en algemene ondernemingskenmerken worden weergegeven in tabel 3.12. De tabel bevat ook een correlatie matrix waarbij is nagegaan of er verbanden bestaan tussen de eerder genoemde optievariabelen en de in tabel 3.7 gepresenteerde algemene ondernemingskenmerken. De eerste variabele [RVBOPT/TOTOPT], die het relatieve aandeel van de door de Raad van

Bestuur in bezit zijnde opties ten opzichte van het totale aantal uitstaande opties weergeeft, vertoont een negatief verband met alle ondernemingskarakteristieken. Er is een significant negatief verband met ondernemingsomvang, gemeten aan de hand van totale activa [TA], omzet [TS], marktwaarde van eigen vermogen [MVE], het totale geïnvesteerde vermogen [MV], aantal werknemers [EMPL] en de vermogensstructuur [LEV-2]. Tevens bestaat een significant negatief verband met de winst per gewoon aandeel [EPS].

Hetzelfde resultaat geldt voor de variabele [RVBGRN/TOTGRN], waarmee de verhouding tussen de aan de raad van bestuur toegekende opties en het totale aantal toegekende opties in het boekjaar wordt weergegeven. Afwijkend is het resultaat dat bij deze variabele geen significant verband met de winst per aandeel aanwezig is. De vermogensstructuur [LEV-2] is de enige ondernemingskenmerk dat positief correleert met het totale aantal toegekende opties in verhouding tot het totaal aantal uitstaande opties [TOTGRN/TOTOPT]. Dit betekent dat ondernemingen die meer met vreemd vermogen zijn gefinancierd een groter aantal opties hebben toegekend (ten opzichte van het totale aantal uitstaande opties). Dit verband is statistisch significant op het 10 procent niveau. Geen enkele ondernemingskenmerken tonen een significante relatie met de verhouding tussen het aantal uitgeoefende opties en het aantal uitstaande opties [TOTEX/TOTOPT]. De meeste kenmerken tonen wel een significante relatie met de verhouding tussen het aantal uitstaande opties en het aantal uitstaande aandelen [TOTOPT/NS].

Om de relatie tussen de toekenning van personeelsopties en ondernemingsprestaties verder te onderzoeken, worden de kenmerken van de optieregelingen van de ondernemingen vergeleken op basis van verschillende gradaties van prestaties. Elk jaar worden de onderzochte ondernemingen op basis van hun financiële prestaties ingedeeld in vier gelijke groepen (1 = laag, 4 = hoog). De gemiddelde percentages van personeelsopties van deze ondernemingsgroepen worden dan berekend. De verkregen resultaten worden weergegeven in tabel 3.13 (deze gemiddelde waarden worden eveneens weergegeven in figuur 3.3). Het verschil in opties tussen de hoogste en de laagste groepen wordt berekend en getoond in de laatste kolom van de tabel.

De resultaten over het relatieve optiebezit van de leden van de raad van bestuur [RVBOPT/TOTOPT], de relatieve opties toegekend aan de Raad van bestuur

[RVBGRN/TOTGRN] en het relatieve totale aantal opties toegekend door de onderneming [TOTGRN/TOTOPT] worden weergegeven in panels A, B en C. Uit de resultaten blijkt dat het merendeel van de geconstateerde verschillen in optiekenmerken statistisch niet significant zijn. Zo zijn bijvoorbeeld de verschillen in percentages optiebezit door bestuurders van ondernemingen met het laagste en het hoogste rendement op geïnvesteerd vermogen (ROA-2) in de jaren 1998, 1999 en 2000 respectievelijk -1,2%, 1,3% en 1,9% (zie panel A). Deze verschillen zijn echter statistisch te verwaarlozen. In een aantal gevallen is vastgesteld dat ondernemingen met een lagere fractie van bestuurdersopties [RVBOPT/TOTOPT] een hogere prestatiegraad in het desbetreffende jaar vertonen. Bijvoorbeeld, in alle drie onderzochte jaren zijn de verschillen in percentages optiebezit ingedeeld op basis van rendement op omzet (ROS-2) negatief. In 1999 en 2000 zijn de negatieve waarden wel statistisch significant. Dit resultaat is in overeenstemming met de eerder gevonden negatieve correlatie tussen opties en performance (tabel 3.11). Opmerkelijk is het feit dat het omgekeerde resultaat bij sommige andere gevallen ook wordt gevonden. Ter illustratie: in panel C constateren wij dat ondernemingen met een hogere fractie van toegekende personeelsopties [TOTGRN/TOTOPT] een hogere waarde van de verhouding marktwaarde versus boekwaarde van eigen vermogen (M/B-2) vertonen. De verschillen in toekenning van opties op jaarbasis bedragen 0,01 in 1998, 0,192 in 1999 en 0,132 in 2000. De positieve waarden in de laatste twee jaren zijn statistisch significant.

Samenvattend kan worden geconcludeerd dat de relatie tussen de toekenning van personeelsopties en de ondernemingsprestaties niet eenvoudig te meten is. Men kan niet met zekerheid vaststellen dat Nederlandse ondernemingen die de laatste jaren relatief meer opties toegekend hebben een betere performance vertonen. De bevinding dat er geen significante optie - performance relatie vast te stellen is, is ook niet geheel onverwacht gezien de eerder gemaakte theoretische beschouwingen in hoofdstuk twee. De financieel-economische literatuur kent nog verschillende andere motieven toe aan het verlenen van personeelsopties die blijkbaar een belangrijkere rol spelen. Bovendien vereist een betere empirische analyse de simultaan controle van vele andere factoren die de prestatie van ondernemingen ook beïnvloeden.

Wij hebben de relatie tussen personeelsopties en ondernemingskenmerken verder onderzocht. De ondernemingen werden gerangschikt op basis van verschillende kenmerken (zoals de

totale activa, de marktwaarde, enz.) en daarna verdeeld in vier gelijke groepen (1 = laag, 4 = hoog). De gemiddelde percentages van personeelsopties van deze groepen worden gepresenteerd in tabel 3.14 en in grafiek 3.3. De resultaten van panels A en B tonen aan dat er statistisch significant verschil in opties bestaat tussen ondernemingen met lage en hoge omvang [TA en MV] en aantal werknemers [EMPL]. De verschillen in optiebezit door bestuurders van ondernemingen met de laagste en de hoogste totale activa (TA) in de jaren 1998,1999 en 2000 zijn respectievelijk $-0,216$, $-0,234$ en $-0,267$ (zie panel A). Deze negatieve verschillen zijn statistisch significant. Dit impliceert dat ondernemingen die relatief minder totale activa bezitten een groter aantal percentages opties aan de leden van de Raad van Bestuur hebben toegekend. Soortgelijk resultaat wordt gevonden bij ondernemingen met een groter aantal werknemers.

Deel B: Kwalitatief onderzoek naar het algemene optiebeleid

3.4 Inleiding

Evenals in optierapport I (over 1997) is in de analyse ten behoeve van het onderzoek naar optieregelingen in Nederland ook aandacht geschonken aan beleidsaspecten van ondernemingen ten aanzien van het toekennen van opties. Daarbij geldt dat dit slechts mogelijk is voor zover hierover in de verslaggeving informatie is opgenomen. Daarbij wordt een tweetal aspecten nader beschouwd, te weten de plaats van de informatie in de verslaggeving over optieregelingen en de motieven van optieverlening door ondernemingen.

3.5 Rubricering

Ten aanzien van de plaats van de informatie over optieverlening is een onderscheid gemaakt naar drie mogelijke vindplaatsen: (a) het directieverslag, (b) de toelichting op de balans en (c) elders in het jaarverslag. Overigens dient te worden opgemerkt dat de informatie zeer summier of zeer uitgebreid kan zijn. In algemene zin kan worden geconcludeerd dat de grotere ondernemingen in hun informatieverstrekking ruimhartiger zijn, maar dat uniformiteit nog grotendeels ontbreekt. Ten opzichte van de resultaten van Optierapport I ontstaat het beeld dat de hoeveelheid informatie die werd verstrekt over optieregelingen is toegenomen in de periode 1998-2000. Zo neemt in de onderzochte periode het aantal ondernemingen toe dat

een mutatieoverzicht heeft opgenomen (met daarin onder meer opgenomen informatie over de beginstand van het aantal uitstaande opties, de in de periode toegekende opties, de in de periode uitgeoefende opties, de uitoefeningprijs en de vervallen optierechten). Ook is de informatie op het niveau van individuele bestuurders alsook de opsplitsing naar overige categorieën verbeterd ten opzichte van 1997. Toch zijn er ook nog kritische kanttekeningen te plaatsen. De verschillen in mate van disclosure blijven groot en is de uniformiteit nog altijd ver te zoeken. Vanuit een gebruikersperspectief is dit niet wenselijk.

Uit de resultaten zoals weergegeven in tabel 3.15 kan worden afgeleid dat in 60% van de jaarverslagen van ondernemingen die een optieregeling kennen de informatie hieromtrent in de toelichting op de balans wordt gegeven (dit percentage is nagenoeg constant over de onderzochte jaren 1998-2000). Meer specifiek geldt dat de informatie in de toelichting op de mutaties in het eigen vermogen van de onderneming is opgenomen. Bij 30% van de ondernemingen is de informatie zowel in de toelichting als in het directieverslag terug te vinden. Gemiddeld 5% van de ondernemingen met een optieregeling vermeld de informatie enkel in het directieverslag. Tenslotte geldt voor de resterende 5% dat de informatie verspreid is over meerdere plaatsen (categorie c in combinatie met a en b). Idealiter wordt alle informatie over optieregelingen vermeld als onderdeel van het bestuursverslag, immers het gaat primair om een verzameling van instrumenten van de arbeidsmarkt. De hiermee verband houdende vraagstukken horen naar hun aard niet thuis in de toelichting op de balans.

Het tweede aspect dat is onderzocht in het kader van de kwalitatieve analyse heeft betrekking op de motieven. Daartoe is een zestal sub-rubrieken onderscheiden. De eerste rubriek (a) is gereserveerd voor zeer algemene formuleringen. In rubriek (b) zijn specifieke motieven opgenomen (opties als beloningsinstrument, in verband met medezeggenschapsdoel op langere termijn, als fiscaal gunstige vorm van arbeidsbeloning, als bindmiddel van werknemers aan de onderneming, als middel voor toekomstige uitgifte van aandelen, als agencyconflicten-mitigerend instrument). In rubriek (c) zijn ondernemingen geïdentificeerd die concrete criteria aangeven voor toekenning. Rubriek (d) betrof de vraag of toekenning alleen aan managers plaats vindt en (e) is gereserveerd voor het geval alle personeelsleden met inbegrip van managers worden genoemd. De laatste mogelijkheid (f) is dat opties werden verleend als substituuat voor een andere vorm van financiële werknemersparticipatie

(bijvoorbeeld in plaats van meer traditionele converteerbare obligaties). Tabel 3.16 biedt een overzicht van de door ondernemingen met optieregelingen vermelde motieven.

Een grote groep ondernemingen presenteert motieven die kunnen worden gerubriceerd onder de noemer algemene motieven (1998: 68; 1999: 71 en 2000: 60). De conclusie hieruit zou kunnen zijn dat ondernemingen onvoldoende duidelijk maken wat de redenen zijn voor het implementeren van optieregelingen. Van de ondernemingen die wel specifieke motieven vermelden (1998: 38; 1999: 39; 2000: 35) is het meest genoemde motief (1998: 22; 1999: 26; 2000: 20) de opties als bindmiddel van werknemers aan de onderneming.

Ten aanzien van de rubrieken (d) en (e) blijkt uit de tabel dat in de periode 1998-2000 respectievelijk 59, 53 en 47 ondernemingen opties toekenden uitsluitend voor het management, terwijl de toekenning aan alle personeelsleden (inclusief managers) door respectievelijk 56, 64 en 53 ondernemingen wordt vermeld.

3.6 Samenvatting en conclusies hoofdstuk 3

In dit hoofdstuk is verslag gedaan van de belangrijkste bevindingen van de empirische analyse van optieregelingen. De analyse had betrekking op de periode 1998-2000 en er werden respectievelijk 189 (in 1998), 191 (in 1999) en 179 (in 2000) beursgenoteerde ondernemingen betrokken in het onderzoek. In totaal werden 559 financiële verslagen geanalyseerd om de benodigde informatie te verzamelen. Allereerst is op basis van de verstrekte informatie nader onderzocht wat de kenmerken van de waargenomen optieregelingen inhoudt. Er wordt vastgesteld dat in de onderzochte jaren een overgrote meerderheid van de ondernemingen alleen de totale omvang van de optieregeling vermelden, zonder daarbij een uitsplitsing te maken naar de Raad van Bestuur, de Raad van Commissarissen, overige managers en werknemers. De meeste gehanteerde optieregelingen zijn bedoeld voor de leden van de Raad van Bestuur. Het aandeel van de uitstaande opties dat in bezit is van leden van de Raad van Bestuur ten opzichte van het totaal bedraagt gemiddeld bijna 30% (mediaan 24%). Ruim helft van de Nederlandse beursondernemingen vermelden geen informatie omtrent de toekenning van opties aan de Raad van Bestuur. Het gemiddelde totale aantal uitstaande opties per beursgenoteerde onderneming over de periode 1998-2000 is meer dan twee miljoen opties per onderneming. Het gemiddelde totaal aantal toegekende opties over deze periode bedroeg ruim

een miljoen. De gemiddelde verhouding tussen het totale aantal toegekende opties in het boekjaar en het totale aantal uitstaande opties aan het eind van het boekjaar bedraagt 38%. Tenslotte, gemiddeld blijken de uitstaande opties 2,5% van de totale hoeveelheid uitstaande aandelen te bedragen.

Daarnaast is een algemene omschrijving gegeven van de kenmerken van de onderzochte beursondernemingen en hun financiële prestaties. De over de periode gemiddelde waarde van de totale activa [TA] en netto-omzet [TS] bedraagt € 10.468 mln. respectievelijk € 2.678 miljoen, terwijl de mediaan ligt op € 253 miljoen respectievelijk € 288 miljoen. De gemiddelde marktwaarde van het eigen vermogen over de periode bedraagt € 3.478 miljoen, tegenover een mediaan van € 178 miljoen. De totale marktwaarde is gemiddeld € 11.659 miljoen en de mediaan bedraagt € 383 miljoen. Enkele zeer grote ondernemingen zijn verantwoordelijk voor de verschillen tussen het gemiddelde en de mediaan.

De gemiddelde rentabiliteit van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen gemeten door ROA-2 en ROE-2 bedragen respectievelijk 9,8% en 15,8%. Een andere, dikwijls gehanteerde, maatstaf is de koers/winst-verhouding. Het gemiddelde over de drie jaren bedroeg 16,2, de mediaan is 11,1. De Q-ratio is gemiddeld 2,4, de mediaan komt uit op 1,3. Tenslotte, het gemiddelde aandelenrendement over de onderzochte periode bedraagt 4,6%.

Ook is onderzocht in welke bedrijfstak de ondernemingen actief zijn. De bedrijfstakken waarin de meeste ondernemingen voorkomen is bouw/installatie/inrichting (16%), informatietechnologie (12%) en dienstverlening (11%). Uit verdere analyse blijkt dat de leden van de Raad van Bestuur van ondernemingen in de sectoren metaal/kapitaalgoederen, papier/verpakking en groothandel het hoogste percentage opties bezitten. De bedrijfstakken zoals informatietechnologie en metaal/kapitaalgoederen tonen gedurende de drie onderzochte jaren zeer hoge percentages uitgeoefende en uitstaande opties.

In het laatste deel van het hoofdstuk werd aandacht besteed aan de relatie tussen ondernemingskenmerken en optieregelingen. Uit de analyse blijkt dat de correlatie van de variabele die het percentage optiebezit van de Raad van Bestuur weergeeft statistisch significant is met slechts een drietal performance maatstaven terwijl er geen significantie met de vijf andere maatstaven is. Voor de aan de bestuursleden toegekende opties en totale

toegekende opties geldt geen statistisch significant verband met alle onderzochte performance maatstaven. In een additionele analyse worden de kenmerken van de optieregelingen op basis van hoge en lage ondernemingsprestaties vergeleken. Hieruit blijkt dat het merendeel van de geconstateerde verschillen in optiekenmerken tussen de hoogste en de laagste performance groepen statistisch ook niet significant zijn. Er wordt geen ondersteuning gevonden voor de stelling dat de Nederlandse ondernemingen die de laatste jaren relatief meer opties toegekend hebben een betere performance verwezenlijken.

Er is ook een aantal kritische kanttekeningen in dit deel van het empirisch onderzoek. Er wordt geen aandacht besteed aan aspecten als looptijd van de opties, beperkende voorwaarden voor opties, uitgeoefende opties, vervallen opties, 'repricing' (in casu het verlagen van opties), de verwerking van toegekende en uitgeoefende opties in de jaarrekening. Het is zeer lastig informatie rondom deze aspecten op een systematische manier te verzamelen.

In het kwalitatieve onderzoek naar het algemene optiebeleid van ondernemingen werd een tweetal aspecten beschouwd, te weten de vindplaats van de informatie over opties in het jaarverslag en de motieven om opties te verlenen. Gebleken is dat de hoeveelheid informatie over optieregelingen in de periode 1998-2000 is toegenomen. Gemiddeld vermelden 60% van de ondernemingen de informatie in de toelichting op de balans. Bij 30% wordt de toelichting en het directieverslag voor dat doel gebruikt. Gemiddeld vermeldt 5% van de ondernemingen de informatie in het bestuursverslag. De resterende 5% vermeldt de informatie verspreid over meerdere plaatsen. Theoretisch zou worden verwacht dat beschouwingen over het optiebeleid van de onderneming niet in de toelichting op de balans of resultatenrekening maar in het verslag van het bestuur in de paragraaf Personeel wordt behandeld.

Bij het onderzoek naar de motieven werden zes subrubrieken onderscheiden. Een grote groep van 68 ondernemingen (1998) respectievelijk 71 ondernemingen (1999) respectievelijk 60 ondernemingen (2000) presenteert algemene motieven voor de toekenning van opties. Van de ondernemingen die specifieke motieven vermelden is de groep b4 het grootst (opties als bindmiddel van werknemers aan de onderneming). Uit de subgroep D en E blijkt dat nagenoeg evenveel ondernemingen opties uitsluitend toekenden aan het management als aan alle personeelsleden (ongeveer 55 ondernemingen).

Tabel 3.1 Definities van variabelen

Panel A. Kenmerken van personeelsoptieregelingen

I. Absolute aantallen

Uitstaande opties

RVBOPT	het aantal <i>uitstaande</i> opties aan het einde van het boekjaar <i>in het bezit</i> van de Raad van Bestuur (als groep)
RVCOPT	het aantal <i>uitstaande</i> opties aan het einde van het boekjaar <i>in het bezit</i> van de Raad van Commissarissen (als groep)
MNGOPT	het aantal <i>uitstaande</i> opties aan het einde van het boekjaar <i>in het bezit</i> van het management ²²
EMPOPT	het aantal <i>uitstaande</i> opties aan het einde van het boekjaar <i>in het bezit</i> van de werknemers ²³
TOTOPT	het totaal aantal <i>uitstaande</i> opties aan het einde van het boekjaar

Toegekende opties

RVBGRN	het aantal opties <i>toegekend</i> aan de Raad van Bestuur in het boekjaar
RVCGRN	het aantal opties <i>toegekend</i> aan de Raad van Commissarissen in het boekjaar
MNGGRN	het aantal opties <i>toegekend</i> aan het management in het boekjaar
EMPGRN	het aantal opties <i>toegekend</i> aan de werknemers in het boekjaar
TOTGRN	het totale aantal opties <i>toegekend</i> in het boekjaar

Uitgeoefende opties

TOTEX	het totale aantal opties <i>uitgeoefend</i> in het boekjaar
-------	---

²² De term management bevat in principe alle sub-top leiding gevende functionarissen. Als de optie verdeling over RvB en de managers niet bekend is, is het totaal ingevuld onder “management”.

²³ Met werknemers wordt bedoeld alle niet-managers (het gehele overige personeel). Deze variabele is alleen ingevuld als expliciet gegeven is dat het voltallige personeel opties kan krijgen.

II. Relatieve aantallen

$\frac{RVBOPT}{TOTOPT}$ de verhouding tussen het totale aantal *uitstaande* opties in bezit van de Raad van Bestuur en het totale aantal uitstaande opties aan het eind van het boekjaar

$\frac{RVCOPT}{TOTOPT}$ de verhouding tussen het totale aantal *uitstaande* opties in bezit van de Raad van Commissarissen en het totale aantal uitstaande opties aan het eind van het boekjaar

$\frac{MNGOPT}{TOTOPT}$ de verhouding tussen het totale aantal *uitstaande* opties in bezit van het management en het totale aantal uitstaande opties aan het eind van het boekjaar

$\frac{EMPOPT}{TOTOPT}$ de verhouding tussen het totale aantal *uitstaande* opties in bezit van de werknemers en het totale aantal uitstaande opties aan het eind van het boekjaar

$\frac{RVBGRN}{TOTGRN}$ de verhouding tussen de aan de Raad van Bestuur in het boekjaar *toegekende* opties en het totale aantal opties *toegekend* in het boekjaar

$\frac{TOTGRN}{TOTOPT}$ de verhouding tussen het totale aantal *toegekende* opties in het boekjaar en het totale aantal *uitstaande* opties aan het eind van het boekjaar

$\frac{TOTEX}{TOTOPT}$ de verhouding tussen het totale aantal *uitgeoefende* opties in het boekjaar en het totale aantal *uitstaande* opties aan het eind van het boekjaar

$\frac{TOTOPT}{NS}$ de verhouding tussen het totale aantal *uitstaande* opties en het aantal *uitstaande* gewone aandelen

Panel B. Financiële prestatie maatstaven²⁴

ROA-1	Return on Assets gedefinieerd als de netto winst gedeeld door het totale geïnvesteerd vermogen
ROA-2	Return on Assets gedefinieerd als het bedrijfsresultaat gedeeld door het totale geïnvesteerd vermogen
ROS-1	Return on Sales gedefinieerd als de netto winst gedeeld door de netto omzet
ROS-2	Return on Sales gedefinieerd als het bedrijfsresultaat gedeeld door de netto omzet
ROE-1	Return on Equity gedefinieerd als de netto winst gedeeld door het gepubliceerde eigen vermogen
ROE-2	Return on Equity gedefinieerd als de netto winst gedeeld door het eigen vermogen <i>inclusief</i> verliesvoorzieningen ²⁵
CFROA	Cash Flow Return on Assets gedefinieerd als de som van netto winst en afschrijving gedeeld door het totale geïnvesteerd vermogen
EBROA	EBITDA Return on Assets gedefinieerd als winst voor aftrek van rentelasten, belastingen, afschrijving en amortisatie (EBITDA) gedeeld door het totale geïnvesteerd vermogen
P/E	de koers/winst-verhouding per het einde van het boekjaar
M/B-1	Market to Book ratio gedefinieerd als de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het gepubliceerde eigen vermogen
M/B-2	Market to Book ratio gedefinieerd als de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen <i>inclusief</i> verliesvoorzieningen
Q	Q ratio gedefinieerd als de verhouding tussen de som van de marktwaarde van het eigen vermogen en de boekwaarde van het vreemd vermogen en de boekwaarde van het totale geïnvesteerd vermogen
RET	het totaal jaarrendement van het gewone aandeel

²⁴ Vermogensposities zijn gedefinieerd per het einde van het boekjaar.

²⁵ Deze voorzieningen geven een huidig verlies weer (bijvoorbeeld een voorziening voor herstructurering) en worden berekend als totale voorzieningen verminderd met voorzieningen met vreemd vermogen karakter (zoals voorzieningen voor belastingen en pensioenen).

Panel C. Algemene ondernemingskenmerken

TA	de boekwaarde van het totaal geïnvesteerd vermogen
TS	de netto omzet
MVE	de marktwaarde van het eigen vermogen
MV	de marktwaarde van het totale geïnvesteerd vermogen gedefinieerd als de som van de marktwaarde van het eigen vermogen en de boekwaarde van het vreemd vermogen
EMPL	het gemiddeld aantal werknemers gedurende het boekjaar
LEV-1	de verhouding tussen het vreemd vermogen op lange termijn (exclusief voorzieningen met vreemd vermogen karakter) en het totale geïnvesteerd vermogen
LEV-2	de verhouding tussen het totale vreemd vermogen (exclusief voorzieningen met vreemd vermogen karakter) en het totale geïnvesteerd vermogen
LEV-3	de verhouding tussen het totale vreemd vermogen <i>inclusief</i> voorzieningen met vreemd vermogen karakter en het totale geïnvesteerd vermogen
EPS	de gerapporteerde winst per gewoon aandeel
DPS	het dividend per gewoon aandeel

Tabel 3.2 Personeelsoptieregelingen in Nederland

Variabele	1998						1999						2000					
	aanwezig		Afwezig		niets vermeld		aanwezig		afwezig		niets vermeld		aanwezig		afwezig		niets vermeld	
	aantal	%	aantal	%	aantal	%	aantal	%	aantal	%	aantal	%	aantal	%	aantal	%	aantal	%
RVBOPT	62	33	37	20	90	48	77	40	37	19	77	40	79	44	36	20	65	36
RVCOPT	5	3	47	25	137	72	6	3	57	30	128	67	8	4	62	34	110	61
MNGOPT	18	10	34	18	137	72	27	14	30	16	134	70	32	18	29	16	119	66
EMPOPT	14	7	36	19	139	74	24	13	33	17	134	70	22	12	32	18	126	70
TOTOPT	135	71	34	18	20	11	147	77	30	16	14	7	139	77	29	16	12	7
RVBGRN	44	23	20	11	125	66	52	27	31	16	108	57	59	33	27	15	94	52
RVCGRN	1	1	24	13	164	87	1	1	37	19	153	80	1	1	33	18	146	81
MNGGRN	20	11	19	10	150	79	20	10	28	15	143	75	22	12	23	13	135	75
EMPGRN	17	9	23	12	149	79	20	10	31	16	140	73	21	12	27	15	132	73
TOTGRN	94	50	19	10	76	40	99	52	27	14	65	34	108	60	23	13	49	27
TOTEX	59	31	16	8	114	60	54	28	31	16	106	55	68	38	24	13	88	49

Tabel 3.3 Kenmerken van personeelsoptieregelingen (periode 1998-2000 als geheel)

Panel A: absolute aantallen

	RVBOPT	RVCOPT	MNGOPT	EMPOPT	TOTOPT	RVBGRN	RVCGRN	MNGGRN	EMPGRN	TOTGRN	TOTEX
Gemiddelde	206374	11271	1640904	1027951	2093305	100310	401	730676	810340	1058607	524914
Mediaan	43500	0	0	0	238706	24000	0	0	0	147958	25496
Maximum	4270000	1384023	112447021	27472080	115544865	3225599	20400	28261400	18597200	28261400	10634158
Minimum	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Standdev.	496674	103886	9348480	4021253	7316589	265113	2641	3036621	2490870	2846267	1388898
Observaties	328	185	170	161	514	233	97	132	139	370	252

Panel B: relatieve aantallen

	$\frac{RVBOPT}{TOTOPT}$	$\frac{RVCOPT}{TOTOPT}$	$\frac{MNGOPT}{TOTOPT}$	$\frac{EMPOPT}{TOTOPT}$	$\frac{RVBGRN}{TOTGRN}$	$\frac{TOTGRN}{TOTOPT}$	$\frac{TOTEX}{TOTOPT}$	$\frac{TOTOPT}{NS}$
Gemiddelde	0,291	0,015	0,693	0,588	0,257	0,384	0,162	0,025
Mediaan	0,238	0	0,745	0,642	0,181	0,346	0,062	0,019
Maximum	1	0,652	1	1	1	2,324	3,383	0,231
Minimum	0	0	0,038	0	0	0	0	0
Standdev.	0,273	0,072	0,247	0,359	0,278	0,306	0,310	0,030
Observaties	232	92	77	68	160	342	241	514

Tabel 3.4 Evolutie van personeelsoptieregelingen**Panel A: absolute aantallen**

Variabele	Jaar	Gemiddeld	Mediaan	Standdev.	Observaties
RVBOPT	1998	152216	33450	322256	99
	1999	164366	40500	319513	114
	2000	294640	45100	710604	115
RVCOPT	1998	1194	0	4498	52
	1999	25905	0	175980	63
	2000	5586	0	25148	70
MNGOPT	1998	202451	0	718266	52
	1999	780362	0	2608236	57
	2000	3671239	20000	15253995	61
EMPOPT	1998	855060	0	3189490	50
	1999	970612	0	3859315	57
	2000	1248559	0	4857235	54
TOTOPT	1998	1190253	180000	3575600	169
	1999	1696473	220000	4590727	177
	2000	3419822	308942	11252098	168
RVBGRN	1998	66004	17750	155724	64
	1999	77031	25000	144931	83
	2000	148307	30000	387109	86
RVCGRN	1998	816	0	4080	25
	1999	59	0	366	38
	2000	478	0	2787	34
MNGGRN	1998	240125	6000	588049	39
	1999	381146	0	1680188	48
	2000	1528651	0	4810578	45
EMPGRN	1998	726204	0	1996927	40
	1999	890529	0	3002183	51
	2000	795254	0	2303623	48
TOTGRN	1998	751147	99500	2115738	113
	1999	886375	131767	2410737	126
	2000	1489478	228060	3640382	131
TOTEX	1998	508054	38009	1259000	75
	1999	398089	9860	1034545	85
	2000	655834	33900	1735295	92

Panel B: relatieve aantallen

Variabele	Jaar	Gemiddeld	Mediaan	Standdev.	Observaties
$\frac{RVBOPT}{TOTOPT}$	1998	0,328	0,256	0,274	64
	1999	0,300	0,241	0,283	83
	2000	0,255	0,177	0,261	85
$\frac{RVCOPT}{TOTOPT}$	1998	0,012	0	0,038	18
	1999	0,027	0	0,114	33
	2000	0,006	0	0,019	41
$\frac{MNGOPT}{TOTOPT}$	1998	0,723	0,747	0,242	18
	1999	0,671	0,735	0,247	27
	2000	0,694	0,751	0,256	32
$\frac{EMPOPT}{TOTOPT}$	1998	0,582	0,669	0,372	16
	1999	0,604	0,641	0,366	27
	2000	0,574	0,643	0,358	25
$\frac{RVBGRN}{TOTGRN}$	1998	0,287	0,203	0,276	44
	1999	0,257	0,159	0,281	55
	2000	0,235	0,144	0,280	61
$\frac{TOTGRN}{TOTOPT}$	1998	0,448	0,400	0,356	102
	1999	0,342	0,317	0,302	118
	2000	0,370	0,342	0,252	122
$\frac{TOTEX}{TOTOPT}$	1998	0,190	0,105	0,239	71
	1999	0,117	0,027	0,188	83
	2000	0,181	0,062	0,430	87
$\frac{TOTOPT}{NS}$	1998	0,022	0,014	0,024	169
	1999	0,025	0,019	0,031	177
	2000	0,029	0,022	0,035	168

Tabel 3.5 Financiële prestatie maatstaven (periode 1998-2000 als geheel)

	ROA-1	ROA-2	ROS-1	ROS-2	ROE-1	ROE-2	CFROA	EBROA	P/E
Gemiddelde	0,047	0,098	0,026	0,073	0,173	0,158	0,072	0,140	16,194
Mediaan	0,058	0,093	0,044	0,069	0,170	0,156	0,080	0,142	11,090
Maximum	1	1	1	1	1	1	0,633	1	100
Minimum	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-100
Standdev.	0,169	0,203	0,256	0,271	0,324	0,311	0,149	0,166	27,867
Observaties	559	554	557	552	554	544	555	557	559

	M/B - 1	M/B - 2	Q	RET
Gemiddelde	5,347	4,952	2,393	0,046
Mediaan	2,268	2,110	1,330	-0,008
Maximum	100	100	36,467	1
Minimum	-100	-100	0,438	-0,973
Standdev.	12,866	12,294	3,175	0,410
Observaties	559	544	559	518

Tabel 3.6 Evolutie van de financiële prestatie maatstaven

Variabele	Jaar	Gemiddeld	Mediaan	Standdev.	Observaties
ROA-1	1998	0,067	0,067	0,150	189
	1999	0,058	0,058	0,137	191
	2000	0,015	0,052	0,210	179
ROA-2	1998	0,126	0,100	0,198	187
	1999	0,105	0,090	0,176	188
	2000	0,061	0,086	0,230	179
ROS-1	1998	0,062	0,050	0,225	189
	1999	0,033	0,042	0,249	190
	2000	-0,020	0,035	0,288	178
ROS-2	1998	0,107	0,077	0,244	187
	1999	0,075	0,072	0,260	187
	2000	0,034	0,061	0,303	178
ROE-1	1998	0,202	0,185	0,320	187
	1999	0,176	0,164	0,295	188
	2000	0,140	0,162	0,356	179
ROE-2	1998	0,188	0,171	0,307	180
	1999	0,163	0,147	0,289	188
	2000	0,120	0,154	0,335	176
CFROA	1998	0,094	0,098	0,133	187
	1999	0,067	0,081	0,164	190
	2000	0,053	0,061	0,147	178
EBROA	1998	0,175	0,158	0,170	188
	1999	0,135	0,132	0,132	190
	2000	0,108	0,126	0,188	179
P/E	1998	14,365	10,417	23,807	189
	1999	18,895	12,128	30,414	191
	2000	15,244	9,863	28,916	179
M/B – 1	1998	5,181	2,244	10,791	189
	1999	6,185	2,297	15,999	191
	2000	4,628	2,230	11,017	179
M/B – 2	1998	4,882	2,123	10,705	180
	1999	5,634	2,214	14,668	188
	2000	4,294	2,027	10,997	176
Q	1998	2,448	1,315	3,081	189
	1999	2,657	1,374	3,845	191
	2000	2,052	1,316	2,368	179
RET	1998	0,036	-0,061	0,419	169
	1999	0,115	0,011	0,411	175
	2000	-0,014	-0,003	0,392	174

Tabel 3.7 Algemene ondernemingskenmerken (periode 1998-2000 als geheel)

	TA (‘mln)	TS (‘mln)	MVE (‘mln)	MV (‘mln)	EMPL	LEV-1	LEV-2	LEV-3	EPS	DPS
Gemiddelde	10468	2678	3478	11659	10834	0,142	0,563	0,594	2,000	1,099
Mediaan	253	288	178	383	1678	0,097	0,584	0,620	1,280	0,500
Maximum	650172	97164	139930	548310	248053	0,871	1	1	100	48,780
Minimum	2	0	4	5	0	0	0,034	0,036	-100	0
Standdev.	61081	8445	12694	57941	30016	0.166	0.200	0.203	10.806	4.133
Observaties	559	559	559	559	555	559	559	559	555	537

Tabel 3.8 Evolutie van de algemene ondernemingskenmerken

Variabele	Jaar	Gemiddelde	Mediaan	Standdev.	Observaties
TA (‘mln)	1998	8384	238	49912	189
	1999	10099	236	58845	191
	2000	13063	271	73192	179
TS (‘mln)	1998	2182	277	6470	189
	1999	2439	279	7491	191
	2000	3456	335	10887	179
MVE (‘mln)	1998	2759	160	10102	189
	1999	3775	191	13206	191
	2000	3921	191	14502	179
MV (‘mln)	1998	9405	350	48381	189
	1999	11752	391	57030	191
	2000	13939	453	67599	179
EMPL	1998	10060	1535	28015	189
	1999	10348	1659	29632	189
	2000	12181	1854	32511	177
LEV-1	1998	0,141	0,102	0,166	189
	1999	0,139	0,086	0,166	191
	2000	0,145	0,097	0,168	179
LEV-2	1998	0,554	0,558	0,195	189
	1999	0,571	0,597	0,192	191
	2000	0,565	0,597	0,215	179
LEV-3	1998	0,587	0,603	0,196	189
	1999	0,601	0,625	0,194	191
	2000	0,595	0,624	0,218	179
EPS	1998	2,22	1,32	13,050	187
	1999	2,72	1,25	10,497	190
	2000	0,998	1,265	8,201	178
DPS	1998	1,31	0,53	4,982	181
	1999	1,22	0,49	4,784	182
	2000	0,76	0,43	1,721	174

Tabel 3.9 Bedrijfstakindeling van alle onderzochte ondernemingen

Bedrijfstak	alle jaren		2000		1999		1998	
	aantal	%	aantal	%	aantal	%	aantal	%
Informatietechnologie	68	12	23	13	24	13	21	11
Bouw/installatie/inrichting	91	16	28	16	31	16	32	17
Chemie/energie/farmacie	32	6	12	7	10	5	10	5
Detailhandel	30	5	9	5	10	5	11	6
Diensten	62	11	23	13	21	11	18	10
Elektronica/hardware	52	9	18	10	18	9	16	8
Financiële instellingen	44	8	13	7	16	8	15	8
Groothandel	29	5	8	4	10	5	11	6
Media	25	4	8	4	9	5	8	4
Metaal/kapitaalgoederen	30	5	8	4	10	5	12	6
Papier/verpakking	42	8	13	7	14	7	15	8
Transport	24	4	7	4	8	4	9	5
Voeding	30	5	9	5	10	5	11	6
Totaal	559	100	179	100	191	100	189	100

Tabel 3.10 Bedrijfstakvariaties van personeelsoptieregelingen

BEDRIJFSTAK		$\frac{RVBOPT}{TOTOPT}$	$\frac{RVCOPT}{TOTOPT}$	$\frac{MNGOPT}{TOTOPT}$	$\frac{EMPOPT}{TOTOPT}$	$\frac{TOTGRN}{TOTOPT}$	$\frac{TOTEX}{TOTOPT}$	$\frac{RVBGRN}{TOTGRN}$	$\frac{TOTOPT}{NS}$
Informatietechnologie	Observaties	27	16	3	8	43	31	18	63
	Gemiddelde	0,125	0,007	0,467	0,843	0,369	0,249	0,160	0,049
	Mediaan	0,071	0,000	0,272	0,880	0,351	0,094	0,068	0,037
	Standdev.	0,153	0,014	0,465	0,161	0,318	0,605	0,249	0,042
Bouw/installatie/inrichting	Observaties	31	14	12	3	36	19	21	80
	Gemiddelde	0,290	0,008	0,648	0,850	0,302	0,212	0,309	0,014
	Mediaan	0,245	0,000	0,694	0,859	0,315	0,123	0,194	0,011
	Standdev.	0,222	0,025	0,250	0,068	0,240	0,318	0,297	0,015
Chemie/energie/farmacie	Observaties	9	6	4	1	19	11	9	28
	Gemiddelde	0,362	0,116	0,492	0,419	0,441	0,112	0,292	0,021
	Mediaan	0,245	0,000	0,588	0,419	0,473	0,084	0,214	0,005
	Standdev.	0,268	0,263	0,326	--	0,240	0,095	0,247	0,041
Detailhandel	Observaties	14	5	--	7	22	17	17	28
	Gemiddelde	0,308	0,000	--	0,728	0,457	0,204	0,301	0,027
	Mediaan	0,235	0,000	--	0,836	0,391	0,183	0,223	0,019
	Standdev.	0,252	0,000	--	0,199	0,285	0,201	0,303	0,029
Diensten	Observaties	27	13	12	9	46	38	21	57
	Gemiddelde	0,356	0,031	0,554	0,423	0,495	0,116	0,242	0,020
	Mediaan	0,209	0,000	0,451	0,443	0,433	0,005	0,125	0,016
	Standdev.	0,334	0,053	0,259	0,147	0,331	0,206	0,256	0,016
Elektronica/hardware	Observaties	21	14	13	10	42	23	11	52
	Gemiddelde	0,166	0,001	0,789	0,699	0,425	0,174	0,115	0,037
	Mediaan	0,152	0,000	0,759	1,000	0,332	0,103	0,144	0,024
	Standdev.	0,125	0,003	0,114	0,482	0,313	0,199	0,067	0,042

BEDRIJFSTAK		<u>RVBOPT</u>	<u>RVCOPT</u>	<u>MNGOPT</u>	<u>EMPOPT</u>	<u>TOTGRN</u>	<u>TOTEX</u>	<u>RVBGRN</u>	<u>TOTOPT</u>
		<u>TOTOPT</u>	<u>TOTOPT</u>	<u>TOTOPT</u>	<u>TOTOPT</u>	<u>TOTOPT</u>	<u>TOTOPT</u>	<u>TOTGRN</u>	<u>NS</u>
Financiële instellingen	Observaties	20	3	1	6	24	20	14	43
	Gemiddelde	0,049	0,001	0,087	0,940	0,459	0,209	0,051	0,026
	Mediaan	0,034	0,000	0,087	0,960	0,387	0,126	0,028	0,021
	Standdev.	0,041	0,002	--	0,041	0,466	0,299	0,058	0,034
Groothandel	Observaties	12	5	1	4	17	13	1	25
	Gemiddelde	0,400	0,000	1,000	0,350	0,293	0,151	0,460	0,014
	Mediaan	0,562	0,000	1,000	0,338	0,267	0,093	0,460	0,014
	Standdev.	0,268	0,000	--	0,404	0,240	0,227	--	0,012
Media	Observaties	11	5	7	8	18	15	9	24
	Gemiddelde	0,297	0,004	0,808	0,272	0,439	0,139	0,244	0,017
	Mediaan	0,237	0,000	0,804	0,034	0,422	0,105	0,162	0,014
	Standdev.	0,264	0,010	0,070	0,383	0,299	0,188	0,299	0,015
Metaal/kapitaalgoederen	Observaties	21	--	4	6	20	13	9	28
	Gemiddelde	0,585	--	0,665	0,268	0,309	0,224	0,647	0,028
	Mediaan	0,490	--	0,572	0,144	0,313	0,015	0,678	0,020
	Standdev.	0,324	--	0,206	0,275	0,278	0,483	0,346	0,027
Papier/verpakking	Observaties	11	6	11	--	16	14	7	35
	Gemiddelde	0,543	0,000	0,848	--	0,214	0,034	0,526	0,023
	Mediaan	0,474	0,000	1,000	--	0,157	0,000	0,593	0,018
	Standdev.	0,299	0,000	0,202	--	0,272	0,086	0,297	0,022
Transport	Observaties	12	5	3	--	16	10	8	24
	Gemiddelde	0,212	0,000	0,784	--	0,216	0,133	0,170	0,017
	Mediaan	0,248	0,000	0,754	--	0,290	0,070	0,186	0,017
	Standdev.	0,103	0,000	0,059	--	0,182	0,181	0,072	0,016
Voeding	Observaties	16	--	6	6	23	17	15	27
	Gemiddelde	0,294	--	0,702	0,589	0,365	0,068	0,228	0,016
	Mediaan	0,273	--	0,743	0,694	0,370	0,037	0,178	0,016
	Standdev.	0,223	--	0,203	0,285	0,206	0,087	0,242	0,012

Tabel 3.11 De correlatie tussen personeelsoptie en ondernemingsprestatie

Variabele	rvbopt/totopt	rvbgrn/totgrn	totgrn/totopt	totex/totopt	totopt/ns	ROA2	ROE2	ROS2	EBROA	P/E	M/B – 2	RET	Q
rvbopt/totopt	1												
rvbgrn/totgrn	0,69**	1											
totgrn/totopt	-0,14**	-0,09	1										
totex/totopt	0,05	-0,17*	0,03	1									
totopt/ns	-0,18**	-0,06	-0,05	-0,02	1								
ROA2	-0,05	-0,07	0,01	-0,21**	-0,01	1							
ROE2	-0,14**	-0,05	0,03	-0,12*	-0,03	0,46**	1						
ROS2	-0,21**	-0,11	0,01	-0,15**	-0,15**	0,73**	0,42**	1					
EBROA	-0,05	-0,02	0,05	-0,09	-0,05	0,70**	0,42**	0,53**	1				
P/E	-0,18**	-0,09	0,002	0,01	0,02	0,21**	0,18**	0,24**	0,17**	1			
M/B – 2	-0,06	-0,09	0,06	-0,03	0,04	0,11**	-0,05	0,02	0,14**	0,11**	1		
RET	-0,08	-0,12	-0,04	0,03	0,02	0,15**	0,24**	0,14**	0,13**	0,11**	0,16**	1	
Q	0,10	0,07	0,001	-0,02	0,05	-0,03	0,06	-0,17**	-0,02	0,03	0,57**	0,19**	1

** statistische significantie op het 5 procent niveau

* statistische significantie op het 10 procent niveau

Tabel 3.12 De correlatie tussen personeelsoptie en ondernemingskenmerken

Variabele	TA	TS	MVE	MV	EMPL	LEV2	EPS	DPS
RVBOPT/TOTOPT	-0,23**	-0,30**	-0,30**	-0,24**	-0,27**	-0,21**	-0,15**	-0,06
RVBGRN/TOTGRN	-0,22**	-0,28**	-0,30**	-0,24**	-0,26**	-0,18**	-0,08	-0,06
TOTGRN/TOTOPT	0,01	0,003	0,001	0,01	0,02	0,09*	-0,04	-0,004
TOTEX/TOTOPT	-0,02	-0,003	-0,002	-0,02	0,01	-0,02	-0,03	0,01
TOTOPT/NS	-0,02	-0,07*	-0,07	-0,03	-0,08*	0,09**	-0,11**	-0,12**

** statistische significantie op het 5 procent niveau

* statistische significantie op het 10 procent niveau

Tabel 3.13 De relatie tussen personeelsoptie en ondernemingsprestatie

Panel A. $\frac{RVBOPT}{TOTOPT}$

	Year	1 <i>Low</i>	2	3	4 <i>High</i>	Difference
ROA-2	1998	0,320	0,300	0,376	0,308	-0,012
	1999	0,295	0,346	0,301	0,308	0,013
	2000	0,277	0,166	0,321	0,296	0,019
ROE-2	1998	0,351	0,282	0,345	0,332	-0,019
	1999	0,343	0,347	0,270	0,247	-0,096
	2000	0,268	0,273	0,375	0,191	-0,077
ROS-2	1998	0,367	0,357	0,357	0,250	-0,117
	1999	0,397	0,411	0,277	0,194	-0,203**
	2000	0,372	0,281	0,245	0,188	-0,184*
EBROA	1998	0,302	0,306	0,331	0,358	0,056
	1999	0,244	0,326	0,329	0,327	0,083
	2000	0,253	0,240	0,252	0,315	0,062
P/E	1998	0,322	0,385	0,356	0,149	-0,173*
	1999	0,328	0,373	0,306	0,226	-0,102
	2000	0,453	0,187	0,270	0,178	-0,275**
M/B – 2	1998	0,317	0,301	0,317	0,341	0,024
	1999	0,345	0,257	0,329	0,236	-0,109
	2000	0,289	0,238	0,295	0,241	-0,048
Q	1998	0,360	0,301	0,279	0,362	0,002
	1999	0,355	0,274	0,355	0,232	-0,123
	2000	0,261	0,246	0,264	0,286	0,025
RET	1998	0,302	0,330	0,413	0,266	-0,036
	1999	0,470	0,362	0,305	0,208	-0,262**
	2000	0,227	0,282	0,256	0,292	0,065

Panel B. $\frac{RVBGRN}{TOTGRN}$

	Year	1 <i>Low</i>	2	3	4 <i>High</i>	Difference
ROA-2	1998	0,244	0,304	0,279	0,502	0,258
	1999	0,227	0,294	0,333	0,329	0,102
	2000	0,265	0,223	0,272	0,260	-0,005
ROE-2	1998	0,256	0,287	0,368	0,272	0,016
	1999	0,141	0,396	0,338	0,194	0,053
	2000	0,282	0,277	0,367	0,134	-0,148
ROS-2	1998	0,388	0,373	0,191	0,323	-0,065
	1999	0,323	0,346	0,254	0,320	-0,003
	2000	0,403	0,346	0,128	0,162	-0,241*
EBROA	1998	0,227	0,285	0,331	0,396	0,169
	1999	0,169	0,375	0,296	0,332	0,163
	2000	0,330	0,199	0,287	0,196	-0,134
P/E	1998	0,328	0,298	0,314	0,264	-0,064
	1999	0,333	0,262	0,361	0,193	-0,140
	2000	0,420	0,207	0,287	0,142	-0,278**
M/B - 2	1998	0,263	0,254	0,357	0,372	0,109
	1999	0,267	0,377	0,318	0,178	-0,089
	2000	0,155	0,418	0,236	0,206	0,051
Q	1998	0,259	0,284	0,304	0,404	0,145
	1999	0,183	0,407	0,334	0,185	0,002
	2000	0,136	0,362	0,204	0,231	0,095
RET	1998	0,303	0,250	0,441	0,207	-0,096
	1999	0,388	0,481	0,153	0,207	-0,181
	2000	0,232	0,338	0,237	0,213	-0,019

Panel C. $\frac{TOTGRN}{TOTOPT}$

	Year	1 <i>Low</i>	2	3	4 <i>High</i>	Difference
ROA-2	1998	0,486	0,347	0,481	0,460	-0,026
	1999	0,314	0,295	0,310	0,401	0,087
	2000	0,434	0,354	0,284	0,383	-0,051
ROE-2	1998	0,466	0,316	0,474	0,476	0,01
	1999	0,286	0,249	0,351	0,378	0,092
	2000	0,391	0,318	0,291	0,401	0,010
ROS-2	1998	0,355	0,433	0,476	0,533	0,178
	1999	0,297	0,407	0,337	0,314	0,017
	2000	0,432	0,344	0,333	0,395	-0,037
EBROA	1998	0,537	0,340	0,499	0,424	-0,113
	1999	0,287	0,258	0,358	0,399	0,112
	2000	0,440	0,308	0,325	0,387	-0,053
P/E	1998	0,430	0,423	0,506	0,415	-0,015
	1999	0,343	0,268	0,341	0,377	0,034
	2000	0,382	0,343	0,357	0,387	0,005
M/B - 2	1998	0,407	0,471	0,440	0,417	0,010
	1999	0,254	0,230	0,271	0,446	0,192**
	2000	0,314	0,286	0,361	0,446	0,132*
Q	1998	0,489	0,414	0,458	0,421	-0,068
	1999	0,246	0,240	0,335	0,454	0,208**
	2000	0,333	0,325	0,364	0,435	0,102
RET	1998	0,541	0,395	0,400	0,438	-0,103
	1999	0,205	0,311	0,075	0,301	0,096
	2000	0,365	0,331	0,330	0,368	0,003

Tabel 3.14 De relatie tussen personeelsoptie en ondernemingskenmerken

Panel A. $\frac{RVBOPT}{TOTOPT}$

	Year	1 <i>Low</i>	2	3	4 <i>High</i>	Difference
TA	1998	0,400	0,420	0,388	0,184	-0,216**
	1999	0,403	0,463	0,303	0,169	-0,234**
	2000	0,450	0,303	0,227	0,183	-0,267**
MV	1998	0,408	0,464	0,336	0,177	-0,231**
	1999	0,500	0,378	0,337	0,151	-0,349**
	2000	0,442	0,348	0,257	0,152	-0,290**
EMPL	1998	0,426	0,388	0,352	0,200	-0,226**
	1999	0,370	0,439	0,358	0,189	-0,181**
	2000	0,351	0,341	0,262	0,184	-0,167*
LEV2	1998	0,350	0,311	0,375	0,250	-0,100
	1999	0,400	0,343	0,322	0,203	-0,197**
	2000	0,315	0,188	0,324	0,226	-0,089
EPS	1998	0,254	0,402	0,373	0,209	-0,045
	1999	0,317	0,287	0,382	0,242	-0,075
	2000	0,311	0,273	0,269	0,211	-0,100
DPS	1998	0,238	0,444	0,306	0,279	0,041
	1999	0,238	0,410	0,302	0,248	0,010
	2000	0,328	0,273	0,267	0,210	-0,118

Panel B. $\frac{RVBGRN}{TOTGRN}$

	Year	1 <i>Low</i>	2	3	4 <i>High</i>	Difference
TA	1998	0,624	0,409	0,335	0,170	-0,454**
	1999	0,666	0,243	0,421	0,186	-0,480**
	2000	0,530	0,284	0,246	0,172	-0,358**
MV	1998	0,540	0,408	0,301	0,197	-0,343**
	1999	0,607	0,269	0,495	0,174	-0,433**
	2000	0,444	0,399	0,230	0,161	-0,283**
EMPL	1998	0,500	0,407	0,277	0,214	-0,286**
	1999	0,356	0,513	0,281	0,236	-0,120
	2000	0,531	0,362	0,242	0,171	-0,360**
LEV2	1998	0,262	0,217	0,428	0,281	0,019
	1999	0,405	0,324	0,264	0,248	-0,157
	2000	0,212	0,235	0,238	0,309	0,097
EPS	1998	0,393	0,363	0,317	0,172	-0,221*
	1999	0,146	0,290	0,348	0,384	0,238**
	2000	0,259	0,259	0,271	0,195	-0,064
DPS	1998	0,343	0,388	0,295	0,192	-0,151
	1999	0,152	0,336	0,345	0,345	0,193*
	2000	0,277	0,274	0,248	0,211	-0,066

Panel C. $\frac{TOTGRN}{TOTOPT}$

	Year	1 <i>Low</i>	2	3	4 <i>High</i>	Difference
TA	1998	0,371	0,524	0,393	0,450	0,079
	1999	0,345	0,299	0,279	0,399	0,054
	2000	0,386	0,375	0,326	0,389	0,003
MV	1998	0,491	0,443	0,423	0,449	-0,042
	1999	0,260	0,295	0,311	0,419	0,159*
	2000	0,327	0,421	0,304	0,406	0,079
EMPL	1998	0,413	0,613	0,348	0,418	0,005
	1999	0,267	0,330	0,281	0,380	0,113
	2000	0,393	0,361	0,341	0,359	-0,034
LEV2	1998	0,453	0,404	0,388	0,540	0,087
	1999	0,284	0,293	0,317	0,454	0,170**
	2000	0,371	0,395	0,329	0,373	0,002
EPS	1998	0,490	0,380	0,405	0,507	0,017
	1999	0,335	0,381	0,347	0,244	-0,091
	2000	0,416	0,421	0,301	0,333	-0,083
DPS	1998	0,497	0,366	0,393	0,515	0,018
	1999	0,406	0,356	0,291	0,260	-0,146*
	2000	0,389	0,391	0,325	0,337	-0,052

Tabel 3.15 Plaats van informatie in de jaarverslagen over optieverlening

Rubriek *	1998		1999		2000	
	aantal	%	aantal	%	aantal	%
a	6	5	7	5	5	4
b	74	60	74	59	68	61
c	0	0	0	0	0	0
a + b	37	30	38	30	32	29
a + c	1	1	1	1	1	1
b + c	4	3	5	4	4	3
a + b + c	2	1	1	1	2	2
Totaal aantal ondernemingen	124	100	126	100	112	100

- * a. informatie vermeld in het directieverslag
 b. informatie vermeld in de toelichting op de balans
 c. informatie vermeld elders in het jaarverslag

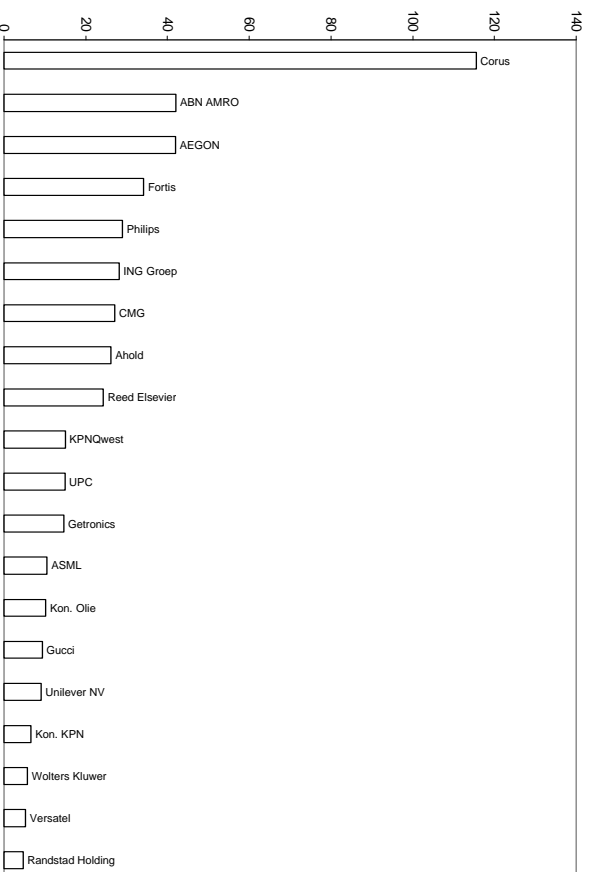
Tabel 3.16 Motieven van optieverlening door ondernemingen

Rubriek*	Aantal ondernemingen (alleen of in combinatie met andere motieven)		
	1998	1999	2000
a	68	71	60
b1	11	8	7
b3	0	1	3
b4	12	17	11
b6	4	3	3
b1+b3	0	0	1
b1+b4	5	3	4
b1+b6	1	1	1
b2+b4	1	1	1
b4+b5	1	1	1
b4+b6	3	4	3
c	9	10	10
d	59	53	47
e	56	64	53
f	9	8	6

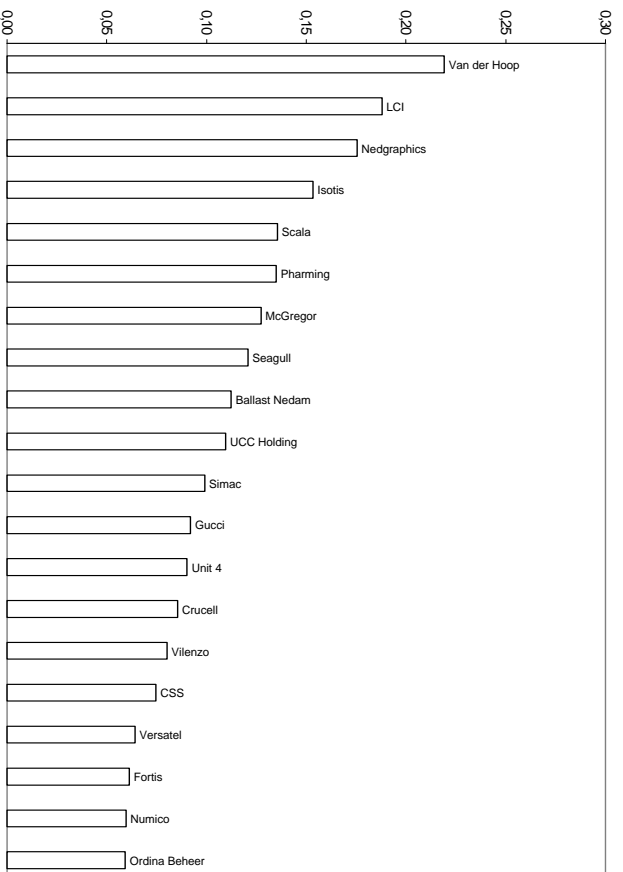
- * a. algemeen motief voor toekenning
b. specifiek motief voor toekenning
 1 opties als beloningsinstrument
 2 opties i.v.m. medezeggenschapsdoel op termijn
 3 opties als fiscaal gunstige arbeidsbeloningsvorm
 4 opties als bindmiddel van werknemers aan onderneming
 5 opties als middel voor toekomstige uitgifte van aandelen
 6 opties als agencyprobleem-oplossend instrument
c. concrete criteria voor toekenning
d. toekenning aan alleen het management (in ruime zin)
e. toekenning aan alle personeelsleden (incl. managers)
f. opties als alternatief voor een andere vorm van werknemersparticipatie

Figuur 3.1 Top 20 ondernemingen van het jaar 2000

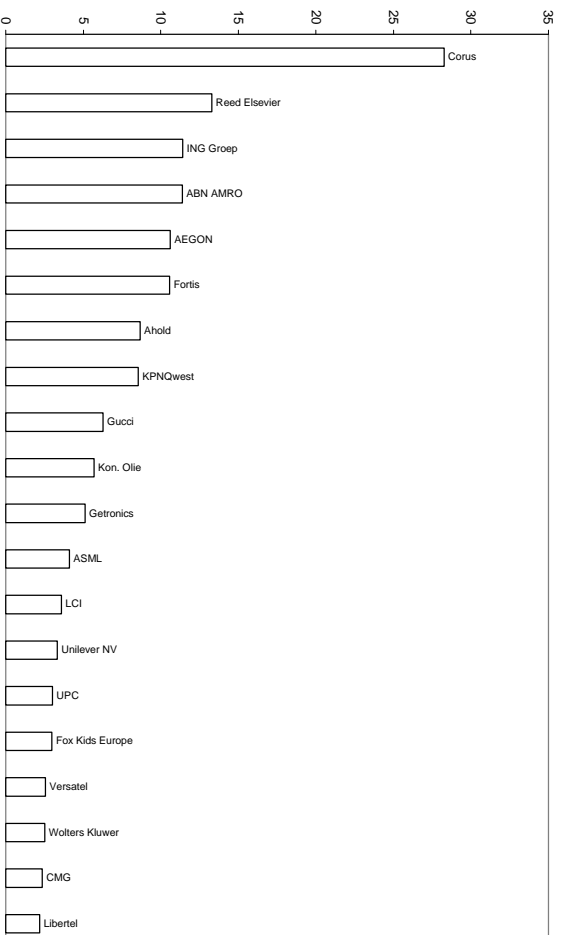
Het totale aantal uitstaande personeelsopties (in miljoenen)



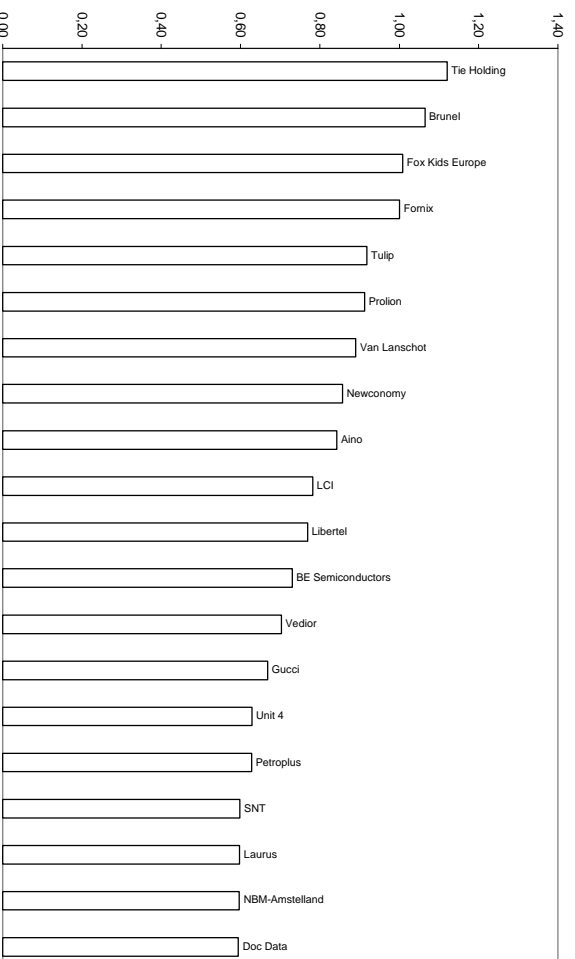
Het totale aantal uitstaande personeelsopties
(in verhouding tot het aantal uitstaande gewone aandelen)



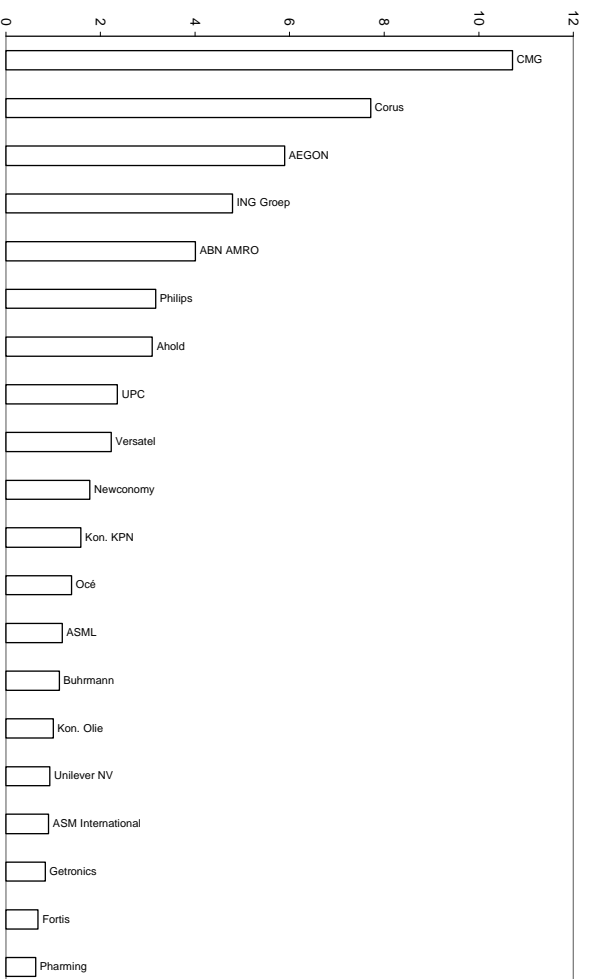
Het totale aantal toegekende personeelsopties (in miljoenen)



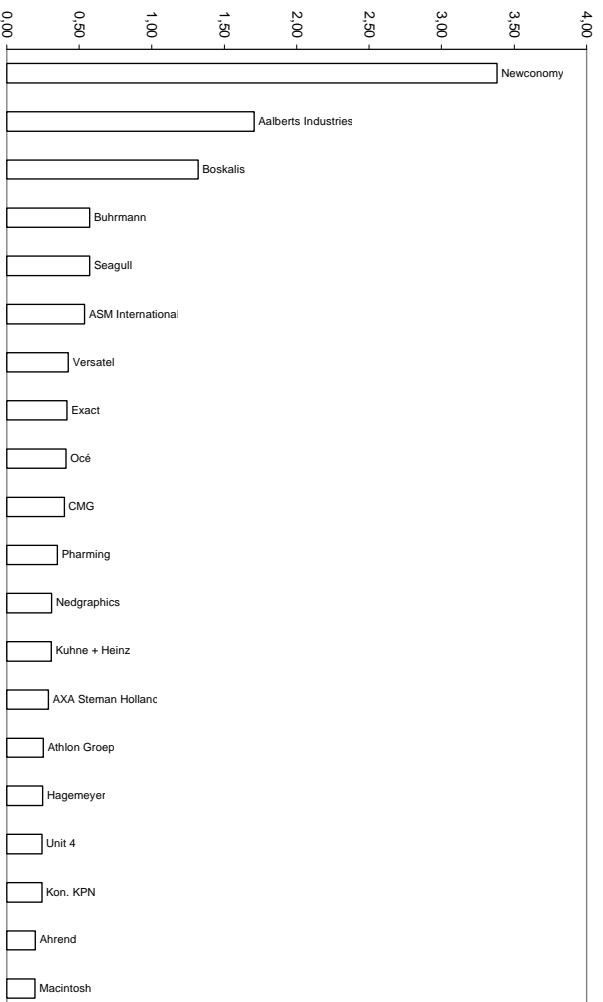
Het totale aantal toegekende personeelsopties (in verhouding tot het totale aantal uitstaande opties)



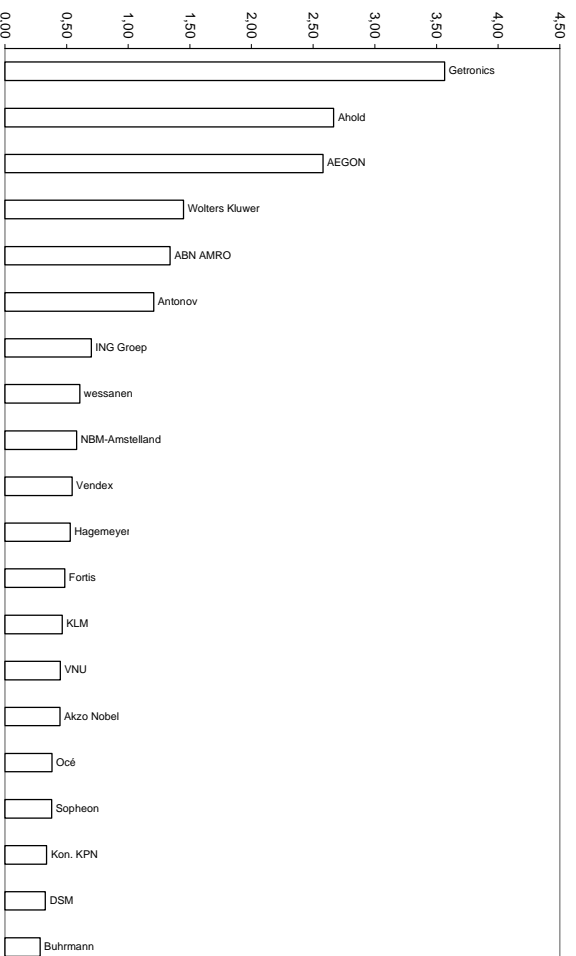
Het totale aantal uitgeoefende personeelsopties (in miljoenen)



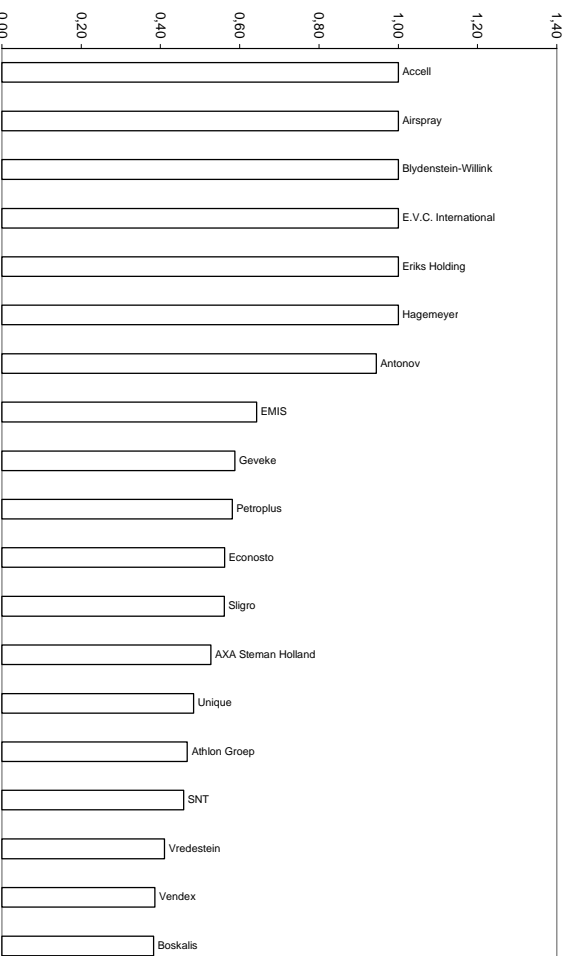
Het totale aantal uitgeoefende personeelsopties (in verhouding tot het totale aantal uitstaande opties)



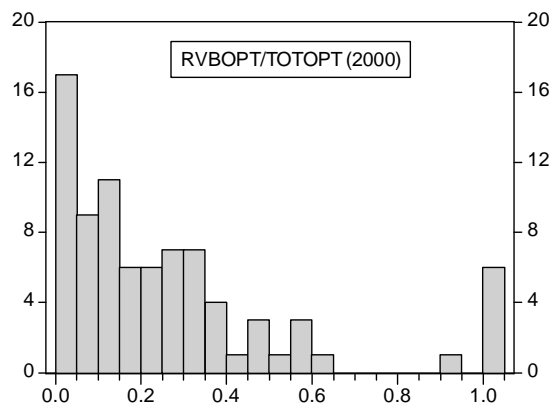
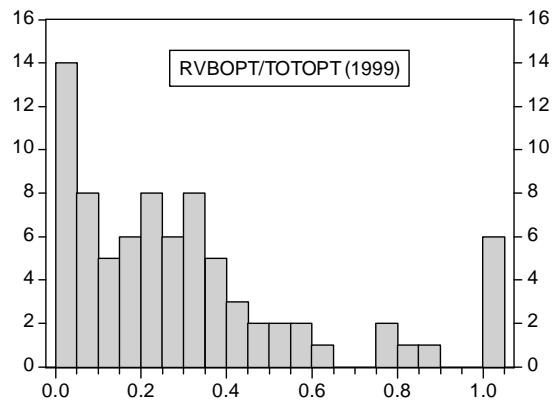
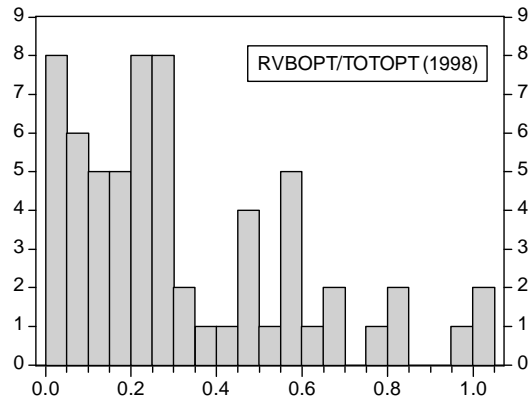
Het totale aantal uitstaande personeelsopties in het bezit van de Raad van Bestuur (in miljoenen)

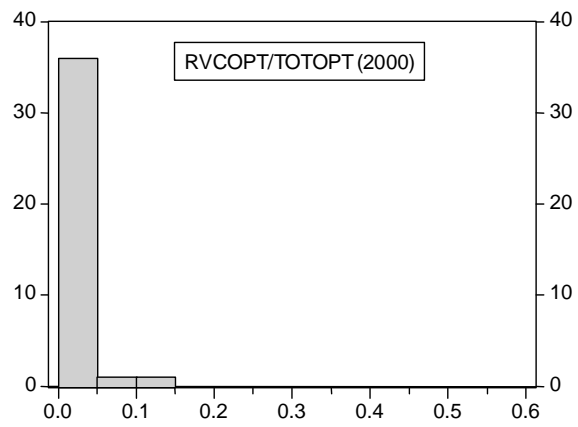
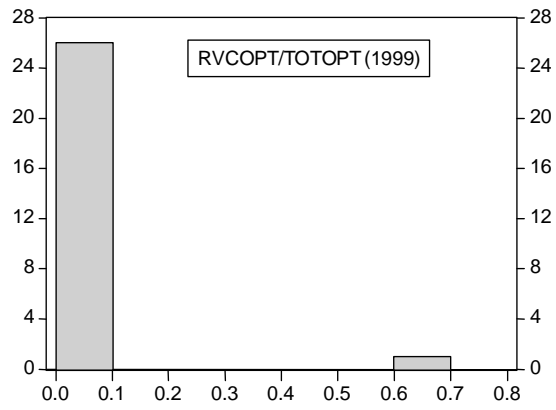
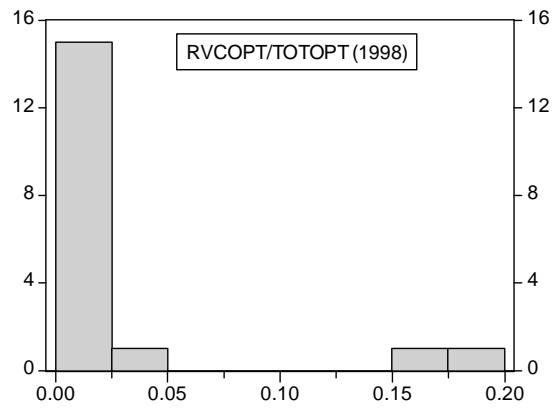


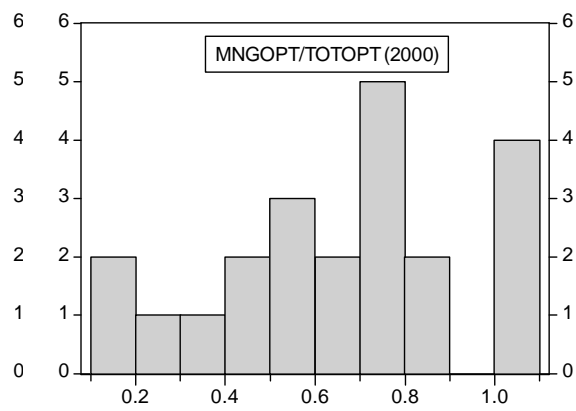
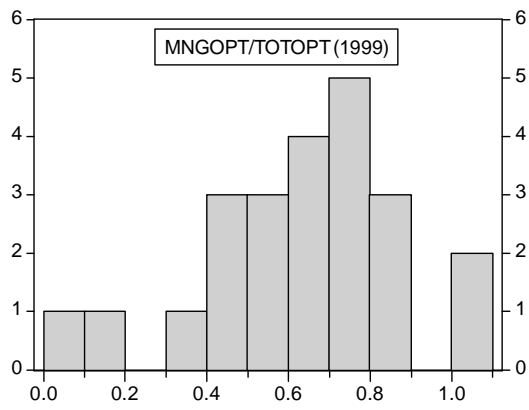
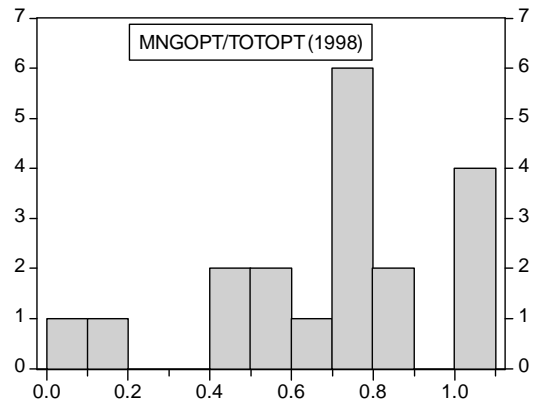
Het totale aantal uitstaande personeelsopties in het bezit van de Raad van Bestuur (in verhouding tot het aantal uitstaande personeelsopties)

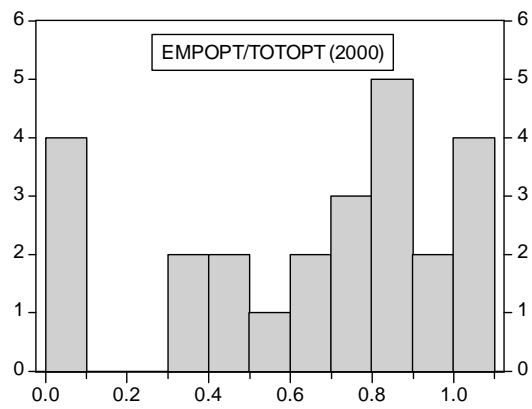
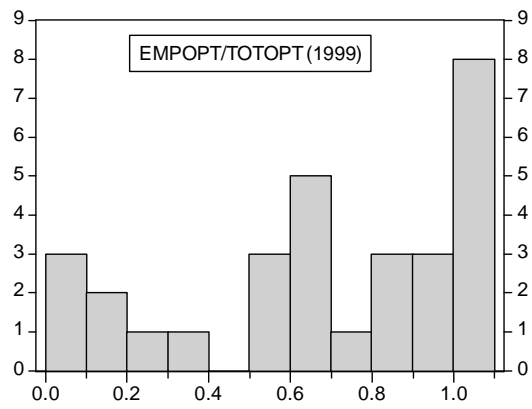
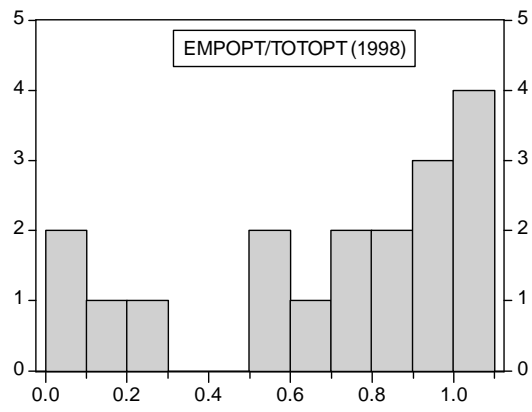


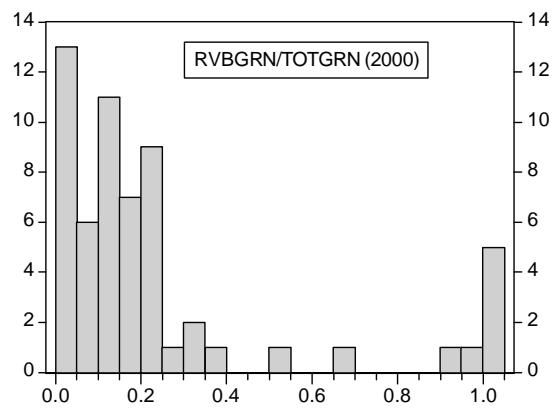
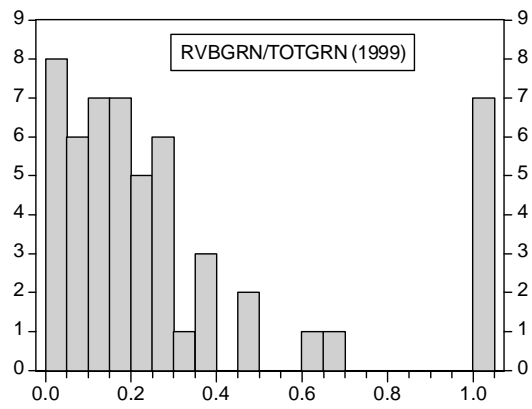
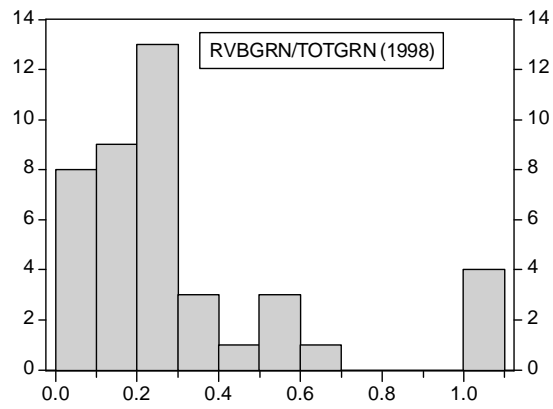
Figuur 3.2 Frequentie indeling van aandelenoptieregelingen

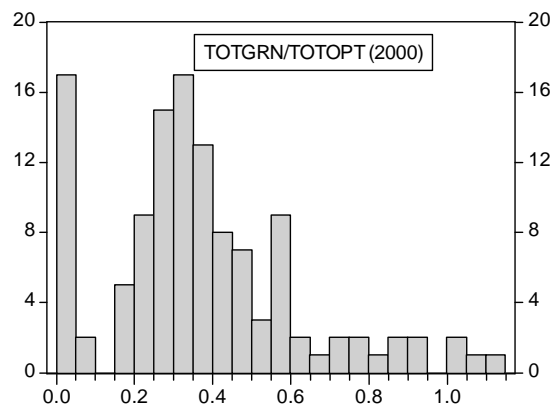
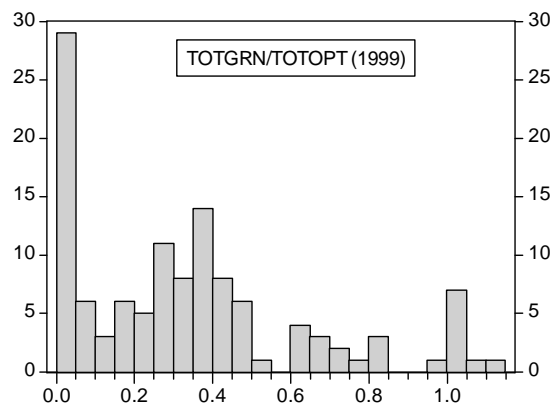
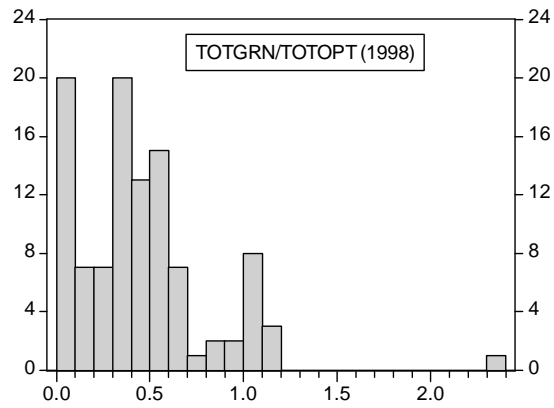


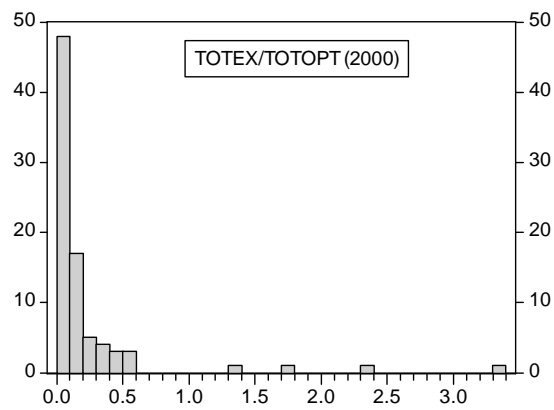
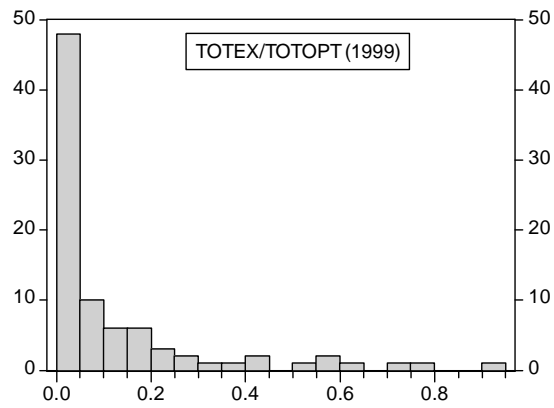
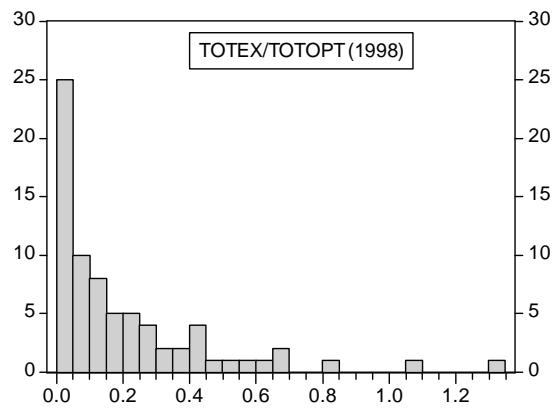


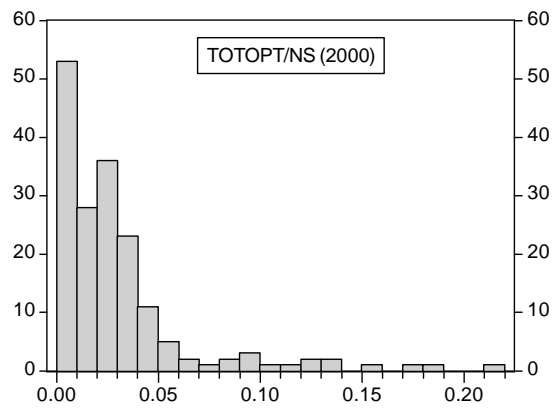
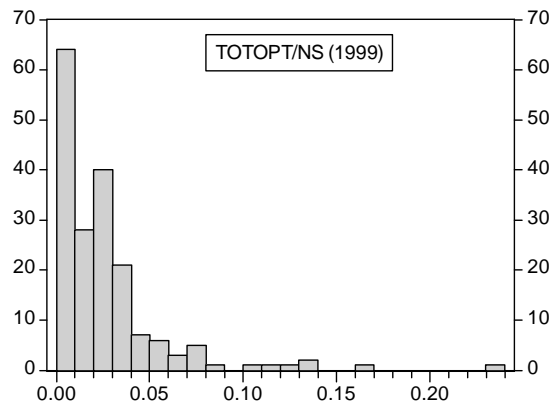
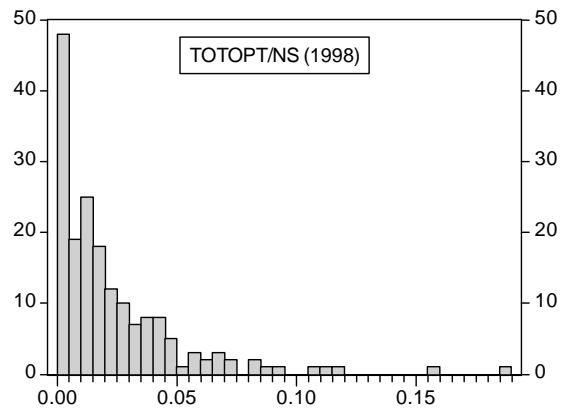




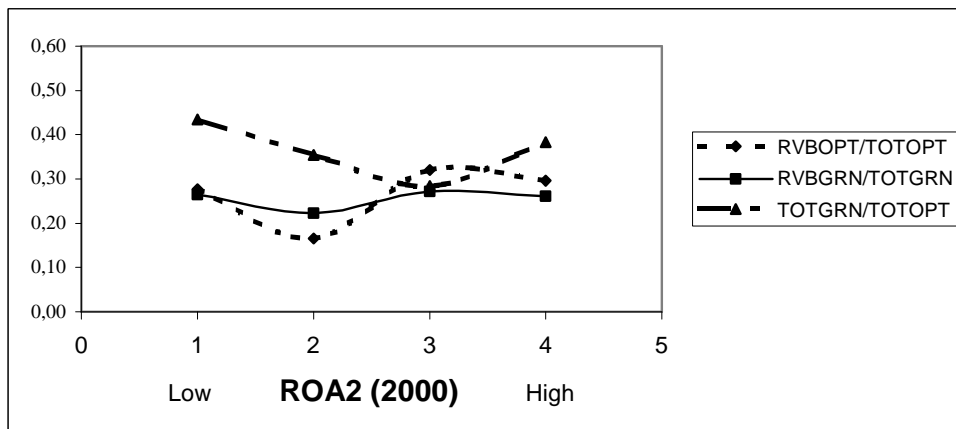
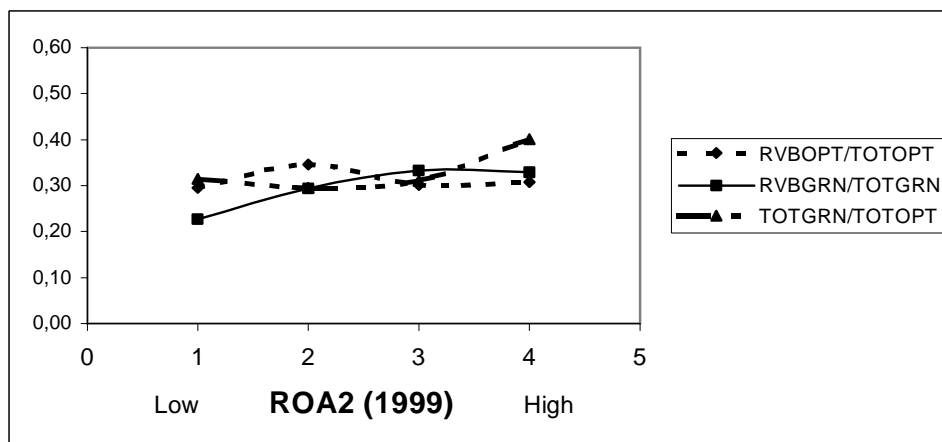
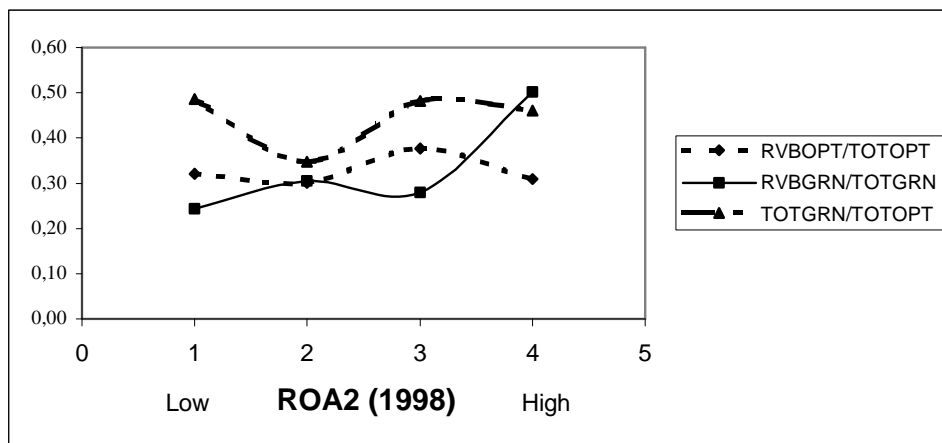


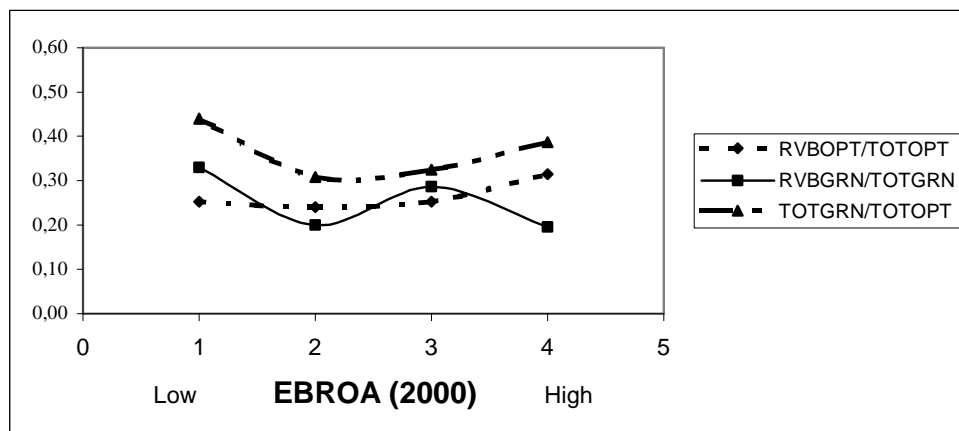
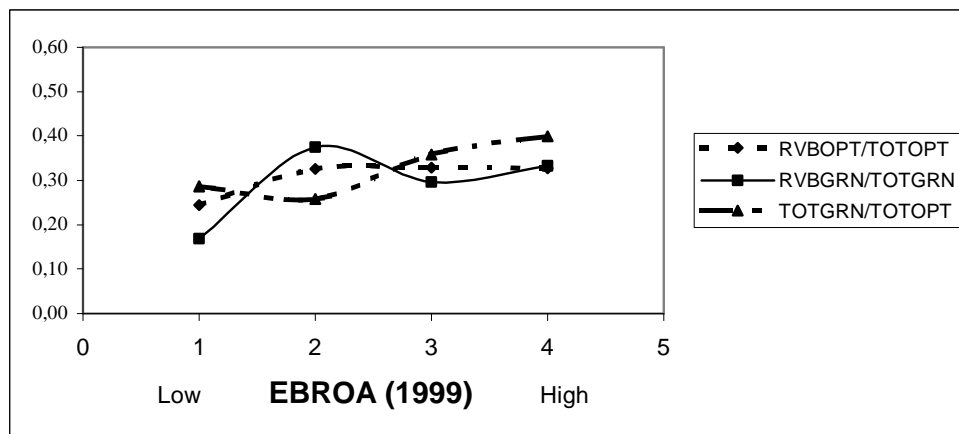
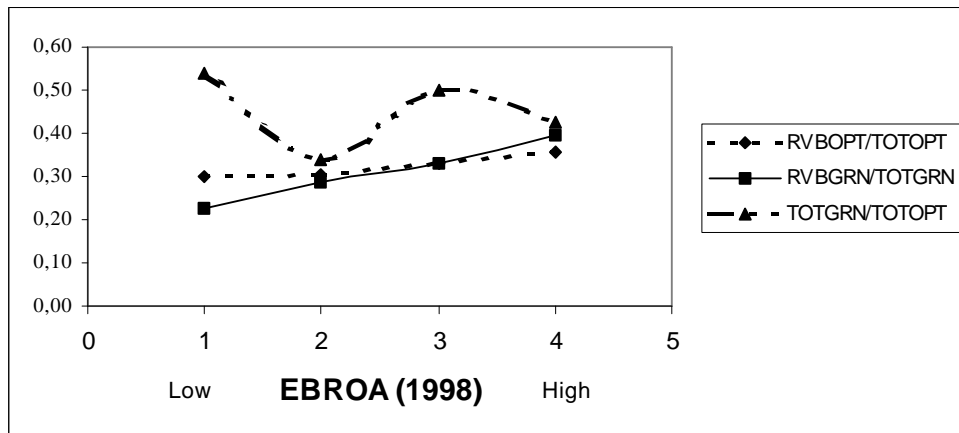


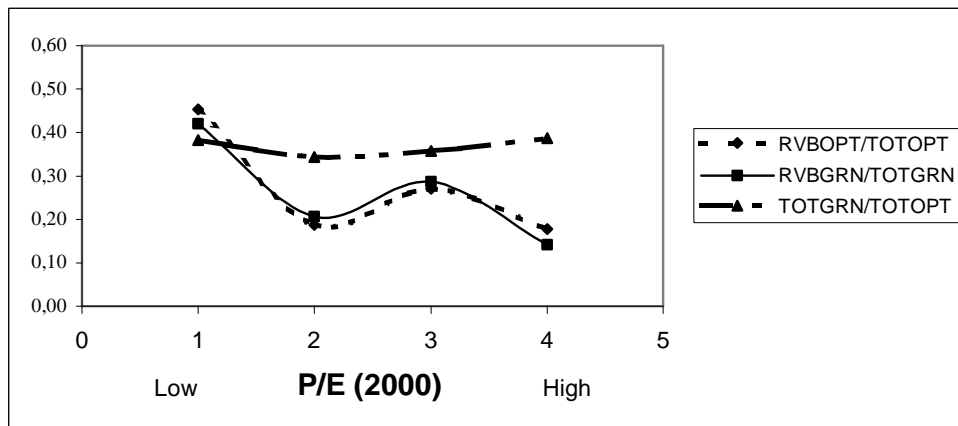
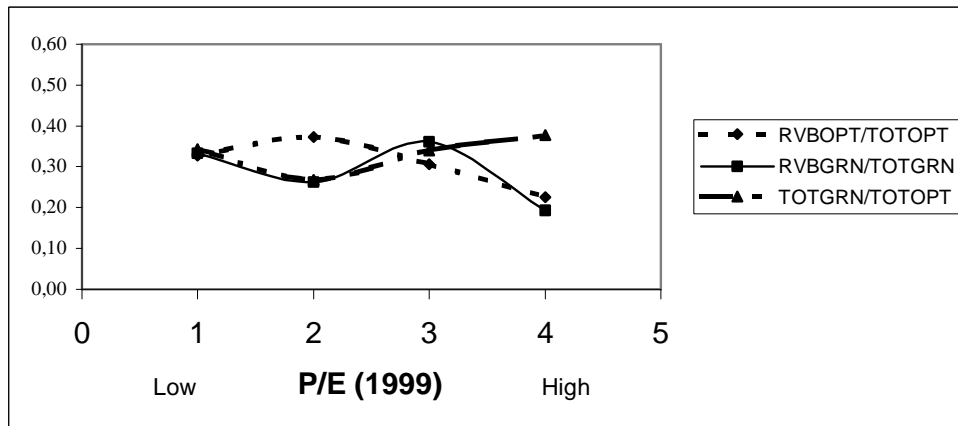
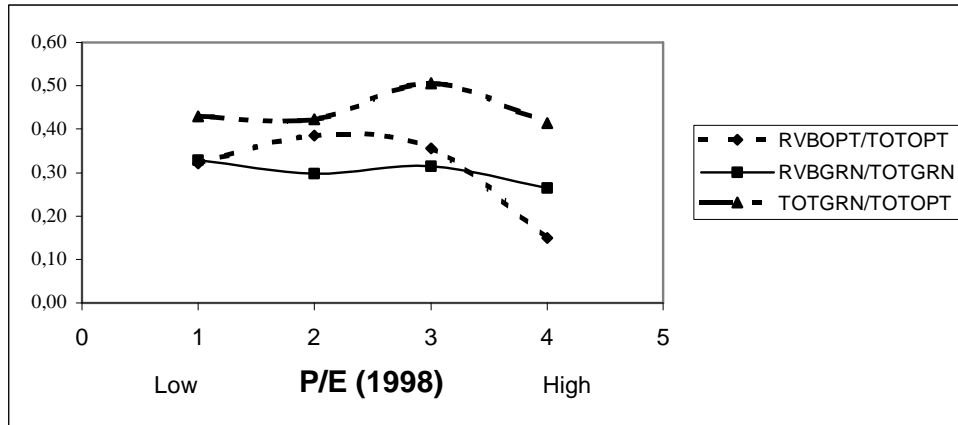


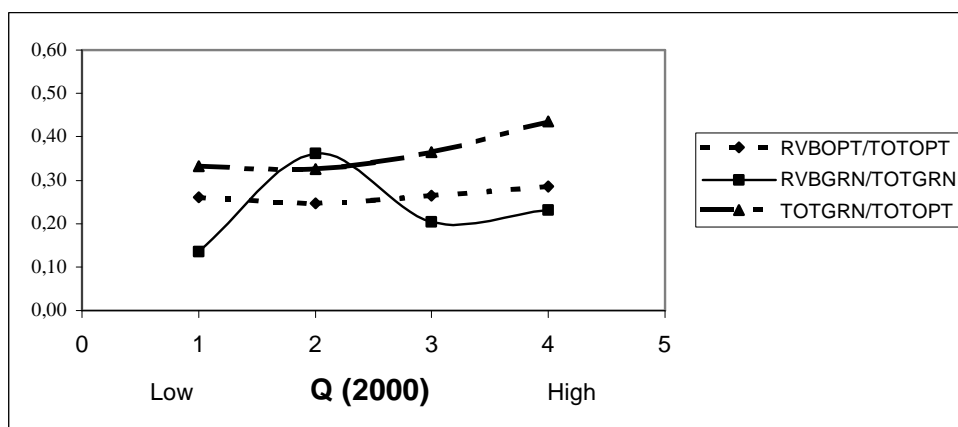
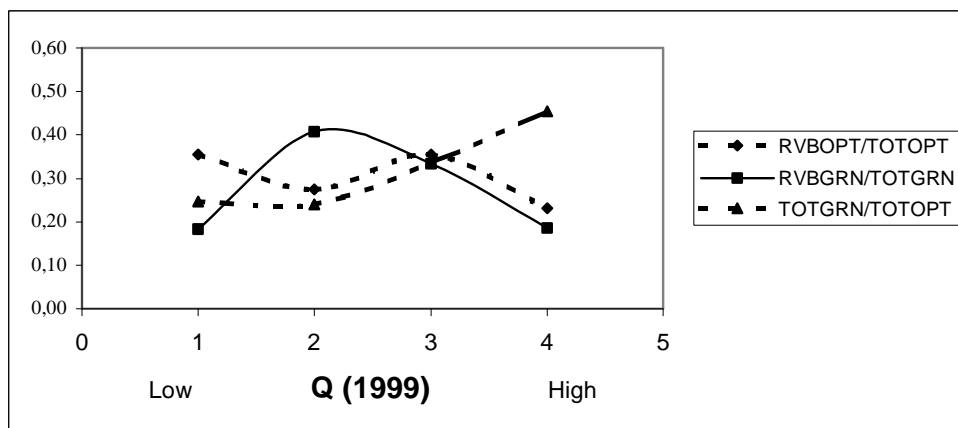
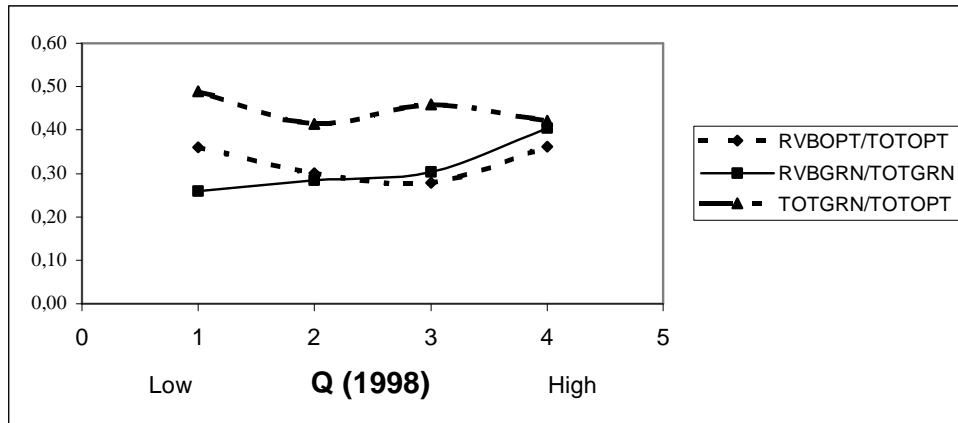


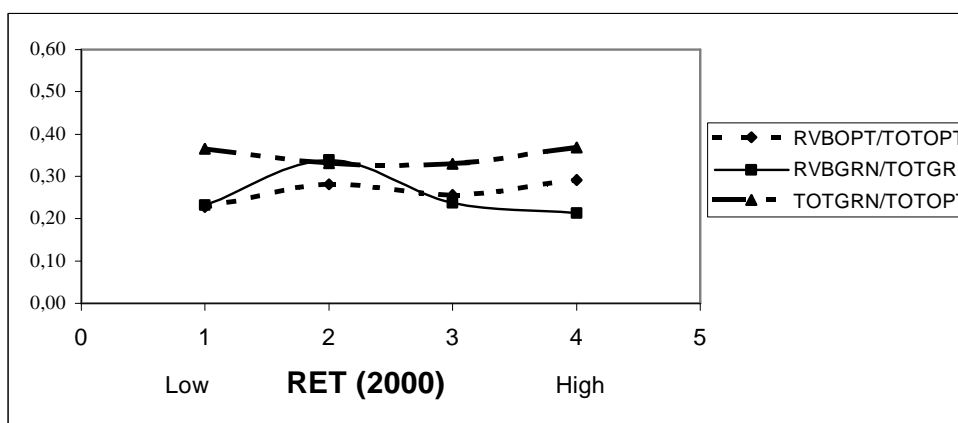
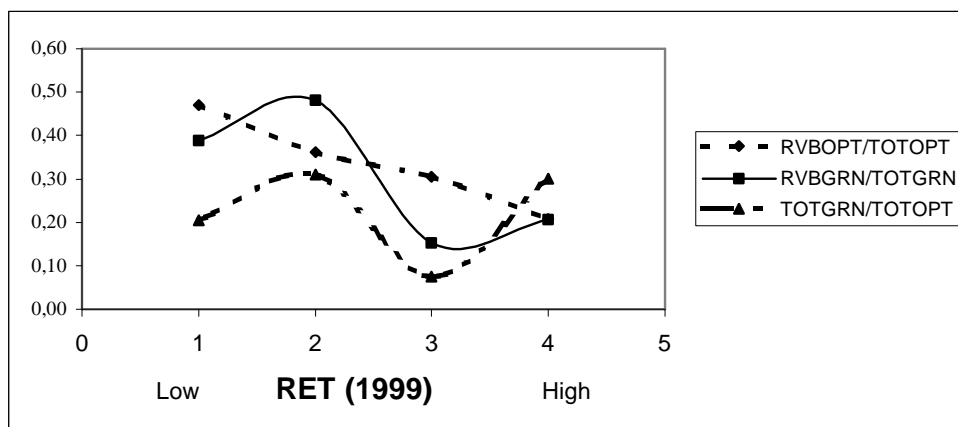
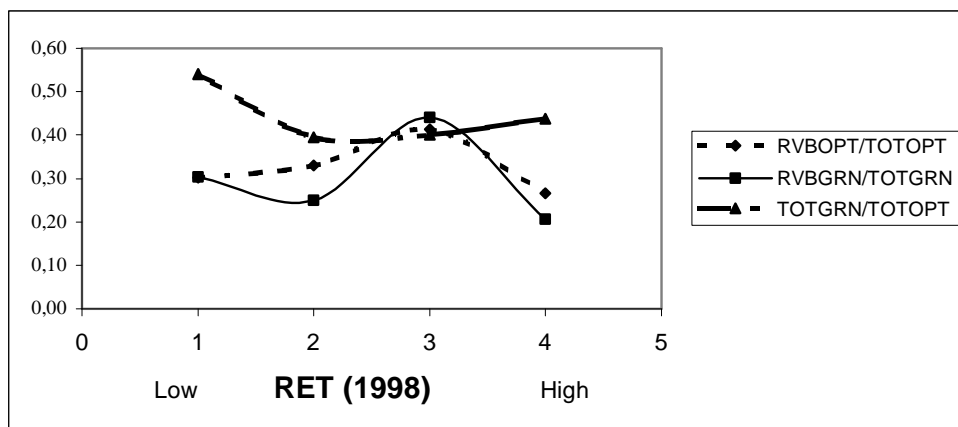
Figuur 3.3 De relatie tussen personeelsopties en ondernemingsprestaties











Hoofdstuk 4

Personeelsopties en de mate van winstvertekening

4.1 Inleiding

In hoofdstuk 2 werd het zogenaamde verslaggevingsvoordeel van opties besproken. Dit heeft betrekking op het weglaten van de kosten van opties in de resultatenrekening en de optieschuld aan de werknemers in de balans. Dit “voordeel” geldt niet alleen in de Verenigde Staten maar ook voor Nederland. Beleggers kunnen hierdoor op het verkeerde been worden gezet als zij de werkelijke optiekosten niet goed hebben ingeschat en de winst met dat bedrag niet hebben gecorrigeerd. In een efficiënte markt is dit geen probleem omdat beleggers de mate van winstvertekening doorzien en zij de ware winst zullen berekenen door de gepubliceerde winst te verlagen. In een niet-efficiënte markt is daarentegen ruimte aanwezig voor een onjuiste prijsstelling van het aandeel als gevolg van onjuiste of onvolledige informatieverschaffing door ondernemingen en de onduidelijke wijze waarop beleggers daarop reageren. Wanneer en voorzover beleggers dit laatste ‘mechanistische’ waarderingsmodel hanteren volgens hetwelk de waarde van een aandeel gelijk is aan de gepubliceerde winst per aandeel vermenigvuldigd met een als gegeven beschouwde koers/winst-verhouding, wordt het aandeel overgewaardeerd als de winst wordt geflatteerd.

Samenvattend zijn er rond de winstvertekening door onjuiste boeking van de kosten van opties twee mogelijkheden. In een efficiënte markt wordt niet de marktprijs zelf maar de koers/winst-verhouding vertekend. In een myopische markt wordt de marktprijs zelf vertekend als gevolg van informatie-achterstand van beleggers ten opzichte van het management. Het eerste gevolg is zonder bezwaar omdat de koers/winstverhouding in een efficiënte markt zonder betekenis is. Het tweede gevolg is ernstig omdat beleggers mogelijk tot een onjuist waarde-oordeel komen.

Het empirisch onderzoek is op dit punt verdeeld. Verschillende onderzoekers (Aboody, 1996; Huson, Scott en Weir, 1999, en Core, Guay en Kothari (2001) hebben betoogd dat de markt weldegelijk de kosten van opties inschat en dus in dit opzicht efficiënt is. Andere onderzoekers weerspreken dit echter zoals Garvey en Milbourn

(2001) die aantonen dat de aandelen van ondernemingen met opties later een negatief buitengewoon rendement vertonen als de opties worden uitgeoefend en de waarheid aan het licht komt. Dit zou betekenen dat ondernemingen die relatief weinig informatie uitdragen en niet intensief door analisten worden gevolgd meer kans vertonen op overwaardering van de aandelen dan andere ondernemingen.

In dit hoofdstuk wordt de mogelijkheid open gelaten dat de markt niet altijd efficiënt is. De literatuur is op dit punt niet eenduidig in haar uitspraken. Verwezen wordt naar recente voorvallen als de aanhoudend relatief hoge notering van de aandelen Enron in 2001 tot betrekkelijk kort voor de implosie van dit Amerikaanse concern.

Dit hoofdstuk concentreert zich op de vertekening van de nettowinst van de AEX- en MidKap-fondsen in de jaren 1998 tot en met 2000. De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt. In paragraaf 4.2 wordt eerst ingegaan op enkele determinanten van het niet boeken van kosten. In paragraaf 4.3 worden de resultaat- en vermogensaspecten van opties besproken. Drie vertekeningen van de winst en het vermogen worden genoemd in paragraaf 4.4. In paragraaf 4.5 worden enige opmerkingen gemaakt over de regelgeving van opties waarna in paragraaf 4.6 een theoretisch cijfervoorbeeld van winstvertekening volgt. Paragraaf 4.7 is gewijd aan het bekende Smithers Report (1998) waarin de mate van winstvertekening van Amerikaanse ondernemingen aan de kaak werd gesteld. Paragraaf 4.8 bevat een schatting van de winstvertekening bij AEX- en MidKap-fondsen in 1998, 1999 en 2000. Een samenvatting van het hoofdstuk en enkele conclusies volgen tenslotte in paragraaf 4.9.

4.2 Winstvertekening en onjuiste rapportage

Het is gebruikelijk om onderzoek te baseren op betrouwbaar geachte gepubliceerde cijfers van balans en resultatenrekening van ondernemingen. Sinds opties worden verstrekt en sinds de boekhoudschandalen met name in de VS in 2001 en 2002 is dit echter niet langer vanzelfsprekend. Om de toegang tot de vermogensmarkt open te houden kan onjuiste rapportering betere voorwaarden voor een emissie ter financiering van een bepaalde investering opleveren. Het weglaten van optieregelingen valt onder onjuiste rapportage. Volgens Bebchuk en Bar-Gill (2002)

hebben managers eerder neiging om onjuist te rapporteren over de ondernemingsprestaties als

- a. zij een zekere vrijheid van handelen bezitten doordat zij hun aandelen en opties op korte termijn mogen verkopen
- b. de markt niet of slechts vertraagd wordt geïnformeerd over de verkopen van aandelen of het uitoefenen van opties.

Wat a betreft, bestaan er in de praktijk vele inperkingen van de vrijheid van handelen, zeker bij Restricted Stock en Performance Stock. Onvoorwaardelijke opties behoeven niet te voldoen aan bepaalde prestatiecriteria en kennen minder belemmeringen. Echt vrijelijk kunnen ze echter niet worden uitgeoefend, onder andere doordat bepaalde geblokkeerde perioden moeten worden gerespecteerd.

Wat b betreft geldt dat de informatie naar de markt over het optiebezittersgedrag in Nederland sinds enige tijd is voorgeschreven via de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Ook speelt een rol de mate waarin analisten een fonds volgen en in de publiciteit brengen. Naarmate dit minder het geval is, is er sprake van vertraagde informatie naar de markt en levert dit ceteris paribus een grotere geneigdheid op tot onjuiste rapportage over de ondernemingsprestaties. Gedacht kan worden aan de wat kleinere AEX- en aan de MidKap-fondsen op Euronext Amsterdam.²⁶

4.3 De resultaat- en vermogensaspecten van personeelsopties

De economische winst van ondernemingen die opties hebben toegekend aan het personeel, wordt beïnvloed door twee in het oog springende waarde-aspecten van opties (Duffhues, 2000):

- a. de economische kosten van de opties in het jaar van toekenning in de resultatenrekening (onder het hoofd personeelskosten)
- b. de waardemutaties die ontstaan op uit te leveren aandelen die worden veroorzaakt door de ontwikkeling van de marktprijs van de eigen aandelen.

²⁶ Helaas kan niet worden gesteld dat aandeelgebaseerde beloning het best in contanten kan plaats vinden in plaats van in aandelen. Ook dan bezit een optiebezitter dezelfde vrijheidsgraad om op korte termijn zijn optiewinst te incasseren en wordt de markt niet eerder, mogelijk zelfs veel later via het jaarverslag, geïnformeerd over de transactie. Denk hierbij aan de wat obscure fondsen op Euronext Amsterdam.

Toekenning van opties heeft betrekking op een vorm van arbeidsbeloning. De economische kosten van opties zijn om dezelfde reden dus personeelskosten als contante vormen van arbeidsbeloning. Als de opties, zoals wordt nagestreefd, een gunstig effect hebben op de mate van betrokkenheid van het human capital bij de ondernemingsresultaten, zal in de toekomst het bedrijfsresultaat vanwege dit incentive-effect toenemen. Deze mutatie laat zich lastig meten maar vormt wel de spil waar alles om draait bij performance-aspecten van optieregelingen.

De onder b genoemde waardemutaties treden tijdruimtelijk op nadat de opties eenmaal zijn toegekend. Stijgt de marktprijs per aandeel, dan stijgt daarmee ook de marktwaarde van de optieverplichting. Dit waardeverlies voor de onderneming zorgt ervoor dat de winst daalt. Daalt de marktprijs van het aandeel, dan stijgt de winst. Is er echter een afdekking gevormd, bijvoorbeeld door inkoop van eigen aandelen, dan wordt dit verlies c.q. de winst geheel of gedeeltelijk gecompenseerd door een winst c.q. verlies.

De combinatie van de twee kostenfactoren (a en b) is derhalve dat in het jaar van toekenning kosten ontstaan en in latere jaren naijlende verliezen of winsten omdat de marktprijs van het aandeel stijgt of daalt vanaf het toekenningstijdstip.

Alleen deze naijlende verliezen en winsten kunnen worden beperkt door een afdekking te vormen. Deze resultaten zijn géén uitvloeisel van de opties als zodanig maar van het niet-afdekken van de initiële optiepositie. De kostenfactor sub a weerspiegelt de niet in contanten uitbetaalde arbeidskosten. Dit hoofdstuk concentreert zich op de kostenfactor a.

De vermogensaspecten van de optieverlening komen tot uitdrukking in de optieschuld aan de optiebezitter. Dit is in de gebruikelijke classificatie vreemd vermogen. Deze optieschuld ontstaat ten laste van de resultatenrekening (i.c. personeelskosten) of ten laste van het eigen vermogen. De schuld is vergelijkbaar met een renteloze lening waarvan de aflossingsprijs noch het aflossingstijdstip bekend zijn. Ook de aflossingsvorm is bijzonder: in aandelen van de onderneming. De aflossingsprijs is positief gerelateerd aan de ontwikkeling van de marktprijs van de aandelen en kan de

waarde nihil aannemen. Het aflossingstijdstip wordt in hoofdzaak bepaald door de optiebezitter. Alleen deze bepaalt of en wanneer (binnen de voorwaarden van de regeling) de optie wordt uitgeoefend. Als de optie wordt uitgeoefend, ontvangt de onderneming contanten van de optiebezitter ter hoogte van de uitoefeningsprijs van de optie.²⁷ Deze wordt geïnvesteerd in de onderneming en levert een rendement op waardoor de winst zal veranderen. Met deze mutatie in de winst moet uiteraard rekening worden gehouden als men de ‘verwatering van de winst per aandeel’ als gevolg van de uitoefening van opties wenst te beoordelen (Duffhues, Kabir, Mertens, 1999). Als tegenprestatie voor de ontvangen uitoefeningsprijs geeft de onderneming de afgesproken hoeveelheid aandelen. Daarover moet zij op dat (onbekende toekomstige) moment dan wel beschikken.

Het boeken van de optieschuld en de veranderingen daarin is theoretisch te allen tijde noodzakelijk, ook als deze positie is afgedekt met een inkoop van eigen aandelen of een call optie. Een inkoop van eigen aandelen ter afdekking van het prijsrisico op de aandelen, is een investering waarvan de vermogenskosten zoals van elke andere investering, **op het bruto** resultaat drukt. Hetzelfde geldt voor een gekochte call optie waarvan de investering aanzienlijk lager is. De dekking staat uiteraard in beide gevallen aan de debetzijde van de balans.²⁸ Is het een perfecte afdekking dan houden winsten en verliezen op deze twee posten elkaar in evenwicht.

4.4 Vertekening van resultaat en vermogen; verwatering winst per aandeel

Ondernemingen die de in paragraaf 4.3 genoemde waarde-aspecten om een of andere reden niet tot uitdrukking brengen in hun gepubliceerde jaarrekening, vertekenen daarmee (Duffhues, Kabir, Mertens, 1999):

²⁷ Bij uitoefening van de optie ontvangt de onderneming de uitoefeningsprijs (bijvoorbeeld 50) in kas; het vreemd vermogen daalt met het bedrag van de marktwaarde van de optieschuld (bijvoorbeeld 20) en het eigen vermogen neemt toe met de marktwaarde van het te verstrekken aandeel (70). Als wordt uitgeleverd ten laste van ingekochte eigen aandelen, neemt niet het eigen vermogen toe maar de ingekochte eigen aandelen af met 70.

²⁸ Daarmee wordt niet betoogd dat ondernemingen het prijsrisico op optieverplichtingen altijd afdekken. Een voorbeeld van een open positie was uitzendonderneming Content NV welke eind maart 1999 een inhaalslag pleegde door aandelen in te kopen o.a. voor reeds langer uitstaande leveringsverplichtingen (vgl. ook Duffhues, Kabir en Mertens, 1999 en NRC-HB van 11 december 1999).

- a. de winst in het jaar van toekenning met het bedrag van de economische kosten van de toegekende opties
- b. de winst van latere jaren met het bedrag van de waardemutaties van de gestegen marktprijs per aandeel op de uit te leveren opties
- c. de vermogenspositie (van elk jaar van de looptijd van de optie) met het bedrag van de niet weergegeven, veranderlijke optieschuld.²⁹

De gevolgen zijn ingrijpend. Wat de winstvertekening betreft (onder a en b) kan worden opgemerkt dat de mogelijkheid om de optieregeling grondig te evalueren afneemt naarmate de winstvertekening ernstige vormen aanneemt. Dit is een contradictie in de huidige praktijk. Wanneer de optieverplichting niet wordt geboekt, wordt afbreuk gedaan aan een juiste vermogensweergave. Het vreemd vermogen wordt relatief te laag voorgesteld. De paradox is dat een succesvolle onderneming die niet afdekt, een ‘verborgen schuld’ heeft waarop ze aanzienlijk kan verliezen. Dit verlies bestaat uit het voor de onderneming nadelige verschil tussen de waarde van de verstrekte opties op twee verschillende balansstijdstippen. Dit verschil wordt in hoge mate bepaald door de ontwikkeling van de marktprijs van het aandeel in de betreffende periode en de volatiliteit van het rendement op het aandeel.

Verwatering van de winst per aandeel ontstaat alleen als het rendement op de herinvestering van de ontvangen uitoefeningsprijs lager is dan de reciproke van de koers/winst-verhouding (vergelijk paragraaf 2.2.7 in dit rapport en Duffhues, Kabir, Mertens, 1999).

4.5 Enkele opmerkingen over de regelgeving

De regelgeving over optierapportage wordt belicht in hoofdstuk 5. In Nederland is door de wetgever geoordeeld dat waarde-aspecten van personeelsopties niet in de jaarrekening tot uitdrukking behoeven te worden gebracht (den Adel en Krens, 1998). Daarmee is een belangrijke impuls om de correcte boekingen te verrichten, weggenomen. De praktijk is dan ook dat deze boekingen veelal niet plaats vinden. Het

²⁹ De optieschuld ontstaat doordat arbeidskosten niet tot contante betaling leiden aan de werknemers. In plaats daarvan ontstaat de verplichting om aandelen te leveren. De tegenwaarde van deze aandelen is de marktwaarde van de optieschuld.

onderzoek hiernaar is niet eenvoudig omdat ondernemingen weinig of niets rapporteren over deze aspecten van optieregelingen. Een gunstige uitzondering geldt voor enkele grote Nederlandse ondernemingen met beursnotering in Wall Street en/of Londen die rekening moeten houden met locale, meer uitgebreide eisen. Daarnaast moet worden erkend dat de literatuur onzeker is over de juiste waardering van personeelsopties.

De geschetste situatie is kenmerkend voor de stand van zaken in de meeste landen. Ook in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk is de discussie over de verantwoording van personeelsopties hoog opgelaaid.

4.6 Theoretische berekeningen van de winstvertekening

In feite worden onder andere in Nederland de kosten van optietoekenning bijna nooit geboekt in de resultatenrekening. Daardoor worden de personeelskosten onderschat en is het gepubliceerde winstcijfer onbetrouwbaar als maatstaf voor de beoordeling van de prestaties van ondernemingen die optieregelingen hebben ingevoerd. De gepubliceerde winst is hierdoor geflatteerd. Kwantitatief gaat het om een bedrag dat per jaar wordt bepaald door het product van het aantal verstrekte opties en de feitelijke of de modelwaarde van de optie. Als het om at-the-money opties gaat - hetgeen meestal het geval is - bestaat de optiewaarde uitsluitend uit verwachtingswaarde en rente. Deze optie bezit geen intrinsieke waarde. Personeelsopties hebben gewoonlijk betrekking op lange looptijden, zodat zelfs voor at-the-money opties hoge waarden voor de call opties kunnen resulteren. Nog sterker geldt dit uiteraard voor in-the-money opties.

In dit rapport beperken we ons tot niet geboekte kosten van arbeid in het jaar van toekenning van de opties. Berekeningen laten zien dat de waarde van vijfjaars opties die zijn genoteerd aan Amsterdam Exchanges aanzienlijk kan zijn. Tabel 4.1 illustreert dit met betrekking tot de waarde van 5 jaarsopties als fractie van de uitoefeningsprijs op de dag van introductie van langlopende series op de optiemarkt van AEX Exchanges op 18 oktober 1999. Dit betreft per saldo 16 optiefondsen.³⁰ De

³⁰ Van één optiefonds (Corus) was de prijs in de Officiële Prijscourant per se onjuist. Dit fonds wordt buiten beschouwing gelaten.

volatiliteit is een belangrijke determinant van deze call premies. Hoewel de financiële markten in oktober 1999 veel rustiger waren dan in de vergelijkbare maand van 1998 (toen de Aziëcrisis en de crisis rondom het Long Term Capital Management hedge fund heersten), zijn de uitkomsten van de berekeningen zeker niet van verwaarloosbare betekenis.

Tabel 4.1

De optieprijs als percentage van de slotkoers van het aandeel op de dag van introductie van at-the-money opties op Amsterdam Exchanges op 18 oktober 1999 (berekeningen op basis van midquotes van de call opties en de slotkoers van het aandeel)

Optiefonds	Call-optieprijs als percentage van slotkoers aandeel
Asml	45,42%
Baan	43,29%
Philips	35,69%
Akzo Nobel	31,83%
Unilever	31,60%
KPN	31,03%
Elsevier	30,42%
Aegon	29,10%
Abn Amro	28,48%
TNT Post	28,22%
Numico	27,79%
Ahold	27,55%
ING	26,81%
DSM	25,07%
Koninklijke Olie	24,64%
Fortis Amev	20,73%
Gemiddeld	30,48%
Standaardafwijking	6,41%

Gemiddeld was de waarde van een beursoptie voor de onderzochte groep van aandelen op de genoemde datum ongeveer 30%. Dit betekent dat wanneer een gemiddelde onderneming uit deze groep op 18 oktober 1999 4 miljoen opties verleent, zij de arbeidskosten in de resultatenrekening 1999 moet verhogen met 4 miljoen

vermenigvuldigd met een bedrag gelijk aan 30% van de vigerende aandelenkoers op die dag. Dat kan zeer grote bedragen betreffen zodat ook de mate van winstvertekening aanzienlijk is wanneer deze kosten niet worden geboekt.

Tabel 4.2 bevat een theoretisch cijfervoorbeeld van deze mate van winstvertekening. De economische waarde van de optie die in dit cijfervoorbeeld wordt toegekend, is op basis van de informatie van tabel 4.1 geschat voor een looptijd van vijf jaar uitgaande

Tabel 4.2 Berekening van de mate van winstvertekening als gevolg van het niet boeken van de optiekosten in een hypothetisch cijfervoorbeeld

Data	Eigen vermogen	100
	Vreemd vermogen	100
	Rendement totaal geïnvesteerd vermogen	0,12
	Rentelast vreemd vermogen $0,08 \times 100$	8
	Belastingdruk	35%
	Nettowinst	10,4
	Rendement eigen vermogen	10,4%
	Aantal geplaatste aandelen (n)	10
	Nettowinst per aandeel	1,04
	Koers/winst-verhouding	20
	Marktprijs per aandeel	20,8
Veronderstellingen:		
	toekenning van opties in jaar t 1% van n=10	0,1
	uitoefeningsprijs (at the money)	20,8
Invloeden:		
	- economische waarde opties $(0,1) \cdot (0,40) \cdot (20,8)$	0,832
	- mutatie nettowinst	0,832
	- mutatie winst per aandeel $0,832/10$	0,0832
	- mutatie marktprijs ceteris paribus $0,0832 \times 20$	1.664
	- idem in procenten van de marktprijs per aandeel	8%

van een high tech-onderneming met een waarde van 0,4 voor de call optieprijs als fractie van de geldende marktprijs per aandeel.³¹ De fiscale invloed van opties wordt geacht reeds verwerkt te zijn in de gepubliceerde belastingdruk. De correctie van de

³¹ Deze keuze is gebaseerd op de waarnemingen in tabel 4.1 voor de ondernemingen ASML, Baan en Philips.

gepubliceerde winst na belasting is hierdoor gelijk aan de correctie van de personeelskosten zonder belastingcorrectie.³² De vertekening van de marktprijs per aandeel als gevolg van de winstbias blijkt, uitgaande van een constante price/earnings ratio, reeds 8% te zijn. Tabel 4.2 bevat een hypothetisch cijfervoorbeeld ter illustratie.

Formule [4.1] geeft de algemene uitdrukking weer van de door winstvertekening noodzakelijke correctie van de prijs volgens het “mechanistische” beleggingsmodel.

Formule voor de mate van marktprijsvertekening

De formule voor de mate van vertekening van de marktprijs per aandeel is op basis van de bovenstaande veronderstellingen afgeleid door het bedrag van de winstvertekening na belasting (= X.m) te kapitaliseren (= P/E ratio.X.m) en uit te drukken per geplaatst aandeel (=n).

$$\frac{\Delta S}{S(o)} = - (P/E) \cdot X \cdot \frac{m}{n} \quad [4.1]$$

waarin

- ΔS = de mutatie van de marktprijs per aandeel
- $S(o)$ = de marktprijs in de uitgangssituatie
- P/E = de price earnings ratio
- X = de waarde van 1 call optie per gulden marktprijs
(= de waarde die is afgedrukt in tabel 4.1)
- m = het aantal personeelsopties dat in jaar t wordt toegekend
- n = het aantal uitstaande aandelen in de uitgangssituatie.

In het cijfervoorbeeld van tabel 4.2 impliceert formule [4.1] dat de mate van mispricing gelijk is aan $-(20) \cdot (0,40) / (0,1) / 10 = -0,08$ zodat de correcte marktprijs na toekenning van de personeelsopties niet 20,80 is maar $(1-0,08) \cdot (20,80) = 19,14$.

³² De fiscale aftrek die de toekenning van opties oplevert, wordt in de praktijk niet vergeten. Daaruit concluderen wij dat het gepubliceerde belastingbedrag reeds is aangepast. Indien echter het belastingbedrag ook aanpassing behoeft, is de winstvertekening 65% van 8% d.i. 5,2%.

Concentreren we ons verder op deze tweede mogelijkheid dan is volgens formule [4.1] de mate van overwaardering van de winst een functie van X , m en n . De mate van overwaardering van de marktprijs per aandeel is behalve van deze variabelen ook afhankelijk van de koers/winst-verhouding. Naarmate de verwachte groei hoger is, de volatiliteit groter is en de toekenning van opties ruimhartiger is, is het winstvertekeningseffect op de marktprijs per aandeel groter. Deze drie voorwaarden zijn met name actueel in ondernemingen die kunnen worden gerekend tot de high tech sector. Voor een snel groeiende high tech onderneming die op relatief ruime schaal opties toekent, betekent dit dat de mate van overwaardering zeer hoog zal zijn. Voor meer stationaire ondernemingen is het effect beperkt.

Deze bedrijven zullen echter niet gemakkelijk overgaan tot toekenning van opties. De conclusie is dat daar waar opties het meest populair zijn en waar deze dan ook worden verstrekt - de groeisectoren van de economie - de kans op een aanzienlijke overwaardering van de marktprijs het grootst is. Dit kan bijdragen tot het ontstaan van een 'bubble'³³ economie waarin de financiële sector geen betrouwbare afspiegeling meer is van de reële sector. De nadere berekeningen van tabel 4.3 illustreren dit.

Tabel 4.3 Voorbeelden van marktprijsvertekening als gevolg van het niet vermelden van de economische kosten van personeelsopties die betrekking hebben op 1% uitbreiding van het aandelenkapitaal volgens het mechanistische beleggingsmodel

Type onderneming	P/E ratio	X	m/n	$\Delta S/S(o)$
Trage groeier	10	0,20	0,01	- 0,02
Gemiddelde onderneming	30	0,30	0,01	- 0,09
Sterke groeier	50	0,40	0,01	- 0,20
Supergroeier	75	0,50	0,01	- 0,375

³³ Vergelijk Sijben (1999).

Voor een gemiddelde onderneming komt de marktprijsvertekening uit op 9% bij een veronderstelde 1% toekenning van opties (als percentage van het reeds bestaande aantal aandelen). Heeft een onderneming in enig jaar beduidend meer opties toegekend dan deze 1% (bijvoorbeeld 4%) en waarden beleggers de onderneming als een 'sterke groei'-onderneming met een 5-jaars call optiewaarde van 40% ($X=0,40$) dan is de mate van marktprijsvertekening onder de gemaakte veronderstelling zelfs 100% als de P/E ratio 62,5 is. Dit laatste is een extreme maar niet per se irrealistische waarde. De gehele gepubliceerde winst bestaat in dat geval uit niet getoonde arbeidskosten.

Samenvattend kan worden gesteld dat het niet boeken van de economische kosten van toegekende opties in combinatie met hoge price/earnings ratio's een belangrijke overwaardering van de marktprijs tot gevolg kan hebben, althans in een niet-efficiënte markt. Voor relatief realistische combinaties van waarden voor de variabelen van formule [4.1] kan deze vertekening zelfs oplopen tot 100% maar in andere gevallen kan het in vele gevallen toch gaan om afwijkingen van tientallen procenten.

De bestaande regelgeving van de externe verslaggeving heeft hierdoor onbedoeld tot gevolg dat het management een incentive krijgt om de kosten van arbeid zoveel mogelijk in aandelenopties uit te keren. Niet het niveau van de arbeidskosten maar de vorm van betaling is hierbij leidraad voor het management. Dit leidt tot een optisch voordeel voor het niveau van de winst. De oorzaak is de inadequate regelgeving ten aanzien van de berichtgeving over personeelsopties.

De verliezen op optieschulden die niet staan geregistreerd, zijn daardoor niet minder reëel. Deze verliezen ontstaan door verandering van de marktprijs van het aandeel. Ze worden evenmin geboekt als de optieschulden zelf. Deze verliezen worden in geval de positie is afgedekt, gecompenseerd door winsten op afdekkingsposities. In andere gevallen is het een regelrecht verlies dat in de resultatenrekening zou moeten worden getoond. Het verlies is geen arbeidskostenelement maar een positieresultaat. Als de onderneming een eclatante koersstijging van haar aandelen bewerkstelligt, is de last van de back service ten aanzien van eerder uitgegeven opties het grootst. Het niet

boeken van deze last impliceert dan een aanzienlijke winstvertekening. Voorbeelden hiervan vinden we in het Smithers Report (1998).

4.7 Empirische berekeningen: Het Engelse Smithers Report (1998)

Voorzover bekend is er weinig onderzoek verricht naar de invloed van winstvertekening die optreedt als gevolg van boekingsfouten na het toekennen van personeelsopties. Wel is enige tijd geleden een Engels onderzoek in de publiciteit gekomen met de aandacht trekkende uitkomsten. De auteurs waren Murray, Smithers en Emerson. De bedoelde studie is afkomstig van het internationale beleggingsonderzoekbureau Smithers & Co. Ltd te Londen. Het onderzoek betrof de wijze van rapportage over de kosten van opties door de 100 grootste beursondernemingen in de Verenigde Staten en de gevolgen voor de weergave van het niveau van de winst. Een mogelijke conclusie was dat geen ‘true and fair view’ op de winst werd gegeven door de betreffende ondernemingen. Deze verwachting werd inderdaad bewaarheid overeenkomstig de hiervoor gegeven theoretische beschouwingen, hoewel naar onze mening in veel mindere mate dan de onderzoekers stelden. De reden voor deze kritiek wordt hierna uitgewerkt.

4.7.1 Het Engelse onderzoek

De gepubliceerde winsten werden gecorrigeerd voor de Black & Scholes optiewaarde en voor de jaarlijkse marktwaardestijging of -daling van de totaal uitstaande opties. Na correctie van de winsten van deze ondernemingen bleek de gepubliceerde winst over 1995 gemiddeld (voor de gehele steekproef van 100 ondernemingen) 42% hoger dan de correct becijferde winst volgens de methode en de definities van de onderzoekers (de zgn. ‘full accounting profits’, blz. 7). Over 1996 was dit zelfs 57% hoger. Anders geformuleerd: de winst van 1995 zou met $42/142 = 30\%$ moeten worden verlaagd en de winst over 1996 met $57/157 = 36\%$. Voor sommige ondernemingen was dit nog aanzienlijk hoger. Voor het toonaangevende Microsoft dat een bijzonder groot aantal managementopties had toegekend, werd berekend dat correcte boeking zou hebben geleid tot een totaal verlies van \$ 10 miljard in 1996 in plaats van een winst van \$ 2,8 miljard die door de onderneming was gepubliceerd. Tot de ondernemingen uit de steekproef van 100 ondernemingen die volgens de Engelse

onderzoekers extreem grote veranderingen in de winst over 1996 vertoonden als gevolg van de correcties die uit hoofde van het bestaan van optieregelingen noodzakelijk werden geacht, behoorden onder andere Cisco Systems, Dell, Intel, Microsoft (waarbij de winst na de corrigerende boekingen omsloeg in een verlies) en Chase Manhattan, Coca Cola, Gillette, Computer Associates, Merrill Lynch en Oracle (behorende tot de groep met een gemiddelde afboeking van de winst van 75%)

De door de 100 ondernemingen in 1996/1995 geclaimde winsttoename van 23% zou, indien correct was geboekt, slechts 11% zijn geweest.

4.7.2 Kritisch commentaar op het Smithers Report (1998)

De uitkomsten van de Engelse studie bevestigen de opvatting dat aanzienlijke winstvertekeningen kunnen ontstaan door optieregelingen. De conclusies zijn hier en daar ronduit spectaculair als men ziet dat acht topondernemingen, tegen de verwachting in, in werkelijkheid verliesgevend zouden zijn geweest. Een kritisch commentaar is echter gerechtvaardigd. Als kosten van verstrekte opties werden in de genoemde studie gedefinieerd de waarde van de optierechten op het moment van toekenning vermeerderd met de gedurende het jaar opgetreden verandering van de marktwaarde van deze rechten en vermeerderd met de marktwaarde van de aan het begin van het jaar reeds uitstaande opties. Bij Microsoft was dit in 1996 samen \$ 13 miljard waarvan \$ 3,85 (30%) voor in dat jaar toegekende opties en \$ 9,15 (70%) aan verliezen op gecumuleerde optieschulden uit het verleden. Dat ook verliezen op niet-afgedekte optieschulden werden beschouwd als kosten van de verstrekte opties, is opmerkelijk.³⁴ Dit is ons inziens zelfs onjuist. Deze verliezen ontstaan namelijk als uitvloeisel van een bepaald type, zichzelf opgelegd risk management van deze ondernemingen te weten een strategie van niet afdekken. Dit werd reeds in paragraaf 4.3 onderbouwd.

Blijkbaar is er volgens de onderzoekers ook geen afdekking gevormd ten aanzien van de schuld wegens toegekende opties. Als er wel een afdekking zou zijn geweest, is het

³⁴ Het Smithers Report (1998) merkt hierover op: "...the full cost of granting options which includes not only the cost in the year in which they are granted, but costs arising from subsequent changes in share prices" (blz. 3).

effect hiervan door de onderzoekers genegeerd.³⁵ Een betere terminologie zou dan ook zijn kosten wegens niet-afgedekte optieposities in eigen aandelen (ofwel speculatieverliezen). Het rapport geeft geen onderbouwing voor het gegeven dat geen enkele onderneming deze posities heeft afgedekt. De indruk ontstaat dat wanneer de verliezen op de niet-afgedekte opties worden geëlimineerd, de resterende kosten aanzienlijk minder spectaculair zijn dan het rapport aangeeft.

Er is bovendien aanleiding tot nog een tweede kritiek op het rapport. Het rapport rept in het geheel niet over de niet weergegeven schuldposities in de balans. Men corrigeert in het rapport dus wel de verliezen die ontstaan op een schuldpositie die zelf ontstaat als gevolg van het toekennen van opties, maar de optieschuld zelf wordt nergens vermeld. Daarmee wordt ook geen aandacht besteed aan de vertekening van de vermogensverhoudingen door deze ondernemingen.

4.8 Winstvertekening Nederlandse beursfondsen

Onderzocht is of en in welke mate de nettowinst van Nederlandse beursfondsen is beïnvloed door het niet boeken van de kosten van personeelsopties in de resultatenrekening. Hiertoe is dezelfde steekproef gebruikt als in de voorafgaande hoofdstukken van dit rapport in casu de jaarverslagen van alle beursfondsen exclusief beleggingsinstellingen over de jaren 1998 tot en met 2000.

4.8.1. De gedifferentieerde waardering van personeelsopties

In hoofdstuk 3 werden drie vormen van aandeelgebaseerde beloningsvormen onderscheiden. Bij elk van deze vormen komen aandelen te pas. De vraag rijst hoe deze moeten worden gewaardeerd in het kader van de vaststelling van de betekenis van deze vormen voor betrokken partijen. In de literatuur van de laatste jaren wordt hierbij gedifferentieerd tussen de waarde voor de onderneming die de opties verleent en de waarde voor de optie-ontvanger. Het antwoord op deze vragen is voor deze groepen namelijk niet hetzelfde.

³⁵ Merkwaardig is dat volgens de onderzoekers geen enkele van de 100 ondernemingen een afdekking voor de aandelenverplichting heeft gekocht (blz. 8).

a) De waarde voor de onderneming

De waarde voor de onderneming is bepalend voor de hoogte van de kosten van de verleende opties. Deze waarde is volgens de literatuur gelijk aan de opportunity waarde van de personeelsoptie bij verkoop aan een gewone belegger op de financiële markt. De Black/Scholes waarderingsformule (1973) geeft hiervoor na correctie voor dividenden de meest gebruikte berekeningsmethode per optie. Door vermenigvuldiging van de uitkomst van de formule met het aantal toegekende opties worden de kosten van de verleende opties verkregen. De kosten per jaar kunnen aldus worden verkregen door sommering van de kosten van alle individuele optietransacties die in dat jaar hebben plaats gevonden.

b) De waarde voor de manager

De waarde voor de manager is echter lager dan deze gecorrigeerde B/S-waarderingsformule oplevert. De reden is dat de manager risico-afkerig is en gehinderd wordt in het nemen van maatregelen om zijn risico te beperken. Normaal gesproken is een externe belegger in staat zijn risico te beïnvloeden door het verkopen van de optie of het hedgen van het optierisico door middel van short-selling. Een bezitter van personeelsopties mag deze technieken contractueel echter in het algemeen niet toepassen. Hij krijgt dus risico opgedrongen dat hem onwelgevallig is. De waarde van de optie voor de manager zal dus lager zijn dan voor een externe belegger op de financiële markten (Lambert et al, 1991; Hall en Murphy, 2000, 2002). Berekeningen van de noodzakelijke korting (of risicopremie) hebben aangetoond dat deze hinderlijke eigenschappen een belangrijk deel van de waarde van de B/S-optie kunnen weghappen. Hall en Murphy (2000) hebben hiertoe een "zekerheidsequivalent" van de optiewaarde berekend. Dat is gedefinieerd als het bedrag dat een manager bereid is in te leveren van zijn salaris als hij een optie ontvangt in plaats van contanten. Dit zekerheidsequivalent is lager naarmate de diversificatiegraad van zijn persoonlijke beleggingen geringer is. Managers van familie-ondernemingen en start ups zullen dan ook een lagere waarde toekennen aan een optie dan managers die een goed gespreide beleggingsportefeuille bezitten.

In een zo realistisch mogelijk gekozen cijfervoorbeeld (Conyon en Murphy, 2002, blz. 633, grafiek 26.4) blijkt de verhouding van de optiewaarde voor de manager tot de Black/Scholes-waarde op het moment van toekenning en met een uitoefeningsprijs 'at the money' ongeveer 0,43 te zijn. Daarbij is verondersteld dat de manager twee/derde van zijn beleggingen in de aandelen van zijn eigen bedrijf heeft geïnvesteerd. De B/S-waarde zou met andere woorden ruim moeten worden gehalveerd om de waarde voor de manager te benaderen. Is slechts $1/3^e$ deel geïnvesteerd in het eigen bedrijf dan is de noodzakelijke korting slechts 15%. Hieruit blijkt de invloed van diversificatie van beleggingen. De conclusie uit deze discussie is dat de waarde voor de manager moeilijk te bepalen is en persoonsgebonden. Noodzakelijke kortingen op de B/S-waarde variëren volgens deze literatuur van 0% tot 60%. Dit zou ook grond geven aan de analyse van Veld (2003) die voor 17 Nederlandse ondernemingen berekende dat de fiscaal bepaalde forfaitaire waarde gemiddeld redelijk klopt maar voor individuele ondernemingen absoluut niet klopt en tot te hoge belasting bij de werknemers leidt. Hierbij is echter de (opwaartse!) invloed van inside information op de waarde van de optie niet meegenomen.

4.8.2 Black/Scholes-waardering en inside information

Voor de kwantificering van de kosten is de voor dividenden gecorrigeerde Black-Scholes formule waardevol zij het dat deze formule nog geen rekening houdt met enkele andere kenmerken van personeelsopties, in concreto:

- a. de mogelijkheid van vervroegde uitoefening
- b. de mogelijkheid van het vervallen van de optie door ontslag
- c. de invloed van inside information van de manager op de optiewaarde en daarmee op zijn totale inkomen.

Conyon en Murphy (2002) noemen deze complicaties wel maar gaan er niet op in. Duidelijk is dat wanneer met de factoren a en c rekening wordt gehouden de waarde van de optie hoger is maar lager is wanneer complicatie b in beschouwing wordt genomen. Het is met name complicatie c die ons inziens een grote invloed kan uitoefenen waarvan de betekenis de gehele kortingkwestie die hierboven werd besproken overschaduwet. Ter onderbouwing van deze uitspraak kan worden gewezen

op het aangetoonde gebruik van inside information door optiebezitters zoals onderzocht door Yermack (1997) en Bettis et al (1999).

Yermack (1997) vond dat de tijdstippen waarop opties worden verleend aan Amerikaanse topmanagers gunstig waren gekozen in relatie tot de koersmutaties van het aandeel. Opties werden verleend kort voordat gunstige ondernemingsresultaten werden gepubliceerd. Yermack merkt hierover op: “.....opportunistic timing of option awards around company news announcements could significantly increase CEO wealth for reasons unrelated to the options’ purported incentive purpose’(blz. 449/450). De opties die werden toegekend, creëren in dat geval derhalve geen incentive om beter te presteren (zoals de bedoeling was) maar een kans om snel rijk te worden dank zij voorkennis over een aanstaande publicatie van ondernemingsresultaten.

Bettis et al (1999) concludeerden uit onderzoek van privposities in aandelen en opties in de eigen onderneming dat managers overgingen tot insider trading als het hen uitkwam. Zij dekten tijdig posities af als er binnen enkele weken slecht nieuws van hun onderneming naar buiten zou komen en voorafgaand aan een toeneming van de volatiliteit van de aandelenkoers.

Uit beide onderzoeken blijkt dat de waarde van opties positief wordt beïnvloed door de mogelijkheid om langs de weg van het bezit van opties voorkennis te exploiteren. Let wel: er is dan wel een buitengewoon rendement tussen de optieverlening en de ondernemingsresultaten maar dit berust niet op superieure beslissingen van de managers dank zij de prikkels van de verkregen opties maar op voorkennis. Dit aspect mag dan ook ons inziens niet worden verwaarloosd bij het bepalen van de waarde van opties voor de managers zoals de literatuur in feite doet.

Het lijkt vooralsnog zeker verantwoord de waarde van een personeelsoptie voor de manager alles overziende geen rekening te houden met de hier en daar bepleite korting en de waarde eenvoudig te benaderen aan de hand van de voor dividenden aangepaste B/S-waarde. Wij zijn van mening dat er vooralsnog rekening houdend met alle factoren geen reden is tot differentiatie van de waarde van personeelsopties tussen de onderneming en de managers. Zelfs kan de Black/Scholes-waarde worden

gekwalificeerd als een voorzichtige schatting daar waar de mogelijkheid tot benutting van inside information door managers ruim aanwezig is. Dit is onder andere het geval wanneer de tijdstippen waarop opties worden verstrekt, niet bekend zijn bij buitenstaanders. De betekenis van het exploiteren van inside information en de invloed die managers kunnen uitoefenen op hun eigen optiebeloning kan zeer wel leiden tot een ons inziens voorzichtige waarderingspremie van 50% van de B/S-waarde.

Overigens heeft deze discussie geen directe invloed op de waardering van personeelsopties in het kader van dit hoofdstuk omdat daar de invloed van opties op de winst, dus de kostenbenadering, centraal staat. Deze vereist ook volgens de bestaande literatuur zoals we zagen een voor dividenden aangepaste Black/Scholes benadering. We zullen deze waardering in dit hoofdstuk dan ook zoveel mogelijk benaderen met de aantekening dat deze eerder een onderschatting dan een overschatting inhoudt. De werkelijke waarde voor de manager en de onderneming schatten wij op basis van het voorgaande ruwweg op een bedrag gelijk aan 100% tot 150% van de B/S-waarde gecorrigeerd voor dividenden.

4.8.3 De vereiste informatie

Om tot een redelijke schatting te komen van de kosten van in een bepaald jaar toegekende aandelenopties is vereist dat per optietransactie tussen de onderneming en de werknemer de volgende vijf variabelen van de B/S-formule bekend zijn:

- de marktprijs van het aandeel op de dag van toekenning van de opties
- de uitoefeningsprijs van de opties
- de looptijd van de verstrekte opties
- de actuele rente op het moment van verstrekking van de opties
- de actuele volatiliteit van het rendement van het aandeel.

Daarnaast zou ook het verwachte dividend per transactiedatum bekend moeten zijn. Deze verwachtingen kunnen verschillen, ook binnenjaarlijks. De rente fluctueert in de loop van een jaar zodat zonder informatie over de data van verstrekking van de opties deze niet kan worden vastgesteld. De volatiliteit is de standaardafwijking van de dag-

tot-dag prijsveranderingen uitgedrukt in een jaarpercentage. Deze drukt de beweeglijkheid van de koers van het aandeel uit. Ook deze fluctueert, ook binnenjaarlijks, soms zelfs zeer aanzienlijk. Het is niet mogelijk om deze variabelen voor alle in een bepaald jaar verstrekte opties betrouwbaar te schatten vooral omdat de invloedrijke volatiliteit ook gedurende een jaar in sterke mate kan fluctueren en de toekenningsdatum van de opties niet bekend is. Deze wordt in Nederland niet gepubliceerd. De uitoefeningsprijs kan bovendien ook sterk fluctueren, ook binnenjaarlijks. Deze zou voor een aantal ondernemingen nog op basis van gepubliceerde stukken als een gewogen gemiddelde kunnen worden berekend. Dan heeft men echter nog niet de bijbehorende marktprijs van het aandeel van de dag van toekenning beschikbaar. Toepassing van de voor verwachte dividenden gecorrigeerde B/S-formule achten wij om deze redenen kwestieus. Een belangrijke reden om naar een andere waarderingsmethode dan de gecorrigeerde B/S-formule te zoeken is de twijfel of de gecorrigeerde B/S-formule voor de praktijk wel erg relevant is voor de prijsvorming van vijf-jaars opties.

4.8.4 De gevolgde methode

Wij hebben voor het geplande onderzoek de B/S-formule niet toegepast. In plaats daarvan hebben wij een andere methode gevolgd waarbij rechtstreeks aansluiting werd gezocht bij feitelijke noteringen voor 5-jaars beursopties op de Amsterdamse beurs. Personeelsopties worden gewoonlijk voor vijf jaar uitgegeven en de uitoefeningsprijs is gewoonlijk gelijk aan de dagprijs van het aandeel. Gebruik is gemaakt van de feitelijke noteringen op de eerste dag van nieuwe optieseries aan Euronext Amsterdam elk jaar op maandag na de derde vrijdag van oktober. Koersen werden ontleend aan de Officiële Prijscourant van Euronext Amsterdam.

De volatiliteit van het rendement van het aandeel is veruit de belangrijkste determinant van de waarde van een call optie. Van alle fondsen met 5-jaars optienoteringen zijn met behulp van Datastream per jaar eerst de standaardafwijkingen van het rendement over het voorafgaande jaar berekend. Daarbij is eenvoudshalve verondersteld dat alle in een jaar door een onderneming verstrekte opties gemiddeld mogen worden beschouwd als te zijn toegekend op de eerste dag van de nieuwe notering van een vijfjarens serie met een gelijkheid van uitoefeningsprijs

van de personeelsoptie en de slotkoers van het aandeel op die dag. Vervolgens zijn deze fondsen ingedeeld in een aantal risicoklassen variërend van '10% -20%' tot '90%-100%'.

Van elke onderneming waarvan 5-jaarsopties werden genoteerd, werd vervolgens de Call/Spot ratio (CSR) berekend op de eerste dag van de notering van de nieuwe serie. Zowel de call optiewaarde als de spotprijs van de optie werd ontleend aan de Officiële Prijs Courant. Hiermee werd bekend welke prijs de financiële markt aan een nieuwe vijfjaarsoptie op de betreffende datum toekende. Vervolgens werd de gemiddelde CSR per risicoklasse berekend door rekenkundige middeling van de CSR-uitkomsten van de individuele ondernemingen die tot een klasse behoorden. Aangenomen is vervolgens dat deze gemiddelde CSR-waarde per risicoklasse een verantwoorde benadering is van de CSR van alle andere fondsen met dezelfde risicoklassekenmerken maar waarvan geen 5-jaarsopties worden genoteerd. De toerekening vond plaats op basis van een ontwikkelde regressiefunctie. Verwezen wordt naar Tabel 4.A.1 en in de appendix bij dit hoofdstuk en figuur 4.A.1.

Ter toelichting een voorbeeld. In 1998 waren van 16 ondernemingen 5 jaars opties verhandeld. Hiervan werden er 7 verhandeld in de risicoklasse 30%-40%. De gemiddelde CSR van deze zeven ondernemingen was 30,39%. Deze CSR is gebruikt voor alle fondsen van de AEX in de risicoklasse 30%-40%. Uiteindelijk blijken er 9 fondsen in deze klasse te ressorteren.

Door de aldus ontwikkelde CSR-waarden af te leiden ontstond een op basis van risicoverschillen gedifferentieerd CSR-overzicht van alle fondsen van de AEX en MidKap dat stoelde op feitelijke waarderingen in de markt per de datum van de introductie van nieuwe 5 jaarsopties. Verwezen wordt naar tabel 4.A.2. Zoals verwacht werd, neemt de Call/Spot ratio van elke volgende risicoklasse toe als gevolg van het steeds hogere risico. De afgeleide CSR-waarde is echter niet meer dan een indicatie omdat een verschil in dividendrendement tussen fondsen niet is verwerkt.³⁶

³⁶ Ter vergelijking diene dat Veld (2003) in een studie die een geheel ander doel had (namelijk het toetsen van het realiteitsgehalte van de fiscale forfaitaire waarden van opties die voor bepaalde gevallen sinds 1998 in Nederland van kracht zijn) theoretische waarden voor 5 jaarsopties berekende per 15 maart 2000 (tijdsverschil ruim 7 maanden met het onderhavige onderzoek) met behulp van het Merton-model. Dit is het gecorrigeerde Black/Scholes-model. Het gemiddelde (30% à 35%) en de mediaan

De classificatie van alle niet-vijf jaarsoptiefondsen op hun volatiliteit en vertaling daarvan naar een bijbehorende CSR-waarde maakt het mogelijk om voor alle ondernemingen de afgeleide call optiewaarde te vinden. Deze groep bestond uit alle fondsen zonder optienotering en alle fondsen zonder vijfjaarsopties. Door de gegeven beurskoers van een fonds te vermenigvuldigen met de afgeleide CSR kon langs deze weg een op feitelijke noteringen gebaseerde benadering van de waardering van de personeelsoptie worden gevonden.

$$\text{Call optie waarde} = [\text{afgeleide CSR}] * \text{Spot koers aandeel} \quad [4.2]$$

De berekeningsresultaten voor de AEX- en MidKap-fondsen hebben geresulteerd in tabel 4.A.3. Door vervolgens het in een bepaald jaar per onderneming verstrekte aantal opties te vermenigvuldigen met de afgeleide call optie waarde werd de benaderde waarde van het verstrekte optiepakket berekend (Tabel 4.A.4). Door deze waarde uit te drukken als percentage van de gepubliceerde nettowinst werd inzicht verkregen in de mate van winstvertekening door het niet opnemen van de kosten van personeelsopties in de resultatenrekening. Aangenomen is dat de belastingeffecten van personeelskosten reeds waren verwerkt in de gepubliceerde belastingdruk.

In tabel 4.A.5 is de afgeleide waarde van de opties met 1,5 vermenigvuldigd om tot uitdrukking te brengen dat het management een grote invloed kan uitoefenen op de waarde van het aandeel door daartoe geëigende beslissingen te nemen. Vanzelfsprekend neemt de mate van winstvertekening daardoor toe met 50%. Herhaald wordt dat de premie van 50% slechts een orde van grootte aangeeft.

Deze analyse is voor elk van de jaren 1998 tot en met 2000 uitgevoerd.

Tenslotte wordt opgemerkt dat ook voor elk ander jaar en elk ander beursfonds, zelfs indien er in het geheel geen opties op worden verhandeld, de bovenstaande methode ter benadering van de mate van winst 'bias' toepasbaar is. In dit rapport blijft de

(29% à 32%) waren in hoge mate vergelijkbaar met onze berekeningen. Ook werden individuele ondernemingen in beide onderzoeken in hoge mate vergelijkbaar geclassificeerd.

toepassing beperkt tot de AEX- en MidKap-fondsen en tot de jaren 1998 tot en met 2000.

4.8.5 De onderzoeksresultaten

Groep van ondernemingen

De mate van winstvertekening blijkt van fonds tot fonds en van jaar tot jaar sterk te variëren zoals blijkt uit de tabellen 4.A.3 en 4.A.4. Vooral in de jaren 1998 en 1999 is de winstvertekening bescheiden als men uitgaat van het gemiddelde en de mediaan. Deze liggen in de orde van grootte van 1% tot 3%. De maximum vertekening, dus bij individuele fondsen, is echter substantieel en minstens 18%. De minimumvertekening is uiteraard nihil omdat sommige ondernemingen geen opties toekennen. Opmerkelijk is de sprong in het jaar 2000. In dat jaar stijgt de mate van winstvertekening bij de AEX-fondsen scherp tot 3,5% (gemiddeld) à 5,5% (mediaan) en bij de MidKap-fondsen tot 8,6% (gemiddeld) respectievelijk 4,25% (mediaan). Bij een fonds (Reed Elsevier) wordt de winst meer dan volledig weggevaagd als gevolg van de boeking van de optiekosten.

In tabel 4.5 zijn de resultaten samengevat voor de drie onderzochte jaren. Tabel 4.5 gaat uit van de CSR-waarde zonder premie, dus geeft deze de meest voorzichtige schattingen weer.

Uit voorlopig onderzoek van de vergelijkbare data over het jaar 2001 blijkt dat in dat jaar een verdere, zeer aanzienlijke verhoging van de mate van winstvertekening is opgetreden. De gemiddelden van de AEX- en de MidKap-fondsen worden ten opzichte van het jaar 2000 nagenoeg verviervoudigd, de mediaan van de AEX-fondsen neemt toe met 'slechts' 60% maar de mediaan van de MidKap-fondsen wordt verdubbeld.

Tabel 4.5 Samenvattend overzicht van de mate van winstvertekening bij de AEX- en MidKap-ondernemingen als gevolg van het weglaten van de kosten van opties in de resultatenrekening (optiewaarden exclusief opslagpremies)

Fondsen	1998	1999	2000
AEX-fondsen:			
Gemiddeld	2,86%	2,19%	3,50%
Mediaan	1,65%	2,01%	5,41%
Minimum	0%	0%	0%
Maximum	21,46%	63,96%	179,89%
MidKap-fondsen:			
Gemiddeld	3,35%	2,59%	8,59%
Mediaan	1,10%	1,33%	4,25%
Minimum	0%	0%	0%
Maximum	24,02%	18,24%	32,13%

Individuele ondernemingen

De verwachting is dat de mate van winstvertekening het hoogst is bij ondernemingen die aan drie voorwaarden voldoen: a) zij kennen relatief veel opties toe b) het rendement van het aandeel is relatief volatiel en c) er wordt relatief weinig winst gemaakt. Kijkend naar de AEX-fondsen wordt dit beeld bevestigd in de onderzoeksresultaten doordat fondsen uit de high tech sector een relatief hoge winstvertekening tonen. Anderzijds is er ook een substantiële winstvertekening bij meer gevestigde ondernemingen in relatief stabiele sectoren waarvan de oorzaak moet worden gezocht in het grote aantal toegekende opties en het relatief lage winstniveau.

De in de MidKap opgenomen ondernemingen komen eerder in aanmerking voor een opslag op de call optie-waarde omdat analisten deze fondsen minder stringent volgen. Het is zelfs verdedigbaar dat de opslagvariant van de MidKap-fondsen wordt vergeleken met de basisvariant van de AEX-fondsen.

Tenslotte is duidelijk dat sommige ondernemingen niet alleen in een bepaald jaar maar ook door de jaren heen een aanzienlijke winst bias vertonen waarvan het bestaan voor beleggers relevant is. Zo spant Ordina de kroon als het enige fonds waarvoor gold dat in elk van de drie onderzochte jaren de winstvertekening meer dan 10% bedroeg. Ook de ondernemingen ASML, Baan en Reed Elsevier vallen op doordat zij in twee van de drie onderzochte jaren tot een winstvertekening komen die hoger is dan 10%.

Geaggregeerde bedragen van de mate van winstvertekening

Door sommatie van de per onderneming berekende bedragen van winstvertekening kan het geaggregeerde bedrag worden verkregen als het totaal van de winstvertekening in een bepaald jaar voor AEX- en MidKapfondsen. Hieruit resulteert tabel 4.6. Daarbij is voorzichtigheidshalve uitgegaan van de matige variant van optiewaardering (zonder premie).

Tabel 4.6 De geschatte geaggregeerde winstvertekening bij AEX- en MidKap-fondsen in 1998, 1999 en 2000 op in dat jaar toegekende opties

	1998	1999	2000
AEX-fondsen	€599 mln	€528 mln	€1473 mln
MidKap-fondsen	€36 mln	€49 mln	€150 mln
Totale winstvertekening	€635 mln	€577 mln	€1623 mln

Het jaar 2000 blijkt ook in dit overzicht een opmerkelijke uitschieter naar boven te zijn geweest. Dat was tevens het jaar van de kentering van het beursklimaat. Volgt men de premievariant van de optiewaardering dan komt het bedrag voor 2000 zelfs uit op € 2,44 miljard.

4.9 Samenvatting en conclusies hoofdstuk 4

In hoofdstuk 2 werd geconcludeerd dat de literatuur de kosten van verleende opties voor de onderneming wenst te berekenen met behulp van de Black/Scholes-formule. Wij menen dat de uitkomst die dit oplevert, eerder een minimum is. Een betere benadering is om de optiewaarde te stellen op een hoger bedrag waarbij de gedachten gaan naar het interval van een tot anderhalf keer de gecorrigeerde B/S-waarde met het doel de discretionaire ruimte van de manager tot beïnvloeding van de ondernemingsprestaties en de beurskoers te incorporeren in de schattingen.

In dit hoofdstuk is na een algemene verkenning over opties en winstrapportage met behulp van een wat zou kunnen worden genoemd 'comparables'-methode een waarde afgeleid voor de in een bepaald jaar door een onderneming verstrekte personeelsopties. Deze waarde werd gedefinieerd als de waarde van de call optie van een zoveel mogelijk qua risico vergelijkbare onderneming waarvan vijf jaars opties worden verhandeld aan Euronext Amsterdam. Daarbij werden verschillende vereenvoudigende veronderstellingen gemaakt. Toch menen wij dat de onderzoeksresultaten gemiddeld genomen een goede indicatie geven van de onderliggende processen omdat zij steunen op de belangrijkste determinant van de waarde van een optie i.c. de volatiliteit. Andere verschillen tussen fondsen werden verwaarloosd zoals het verschil in dividendrendement. De onderzoeksresultaten wijzen op een zich versnellende winstvertekening als gevolg van het achterwege laten van de boeking van optiekosten in de resultatenrekening die over de jaren 1998 tot en met 2000 varieert van 0% tot 180% voor AEX-fondsen en van 0% tot 32% voor MidKap-fondsen. De mediaan van de winstvertekening was echter vrij laag en stabiel in deze jaren en was ongeveer 5%. Bij deze percentages moet worden aangetekend dat deze alleen betrekking hebben op de in enig jaar toegekende opties, dus niet op het totale aantal uitstaande opties waarvoor uiteraard een veel grotere correctie nodig zou zijn geweest.

Tenslotte is gebleken dat de geschatte waarde van het totale pakket aan opties voor AEX- en MidKap-fondsen in de onderzoeksperiode ruim verdubbelde van € 635 mln in 1998 tot € 1623 mln in 2000 waarbij de matige variant voor de optiewaardering is gevolgd. Volgens de opslagvariant zouden al deze bedragen 50% hoger zijn. Gezien de koersontwikkeling van de aandelen sinds medio 2000 tot heden zijn de meeste van

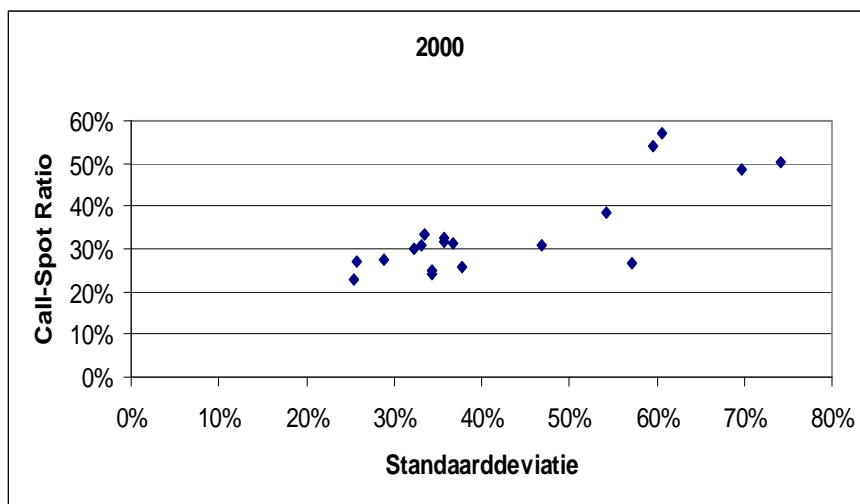
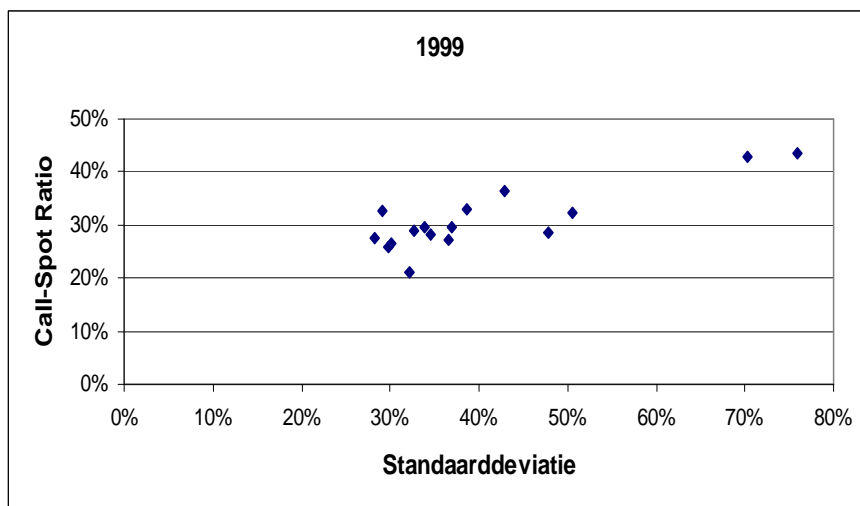
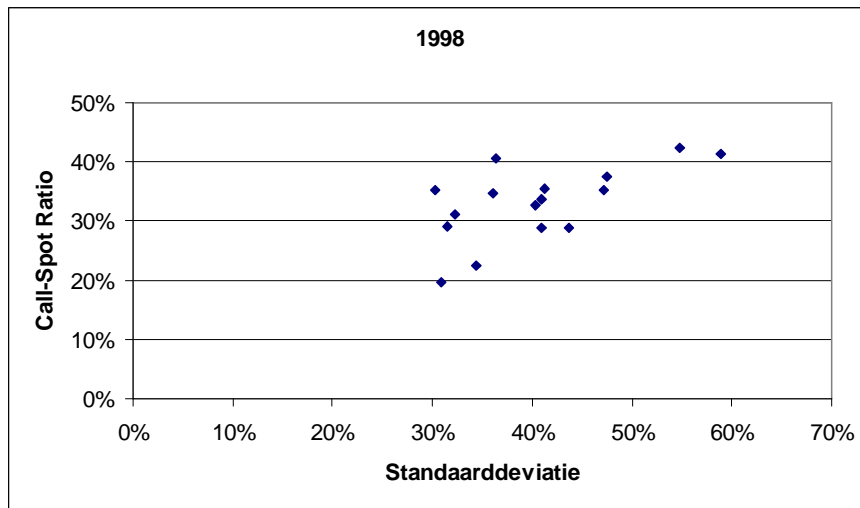
deze opties inmiddels 'out of the money' hetgeen een zware verliespost voor de betrokken managers heeft opgeleverd en een dito besparing op geschreven aandelenopties voor de betrokken ondernemingen tenzij deze de verplichting hadden afgedekt.

Bijlagen bij hoofdstuk 4

Tabel 4.A.1 Volatiliteit en Call Spot Ratio's van vijf-jaarsopties van een aantal AEX-fondsen voor de jaren 1998 t/m 2000

Indeling in standaarddeviatie groepen						
	Call-Spot Ratio	Standaard- deviatie	Standaard- deviatie	Gemiddelde Call-Spot Ratio	Aantal ondernemingen	Klasse
1998						
1 Numico	35,24%	30,23%	10%-20%		0	1
2 DSM	19,53%	30,93%	20%-30%	25,80%	0	2
3 Koninklijke Olie	29,12%	31,51%	30%-40%	30,39%	7	3
4 Ahold	31,23%	32,33%	40%-50%	33,20%	7	4
5 Elsevier	22,40%	34,46%	50%-60%	41,73%	2	5
6 Unilever	34,76%	36,08%	60%-70%	44,52%	0	6
7 Bols Wessanen	40,46%	36,39%	70%-80%	49,20%	0	7
8 Aegon	32,69%	40,39%				
9 ABN Amro	28,80%	40,98%				
10 Fortis Amev	33,64%	41,01%				
11 AKZO Nobel	35,50%	41,21%				
12 KLM	28,95%	43,63%				
13 ING	35,33%	47,17%				
14 KPN	37,51%	47,52%				
15 Philips	42,23%	54,86%				
16 TNT Post Groep	41,24%	58,94%				
1999						
1 Ahold	27,54%	28,19%	10%-20%		0	1
2 Unilever	32,50%	29,16%	20%-30%	28,63%	3	2
3 Koninklijke Olie	25,83%	29,81%	30%-40%	28,01%	8	3
4 DSM	26,46%	30,20%	40%-50%	32,62%	2	4
5 Fortis (nl)	21,19%	32,24%	50%-60%	32,15%	1	5
6 ABN Amro	28,78%	32,73%	60%-70%	0	0	6
7 Aegon	29,67%	33,88%	70%-80%	43,29%	2	7
8 Numico	28,39%	34,57%				
9 ING	27,29%	36,58%				
10 Elsevier	29,42%	36,96%				
11 AKZO Nobel	32,89%	38,59%				
12 Philips	36,55%	42,85%				
13 TNT Post Groep	28,68%	47,77%				
14 KPN	32,15%	50,62%				
15 ASML	42,99%	70,30%				
16 Baan	43,58%	75,99%				
2000						
1 ING	22,84%	25,37%	10%-20%		0	1
2 ABN Amro	26,90%	25,77%	20%-30%	25,78%	3	2
3 Koninklijke Olie	27,60%	28,92%	30%-40%	29,42%	9	3
4 DSM	30,20%	32,35%	40%-50%	31,05%	1	4
5 Heineken	30,67%	33,15%	50%-60%	39,73%	3	5
6 Fortis (nl)	33,29%	33,47%	60%-70%	52,65%	2	6
7 Aegon	25,03%	34,25%	70%-80%	50,18%	1	7
8 Numico	24,21%	34,40%	80%-90%	58,03%	0	8
9 TNT Post Groep	32,36%	35,64%	90%-100%	63,72%	0	9
10 Ahold	31,90%	35,70%				
11 AKZO Nobel	31,18%	36,76%				
12 Unilever	25,94%	37,84%				
13 Elsevier	31,05%	46,79%				
14 Philips	38,44%	54,19%				
15 Wolters Kluwer	26,59%	57,25%				
16 UPC	54,17%	59,55%				
17 Getronics	56,83%	60,67%				
18 KPN	48,46%	69,63%				
19 ASML	50,18%	74,15%				

Figuur 4.A.1 De relatie tussen volatiliteit en Call Spot Ratio's van een aantal AEX-fondsen in de jaren 1998 t/m 2000



Tabel 4.A.2 De afgeleide call optie waarde per AEX- en MidKap-fonds op basis van volatiliteit en gemiddelde Call Spot Ratio per risicoklasse voor de jaren 1998 t/m 2000

1998				
Onderneming	Gemeten risico	Gemiddelde	Koers aandeel	Afgeleide call
(1)	(standaarddeviatie)	Call-Spot Ratio	op 4/1/99	optie waarde
	(2)	(3)	(4)	(5) = (3) x (4)
<i>AEX-fondsen:</i>				
Numico (Kon.)	30,23%	30,39%	42,1	12,79
DSM	30,93%	30,39%	27,09	8,23
Royal Dutch Ptl.	31,51%	30,39%	42,05	12,78
Ahold (Kon.)	32,33%	30,39%	32,85	9,98
Wolters Kluwer	32,71%	30,39%	48,2	14,65
Reed Elsevier	34,46%	30,39%	12,25	3,72
Unilever	36,08%	30,39%	72,48	22,03
Vendex KBB	37,67%	30,39%	20,15	6,12
Heineken	39,93%	30,39%	43,36	13,18
Aegon	40,39%	33,20%	54,07	17,95
ABN AMRO	40,98%	33,20%	18,65	6,19
Fortis	41,01%	33,20%	37,22	12,36
Akzo Nobel	41,21%	33,20%	37,9	12,58
Buhrmann	42,00%	33,20%	14,8	4,91
KLM	43,63%	33,20%	25,47	8,46
Hagemeyer	44,37%	33,20%	30,93	10,27
VNU	44,96%	33,20%	32,4	10,76
OCE	46,82%	33,20%	31,75	10,54
ING Groep	47,17%	33,20%	27,82	9,24
KPN (Kon.)	47,52%	33,20%	23,54	7,82
Vedior	47,98%	33,20%	15,93	5,29
Philips (Kon.)	54,86%	41,73%	15,24	6,36
TPG	58,94%	41,73%	30,9	12,90
ASML Holding	70,78%	49,20%	8,98	4,42
Baan	74,32%	49,20%	10,05	4,94
<i>MidKap-fondsen:</i>				
CSM	27,46%	25,80%	25	6,45
Stork	34,59%	30,39%	19,3	5,87
Imtech	35,29%	30,39%	21,2	6,44
Bols Wessanen	36,39%	30,39%	11,29	3,43
IHC Caland	36,99%	30,39%	36,8	11,18
Volker Wessels (Stevin)	37,73%	30,39%	15,85	4,82
Grolsch	39,66%	30,39%	22,15	6,73
Nedlloyd	40,21%	33,20%	9,19	3,05
Wegener	41,45%	33,20%	15,9	5,28
NBM Amstelland	41,74%	33,20%	20,61	6,84
Getronics	42,35%	33,20%	14,72	4,89
Boskalis	43,07%	33,20%	13,7	4,55
Hunter Douglas	43,48%	33,20%	27,35	9,08
Randstad	44,19%	33,20%	48,4	16,07
Ordina	54,71%	41,73%	23,75	9,91

1999

Onderneming (1)	Gemeten risico (standaarddeviatie) (2)	Gemiddelde Call-Spot Ratio (3)	Koers aandeel op 18/10/99 (4)	Afgeleide call optie waarde (5) = (3) x (4)
<i>AEX-fondsen:</i>				
Ahold (Kon.)	28,19%	28,63%	27,95	8,00
Unilever	29,16%	28,63%	58,55	16,76
Royal Dutch Ptl.	29,81%	28,63%	52,76	15,10
DSM	30,20%	28,01%	36	10,08
Fortis	32,24%	28,01%	29,66	8,31
ABN AMRO	32,73%	28,01%	21,42	6,00
Aegon	33,88%	28,01%	40,37	11,31
Numico (Kon.)	34,57%	28,01%	37,6	10,53
Heineken	35,65%	28,01%	35,84	10,04
ING Groep	36,58%	28,01%	25,27	7,08
Reed Elsevier	36,96%	28,01%	9,04	2,53
Wolters Kluwer	37,19%	28,01%	28,4	7,96
Akzo Nobel	38,59%	28,01%	37,7	10,56
KLM	39,43%	28,01%	25,66	7,19
Vendex KBB	39,46%	28,01%	28,75	8,05
OCE	42,64%	32,62%	15,71	5,12
Philips (Kon.)	42,85%	32,62%	21,81	7,11
VNU	43,52%	32,62%	30,75	10,03
Hagemeyer	43,64%	32,62%	21,1	6,88
TPG	47,77%	32,62%	23,03	7,51
Buhrmann	50,28%	32,15%	16,41	5,28
KPN (Kon.)	50,62%	32,15%	21,22	6,82
ASML Holding	70,30%	43,29%	20,22	8,75
Baan	75,99%	43,29%	12,3	5,32
<i>MidKap-fondsen:</i>				
CSM	23,08%	28,63%	22,5	6,44
Nutreco	28,85%	28,63%	33,6	9,62
NBM Amstelland	30,91%	28,01%	14,1	3,95
Laurus	31,83%	28,01%	17,03	4,77
Stork	32,94%	28,01%	19,3	5,41
Volker Wessels (Stevin)	33,20%	28,01%	17,3	4,85
Imtech	34,35%	28,01%	18,5	5,18
Bols Wessanen	34,79%	28,01%	10,43	2,92
Getronics	37,13%	28,01%	16,37	4,59
Randstad	39,41%	28,01%	47,9	13,42
Ordina	43,29%	32,62%	20,91	6,82
IHC Caland	43,59%	32,62%	42,75	13,94
Moolen (van der)	45,00%	32,62%	16,67	5,44
AOT	45,37%	32,62%	8,5	2,77
Vedior	45,49%	32,62%	15,78	5,15
Hunter Douglas	45,53%	32,62%	27,5	8,97
Nedlloyd	75,73%	43,29%	19,85	8,59

2000

Onderneming (1)	Gemeten risico (standaarddeviatie) (2)	Gemiddelde Call-Spot Ratio (3)	Koers aandeel op 18/10/99 (4)	Afgeleide call optie waarde (5) = (3) x (4)
<i>AEX-fondsen:</i>				
ING Groep	25,37%	25,78%	38,15	9,83
ABN AMRO	25,77%	25,78%	25,55	6,59
Royal Dutch Ptl.	28,92%	25,78%	73,48	18,94
DSM	32,35%	29,42%	31	9,12
Heineken	33,15%	29,42%	47,8	14,06
Fortis	33,47%	29,42%	34,29	10,09
Aegon	34,25%	29,42%	45,25	13,31
Numico (Kon.)	34,40%	29,42%	57,7	16,98
TPG	35,64%	29,42%	25,15	7,40
Ahold (Kon.)	35,70%	29,42%	33,17	9,76
Akzo Nobel	36,76%	29,42%	50,6	14,89
Unilever	37,84%	29,42%	58,25	17,14
Hagemeyer	39,60%	29,42%	26,57	7,82
Gucci	39,67%	29,42%	115	33,83
Vendex KBB	44,33%	31,05%	14,5	4,50
Reed Elsevier	46,79%	31,05%	13,6	4,22
Hoogovens/Corus	49,29%	31,05%	0,92	0,29
Philips (Kon.)	54,19%	39,73%	46,7	18,56
Wolters Kluwer	57,25%	39,73%	25,1	9,97
VNU	58,61%	39,73%	55,9	22,21
UPC	59,55%	39,73%	6,55	2,60
Getronics	60,67%	52,65%	11,93	6,28
KPN (Kon.)	69,63%	52,65%	22,49	11,84
ASML Holding	74,15%	50,18%	32,95	16,53
<i>MidKap-fondsen:</i>				
Wessanen (Bols)	27,00%	25,78%	14,11	3,64
Vopak	28,40%	25,78%	15,77	4,07
NMB Amstelland	29,31%	25,78%	15,4	3,97
Nedlloyd	29,63%	25,78%	20,7	5,34
Volker Wessels (Stevin)	30,30%	29,42%	20,1	5,91
Hunter Douglas	30,53%	29,42%	32,05	9,43
CSM	31,39%	29,42%	27,8	8,18
Nutreco	31,65%	29,42%	50	14,71
Imtech	32,61%	29,42%	21,9	6,44
Van der Moolen	38,57%	29,42%	28,83	8,48
Laurus	39,71%	29,42%	7,55	2,22
IHC Caland	41,07%	31,05%	56,25	17,46
OCE	41,19%	31,05%	18,2	5,65
Stork	41,55%	31,05%	12,15	3,77
Randstad	44,27%	31,05%	25,65	7,96
Ordina	46,46%	31,05%	32	9,93
KLM	48,07%	31,05%	18,5	5,74
Buhrman	49,76%	31,05%	29,35	9,11
Libertel	51,66%	39,73%	13,7	5,44
Vedior	63,64%	52,65%	17,21	9,06
Cap Gemini	66,64%	52,65%	199	104,77
CMG	74,55%	50,18%	19,7	9,89
Versatel	96,12%	63,72%	15,95	10,16

Tabel 4.A.3 De berekening van de geschatte waarde van het in een jaar toegekende optiepakket ('geen premie'-variant)

1998

Onderneming	Aantal gedurende het jaar verstrekte opties	Waarde call optie	Waarde pakket opties (=daling nettowinst)	Gepubliceerde nettowinst	Daling winst als % gepubliceerde winst
(1)	(2)	(3)	(4) = (2) x (3)	(5)	(6) = (4) / (5)
<i>AEX-fondsen:</i>					
Numico (Kon.)	203.000	12,79	2.597.379	154.000.000	1,69%
DSM	126.450	8,23	1.041.082	415.000.000	0,25%
Royal Dutch Ptl.	2.401.000	12,78	30.684.244	252.891.714	12,13%
Ahold (Kon.)	5.768.455	9,98	57.590.672	547.199.000	10,52%
Wolters Kluwer	468.750	14,65	6.866.661	309.000.000	2,22%
Reed Elsevier	229.800	3,72	855.546	574.485.754	0,15%
Unilever	1.412.328	22,03	31.110.789	1.659.000.000	1,88%
Vendex KBB	0	6,12	0	126.151.000	0,00%
Heineken	0	13,18	0	445.000.000	0,00%
Aegon	5.759.000	17,95	103.385.547	1.247.000.000	8,29%
ABN AMRO	13.463.145	6,19	83.364.613	1.828.000.000	4,56%
Fortis	5.188.100	12,36	64.112.260	1.861.800.000	3,44%
Akzo Nobel	462.200	12,58	5.816.015	574.000.000	1,01%
Buhrmann	0	4,91	0	524.000.000	0,00%
KLM	420.000	8,46	3.551.686	207.000.000	1,72%
Hagemeyer	221.165	10,27	2.271.186	192.121.000	1,18%
VNU	866.450	10,76	9.320.622	250.718.000	3,72%
OCE	872.500	10,54	9.197.410	129.049.000	7,13%
ING Groep	10.367.253	9,24	95.758.471	2.669.000.000	3,59%
KPN (Kon.)	776.810	7,82	6.071.243	687.000.000	0,88%
Vedior	379.682	5,29	2.008.132	102.000.000	1,97%
Philips (Kon.)	1.943.800	6,36	12.363.207	6.053.000.000	0,20%
TPG	732.300	12,90	9.443.698	372.000.000	2,54%
ASML Holding	863.574	4,42	3.815.071	62.000.000	6,15%
Baan	11.706.000	4,94	57.876.370	-269.750.608	21,46%
<i>MidKap-fondsen:</i>					
CSM	0	6,45	0	111.600.000	0,00%
Stork	108.000	5,87	633.488	85.869.000	0,74%
Imtech	0	6,44	0		
Bols Wessanen	528.375	3,43	1.812.982	139.300.000	1,30%
IHC Caland	120.000	11,18	1.342.104	66.319.071	2,02%
Volker Wessels S	180.700	4,82	870.452	72.409.000	1,20%
Grolsch	0	6,73	0	22.834.000	0,00%
Nedlloyd	226.000	3,05	689.573	29.000.000	2,38%
Wegener	0	5,28	0	38.961.000	0,00%
NBM Amstelland	261.000	6,84	1.785.973	89.863.000	1,99%
Getronics	702.347	4,89	3.432.542	109.000.000	3,15%
Boskalis	137.500	4,55	625.431	47.100.000	1,33%
Hunter Douglas	428.000	9,08	3.886.489	102.000.000	3,81%
Randstad	1.022.000	16,07	16.423.006	152.200.000	10,79%
Ordina	500.000	9,91	4.955.965	20.635.000	24,02%

1999

Onderneming	Aantal gedurende het jaar verstreckte opties	Waarde call optie	Waarde pakket opties (=daling nettowinst)	Gepubliceerde nettowinst	Daling winst als % gepubli- ceerde winst
(1)	(2)	(3)	(4) = (2) x (3)	(5)	(6) = (4) / (5)
<i>AEX-fondsen:</i>					
Ahold (Kon.)	5.744.762	8,00	45.962.450	752.107.000	6,11%
Unilever	2.886.000	16,76	48.369.606	1.761.000.000	2,75%
Royal Dutch Ptl.	167.000	15,10	2.522.148	4.861.000.000	0,05%
DSM	441.750	10,08	4.454.836	371.000.000	1,20%
Fortis	18.665.150	8,31	155.079.820	2.316.200.000	6,70%
ABN AMRO	10.048.492	6,00	60.293.850	2.570.000.000	2,35%
Aegon	3.918.850	11,31	44.316.969	1.570.000.000	2,82%
Numico (Kon.)	347.000	10,53	3.654.854	191.000.000	1,91%
Heineken	0	10,04	0	516.000.000	0,00%
ING Groep	761.634	7,08	5.391.433	4.922.000.000	0,11%
Reed Elsevier	12.123.700	2,53	30.701.265	-48.000.000	63,96%
Wolters Kluwer	602.200	7,96	4.790.841	358.000.000	1,34%
Akzo Nobel	1.163.400	10,56	12.286.355	204.000.000	6,02%
KLM	460.530	7,19	3.310.299	337.000.000	0,98%
Vendex KBB	529.802	8,05	4.266.818	144.756.000	2,95%
OCE	766.000	5,12	3.925.016	76.675.000	5,12%
Philips (Kon.)	1.724.525	7,11	12.267.659	1.799.000.000	0,68
VNU	927.004	10,03	9.297.437	244.928.000	3,80%
Hagemeyer	133.573	6,88	919.2590	49.679.000	1,85%
TPG	3.199.659	7,51	24.034.449	419.000.000	5,74%
Buhrmann	690.000	5,28	3.639.996	83.000.000	4,39%
KPN (Kon.)	731.920	6,82	4.992.893	828.000.000	0,60%
ASML Holding	1.116.192	8,75	9.769.496	80.750.000	12,10%
Baan	6.375.000	5,32	33.941.998	-309.579.000	10,96%
<i>MidKap-fondsen:</i>					
CSM	328.400	6,44	2.115.120	125.500.000	1,69%
Nutreco	68.250	9,62	656.434	64.300.000	1,02%
NBM Amstelland	100.000	3,95	394.977	73.246.000	0,54%
Laurus	741.185	4,77	3.535.851	112.000.000	3,16%
Stork	282.000	5,41	1.524.611	43.529.000	3,50%
Volker Wessels S	258.250	4,85	1.251.524	82.731.000	1,51%
Imtech	geen data	5,18			
Bols Wessanen	376.585	2,92	1.100.272	81.600.000	1,35%
Getronics	2.479.406	4,59	11.369.699	118.000.000	9,64%
Randstad	1.416.000	13,42	18.999.905	207.000.000	9,18%
Ordina	750.000	6,82	5.115.073	28.039.000	18,24%
IHC Caland	geen data	13,94		69.495.000	
Moolen (van der)	50000	5,44	271.858	105.449.000	0,26%
AOT	0	2,77	0	16.200.000	0,00%
Vedior	461.645	5,15	2.376.029	419.000.000	0,57%
Hunter Douglas	69.000	8,97	618.897	116.000.000	0,53%
Nedlloyd	0	8,59	0	246.000.000	0,00%

2000

Onderneming	Aantal gedurende het jaar verstreekte opties	Waarde call optie	Waarde pakket opties (=daling nettowinst)	Gepubliceerde nettowinst	Daling winst als % gepubli- ceerde winst
(1)	(2)	(3)	(4) = (2) x (3)	(5)	(6) = (4) / (5)
<i>AEX-fondsen:</i>					
ING Groep	11.404.043	9,83	112.157.384	11.984.000.000	0,94%
ABN AMRO	11.877.000	6,59	78.229.786	2.498.000.000	3,13%
Royal Dutch Ptl.	5.681.000	18,94	107.613.912	8.285.000.000	1,30%
DSM	457.500	9,12	4.172.427	580.000.000	0,72%
Heineken	0	14,06	0	621.000.000	0,00%
Fortis	10.821.479	10,09	109.166.681	2.767.600.000	3,94%
Aegon	10.609.700	13,31	141.239.994	2.066.000.000	6,84%
Numico (Kon.)	1.141.500	16,98	19.377.053	268.000.000	7,23%
TPG	997.425	7,40	7.379.964	526.000.000	1,40%
Ahold (Kon.)	8.662.015	9,76	84.527.963	1.115.991.000	7,57%
Akzo Nobel	1.057.420	14,89	15.741.062	966.000.000	1,63%
Unilever	3.159.124	17,14	54.137.551	675.000.000	8,02%
Hagemeyer	228.060	7,82	1.782.693	386.676.000	0,46%
Gucci	6.267.800	33,83	212.055.222	360.258.300	58,86%
Vendex KBB	641.256	4,50	2.886.764	160.000.000	1,80%
Reed Elsevier	11.503.000	4,22	48.569.308	27.000.000	179,89%
Hoogovens/Corus	28.261.400	0,29	8.072.227	-2.208.000.000	0,37%
Philips (Kon.)	14.923.294	18,56	276.908.843	9.602.000.000	2,88%
Wolters Kluwer	2.505.340	9,97	24.985.937	338.695.000	7,38%
VNU	1.478.906	22,21	32.847.901	799.039.000	4,11%
UPC	3.021.403	2,60	7.863.307	-1.988.775.000	0,40%
Getronics	5.118.550	6,28	32.148.646	60.000.000	53,58%
KPN (Kon.)	1.925.550	11,84	22.799.197	1.874.000.000	1,22%
ASML Holding	4.110.387	16,53	67.962.475	347.278.000	19,57%
<i>MidKap-fondsen:</i>					
Wessanen (Bols)	563.330	3,64	2.049.106	98.200.000	2,09%
Vopak	857.000	4,07	3.484.071	168.800.000	2,06%
NBM Amstelland	1.098.600	3,97	4.361.489	40.129.000	10,87%
Nedflloyd	0	5,34	0	136.000.000	0,00%
Volker Wessels S	240.400	5,91	1.421.564	97.436.000	1,46%
Hunter Douglas	207.000	9,43	1.951.796	145.000.000	1,35%
CSM	446.300	8,18	3.650.125	150.100.000	2,43%
Nutreco	437.344	14,71	6.433.231	90.900.000	7,08%
Imtech	geen data	6,44			
Van der Moolen	17550	8,48	148.853	145.000.000	0,10%
Laurus	1.528.560	2,22	3.395.201	-53.000.000	6,41%
IHC Caland	270.000	17,46	4.715.179	75.184.000	6,27%
OCE	847.500	5,65	4.788.759	151.741.000	3,16%
Stork	412.000	3,77	1.554.123	63.155.000	2,46%
Randstad	1.606.000	7,96	12.789.242	207.200.000	6,17%
Ordina	816.885	9,93	8.115.640	33.997.000	23,87%
KLM	432.700	5,74	2.485.252	77.000.000	3,23%
Buhrman	1.141.021	9,11	10.397.134	221.000.000	4,70%
Libertel	2.177.308	5,44	11.852.110	86.883.000	13,64%
Vedior	1.982.704	9,06	17.964.455	-139.000.000	12,92%
Cap Gemini	0	104,77	0	305.720.000	0,00%
CMG	2.340.388	9,89	23.135.833	72.000.000	32,13%
Versatel	2.538.850	10,16	25.803.160	-421.347.000	6,12%

Tabel 4.A.4 De berekening van de geschatte waarde van het in een jaar toegekende optiepakket ('50% premie'-variant)

1998

Onderneming	Aantal gedurende het jaar verstrekte opties	Waarde call optie (+50%)	Waarde pakket opties (=daling nettowinst)	Gepubliceerde nettowinst	Daling winst als % gepubliceerde winst
(1)	(2)	(3)	(4) = (2) x (3)	(5)	(6) = (4) / (5)
<i>AEX-fondsen:</i>					
Numico (Kon.)	203.000	19,19	3.896.069	154.000.000	2,53%
DSM	126.450	12,35	1.561.624	415.000.000	0,38%
Royal Dutch Ptl.	2.401.000	19,17	46.026.366	252.891.714	18,20%
Ahold (Kon.)	5.768.455	14,98	86.386.009	547.199.000	15,79%
Wolters Kluwer	468.750	21,97	10.299.991	309.000.000	3,33%
Reed Elsevier	229.800	5,58	1.283.319	574.485.754	0,22%
Unilever	1.413.328	33,04	46.666.183	1.659.000.000	2,81%
Vendex KBB	0	9,19	0	126.151.000	0,00%
Heineken	0	19,77	0	445.000.000	0,00%
Aegon	5.759.000	26,93	155.078.320	1.247.000.000	12,44%
ABN AMRO	13.463.145	9,29	125.046.920	1.828.000.000	6,84%
Fortis	5.188.100	18,54	96.168.390	1.861.800.000	5,17%
Akzo Nobel	462.200	18,87	8.724.023	574.000.000	1,52%
Buhrmann	0	7,37	0	524.000.000	0,00%
KLM	420.000	12,68	5.327.530	207.000.000	2,57%
Hagemeyer	221.165	15,40	3.406.779	192.121.000	1,77%
VNU	866.450	16,14	13.980.933	250.718.000	5,58%
OCE	872.500	15,81	13.796.115	129.049.000	10,69%
ING Groep	10.367.253	13,85	143.637.707	2.669.000.000	5,38%
KPN (Kon.)	776.810	11,72	9.106.865	687.000.000	1,33%
Vedior	379.682	7,93	3.012.197	102.000.000	2,95%
Philips (Kon.)	1.943.800	9,54	18.544.810	371.192.217	0,31%
TPG	732.300	19,34	14.165.547	372.000.000	3,81%
ASML Holding	863.574	6,63	5.722.606	62.000.000	9,23%
Baan	11.706.000	7,42	86.814.555	-269.750.608	32,18%
<i>MidKap-fondsen:</i>					
CSM	0	9,67	0	111.600.000	0,00%
Stork	108.000	8,80	950.232	85.869.000	1,11%
Imtech	0	9,66	0	geen data	
Bols Wessanen	528.375	5,15	2.719.473	139.300.000	1,95%
IHC Caland	120.000	16,78	2.013.157	66.319.071	3,04%
Volker Wessels S	180.700	7,23	1.305.678	72.409.000	1,80%
Grosch	0	10,10	0	22.834.000	0,00%
Nedlloyd	226.000	4,58	1.034.360	29.000.000	3,57%
Wegener	0	7,92	0	38.961.000	0,00%
NBM Amstelland	261.000	10,26	2.678.959	89.863.000	2,98%
Getronics	702.347	7,33	5.148.814	109.000.000	4,72%
Boskalis	137.500	6,82	938.147	47.100.000	1,99%
Hunter Douglas	428.000	13,62	5.829.734	102.000.000	5,72%
Randstad	1.022.000	24,10	24.634.508	152.200.000	16,19%
Ordina	500.000	14,87	7.433.947	20.635.000	36,03%

1999

Onderneming	Aantal gedurende het jaar verstreckte opties	Waarde call optie	Waarde pakket opties (=daling nettowinst)	Gepubliceerde nettowinst	Daling winst als % gepubli- ceerde winst
(1)	(2)	(3)	(4) = (2) x (3)	(5)	(6) = (4) / (5)
<i>AEX-fondsen:</i>					
Ahold (Kon.)	5.744.762	12,00	68.943.676	752.107.000	9,17%
Unilever	2.886.000	25,14	72.554.409	1.761.000.000	4,12%
Royal Dutch Ptl.	167.000	22,65	3.783.222	4.861.000.000	0,08%
DSM	441.750	15,13	6.682.254	371.000.000	1,80%
Fortis	18.665.150	12,46	232.619.730	2.316.200.000	10,04%
ABN AMRO	10.048.492	9,00	90.440.775	2.570.000.000	3,52%
Aegon	3.918.850	16,96	66.475.453	1.570.000.000	4,23%
Numico (Kon.)	347.000	15,80	5.482.280	191.000.000	2,87%
Heineken	0	15,06	0	516.000.000	0,00%
ING Groep	761.634	10,62	8.087.150	4.922.000.000	0,16%
Reed Elsevier	12.123.700	3,80	46.051.897	-48.000.000	95,94%
Wolters Kluwer	602.200	11,93	7.186.261	358.000.000	2,01%
Akzo Nobel	1.163.400	15,84	18.429.533	204.000.000	9,03%
KLM	460.530	10,78	4.965.449	3.337.000.000	0,15%
Vendex KBB	529.802	12,08	6.400.227	144.756.000	4,42%
OCE	766.000	7,69	5.887.525	76.675.000	7,68%
Philips (Kon.)	1.724.525	10,67	18.401.488	1.804.000.000	1,02%
VNU	927.004	15,04	13.946.156	244.928.000	5,69%
Hagemeyer	133.573	10,32	1.378.888	49.679.000	2,78%
TPG	3.199.659	11,27	36.051.673	419.000.000	8,60%
Buhrmann	690.000	7,91	5.459.994	83.000.000	6,58%
KPN (Kon.)	731.920	10,23	7.489.339	828.000.000	0,90%
ASML Holding	1.116.192	13,13	14.654.244	80.750.000	18,15%
Baan	6.375.000	7,99	50.912.996	-309.579.000	16,45%
<i>MidKap-fondsen:</i>					
CSM	328.400	9,66	3.172.680	125.500.000	2,53%
Nutreco	68.250	14,43	984.651	64.300.000	1,53%
NBM Amstelland	100.000	5,92	592.465	73.246.000	0,81%
Laurus	741.185	7,16	5.303.776	112.000.000	4,74%
Stork	282.000	8,11	2.286.917	43.529.000	5,25%
Volker Wessels S	258.250	7,27	1.877.286	82.731.000	2,27%
Imtech	geen data	7,77			
Bols Wessanen	376.585	4,38	1.650.408	81.600.000	2,02%
Getronics	2.479.406	6,88	17.054.549	118.000.000	14,45%
Randstad	1.416.000	20,13	28.499.857	207.000.000	13,77%
Ordina	750.000	10,23	7.672.609	28.039.000	27,36%
IHC Caland	geen data	20,92		69.495.000	
Moolen (van der)	50000	8,16	407.787	105.449.000	0,39%
AOT	0	4,16	0	16.200.000	0,00%
Vedior	461.645	7,72	3.564.043	419.000.000	0,85%
Hunter Douglas	69.000	13,45	928.345	116.000.000	0,80%
Nedlloyd	0	12,89	0	246.000.000	0,00%

2000

Onderneming	Aantal gedurende het jaar verstrekke opties	Waarde call optie	Waarde pakket opties (=daling nettowinst)	Gepubliceerde nettowinst	Daling winst als % gepubli- ceerde winst
(1)	(2)	(3)	(4) = (2) x (3)	(5)	(6) = (4) / (5)
<i>AEX-fondsen:</i>					
ING Groep	11.404.043	14,75	168.236.077	11.984.000.000	1,40%
ABN AMRO	11.877.000	9,88	117.344.680	2.498.000.000	4,70%
Royal Dutch Ptl.	5.681.000	28,41	161.420.869	8.285.000.000	1,95%
DSM	457.500	13,68	6.258.641	580.000.000	1,08%
Heineken	0	21,09	0	621.000.000	0,00%
Fortis	10.821.479	15,13	163.750.022	2.767.600.000	5,92%
Aegon	10.609.700	19,97	211.859.991	2.066.000.000	10,25%
Numico (Kon.)	1.141.500	25,46	29.065.580	268.000.000	10,85%
TPG	997.425	11,10	11.069.946	526.000.000	2,10%
Ahold (Kon.)	8.662.015	14,64	126.791.945	1.115.991.000	11,36%
Akzo Nobel	1.057.420	22,33	23.611.594	966.000.000	2,44%
Unilever	3.159.124	25,71	81.206.326	675.000.000	12,03%
Hagemeyer	228.060	11,73	2.674.040	386.676.000	0,69%
Gucci	6.267.800	50,75	318.082.833	360.258.300	88,29%
Vendex KBB	641.256	6,75	4.330.147	160.000.000	2,71%
Reed Elsevier	11.503.000	6,33	72.853.962	27.000.000	269,83%
Hoogovens/Corus	28.261.400	0,43	12.108.341	-2.208.000.000	0,55%
Philips (Kon.)	14.923.294	27,83	415.363.264	2.566.000.000	4,33%
Wolters Kluwer	2.505.340	14,96	37.478.906	338.695.000	11,07%
VNU	1.478.906	33,32	49.271.852	799.039.000	6,17%
UPC	3.021.403	3,90	11.794.960	-1.988.775.000	0,59%
Getronics	5.118.550	9,42	48.222.970	60.000.000	80,37%
KPN (Kon.)	1.925.550	17,76	34.198.796	1.874.000.000	1,82%
ASML Holding	4.110.387	24,80	101.943.713	347.278.000	29,36%
<i>MidKap-fondsen:</i>					
Wessanen (Bols)	563.330	5,46	3.073.659	98.200.000	3,13%
Vopak	857.000	6,10	5.226.107	168.800.000	3,10%
NMB Amstelland	1.098.600	5,96	6.542.234	40.129.000	16,30%
Nedflloyd	0	8,00	0	136.000.000	0,00%
Volker Wessels S	240.400	8,87	2.132.347	97.436.000	2,19%
Hunter Douglas	207.000	14,14	2.927.694	145.000.000	2,02%
CSM	446.300	12,27	5.475.187	150.100.000	3,65%
Nutreco	437.344	22,06	9.649.847	90.900.000	10,62%
Imtech	geen data	9,66			
Van der Moolen	17550	12,72	223.280	145.000.000	0,15%
Laurus	1.528.560	3,33	5.092.801	-53.000.000	9,61%
IHC Caland	270.000	26,20	7.072.768	75.184.000	9,41%
OCE	847.500	8,48	7.183.139	151.741.000	4,73%
Stork	412.000	5,66	2.331.184	63.155.000	3,69%
Randstad	1.606.000	11,95	19.183.863	207.200.000	9,26%
Ordina	816.885	14,90	12.173.460	33.997.000	35,81%
KLM	432.700	8,62	3.727.879	77.000.000	4,84%
Buhrman	1.141.021	13,67	15.595.701	221.000.000	7,06%
Libertel	2.177.308	8,17	17.778.165	86.883.000	20,46%
Vedior	1.982.704	13,59	26.946.683	-139.000.000	19,39%
Cap Gemini	0	157,15	0	305.720.000	0,00%
CMG	2.340.388	14,83	34.703.750	45.600.000	76,10%
Versatel	2.538.850	15,24	38.704.740	-421.347.000	9,19%

Hoofdstuk 5

Personeelsopties en externe verslaggeving

5.1 Inleiding

In het kader van de onderzoeksopdracht rondom het thema optieregelingen is, zoals uit het vorige deel van het rapport bleek, ook aandacht besteed aan de verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen. Op verzoek van de leden van de SCGOP (in het bijzonder ABP en PGGM) is in de periode februari - mei 2002 een onderzoek uitgevoerd naar de verslaggeving over optieregelingen door beursgenoteerde ondernemingen over het boekjaar 2001. Daarbij is door de onderzoeksgroep primair de aandacht gericht op de belangrijkste bepalingen in de huidige wet- en regelgeving terzake van de informatieverstrekkingen en de verwerking van optieregelingen in de jaarrekening. Mede op basis hiervan is een check-list samengesteld aan de hand waarvan een aantal AEX fondsen onder de loep zijn genomen. Het onderzoeksteam heeft het onderzoek dat heeft plaatsgevonden op basis van deze check-list gekarakteriseerd als 'pijnpunten analyse'.

In overleg met PGGM en ABP is ruim de helft van de AEX fondsen aan een dergelijke analyse onderworpen. Daarbij is nagegaan of en hoe aan de informatie-eisen is voldaan en is tevens per onderneming een samenvatting toegevoegd met een oordeel over de algehele kwaliteit van informatieverstrekking omtrent optieregelingen en, voor zover van toepassing, een overzicht van de meest in het oog springende zaken. Daarenboven heeft ter voorbereiding op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) overleg plaatsgevonden om naast het onderwerp optieregelingen soms ook andere in het oog springende verslaggevingskwesties nader toe te lichten. Omwille van de objectiviteit is gekozen om het wet- en regelgevend kader als uitgangspunt voor deze analyse te nemen. Desondanks dient te worden vermeld dat het onvermijdelijk is dat in sommige gevallen een bepaald oordeel subjectief van aard kan zijn. De bevindingen afkomstig van de individuele analyses van de ondernemingen die in het onderzoek zijn betrokken maken geen deel uit van dit rapport vanwege het feit dat het doel van dit deelonderzoek gelegen was in de

voorbereidingen op de AVA's en het aanstippen van mogelijke 'pijnpunten'. Wel zal een samenvatting worden gepresenteerd van de belangrijkste uitkomsten en de daaruit voortvloeiende pijnpunten. Tevens is in bijlage 5.A een overzicht opgenomen van de in de analyse betrokken ondernemingen.

In de volgende paragraaf zal in het kort worden ingegaan op de ontwikkelingen op het terrein van regelgeving, zowel nationaal (RJ) als internationaal (IASB). Aansluitend wordt een overzicht gepresenteerd van de check-list op basis waarvan de pijnpunten analyse is uitgevoerd. Tot besluit van dit hoofdstuk worden de belangrijkste conclusies samengevat.

5.2 Analyse van de wet- en regelgeving: samenstelling check-list

Bestuurdersbezoldigingen en in het bijzonder aandelenoptieregelingen staan onverminderd in de publieke belangstelling. Vanuit politieke en maatschappelijke geleidingen neemt de druk toe om met name ten aanzien van aandelenoptieregelingen meer verantwoording en transparantie te betrachten. Een deel van de huidige aandelenoptieregelingen zouden onethisch gedrag van managers in de hand werken en veel wantrouwen veroorzaken bij de aandeelhouders die de financiële gevolgen niet kunnen overzien. De expliciete aandacht vanuit de regelgevende instanties voor de problematiek rond waarderings- en resultaatbepalingsvraagstukken is zeker niet vreemd gezien vanuit dit oogpunt. Een groot deel daarvan hangt samen met het gebrek aan verantwoording en besluitvorming.

Regelgevers, met name in de VS, hebben al bijna twee decennia lang getracht deze situatie te wijzigen. Tot voor kort bleek dit een moeizaam en traag proces, met name vanwege de grote tegenstand (van de zijde van met name de opstellers). De IASB kondigde eind 2002 aan met een ontwerp standaard te komen waarin wordt voorgeschreven de kosten van de aandelenoptieregelingen te verwerken. De Europese Commissie heeft aangekondigd de IAS standaarden uiterlijk 2007 voor alle lidstaten verplicht te stellen. In Nederland is toepassing van IAS verplicht vanaf 2005. Thans is ook de Amerikaanse regelgever druk doende de regels verder aan te scherpen, mede ten gevolge van accounting fraudes.

Het in 2000 verschenen discussion paper de IASB van de G4+1 ‘Accounting for share-based payment’ alsmede de eind 2000 verschenen (destijds) ontwerp-Richtlijn ‘Aandelenoptieregelingen voor personeel’ (RJ 271.7) vormen een belangrijke nieuwe impuls voor de discussie over het onderwerp aandelenoptieregelingen. In het bijzonder wordt daarbij een tweetal aspecten nader belicht, te weten het tijdstip en de wijze van verwerken van dergelijke transacties in de winst- en verliesrekening. In deze paragraaf wordt de relevante regelgeving met betrekking tot aandelenoptieregelingen besproken. Daarbij gaan we in op de informatie over aandelenoptieregelingen zoals deze opgenomen dient te worden in de toelichting, gevolgd door een bespreking van de mogelijke verwerking van de gevolgen van uitgifte van aandelenoptieregelingen als personeelskosten in de winst- en verliesrekening. Hierin zijn ook opgenomen voorschriften met betrekking tot de verwerking van bestuurdersbezoldiging, die afzonderlijk moeten worden vermeld. Laatstgenoemde zal als eerste worden besproken.

5.2.1 Voorschriften ten aanzien van bestuurdersbezoldiging en aandelenoptieregelingen

Algemeen bestuurdersbezoldiging

In september 2001 is door de regering een wetsvoorstel ingediend tot ‘Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek alsmede enige andere wetten in verband met de openbaarmaking van de bezoldiging en het aandelenbezit van bestuurders en commissarissen’ (de ‘WOB’). Dit wetsvoorstel is op 1 september 2002 in werking getreden.

Oude situatie

De bepalingen voor de inrichting van het financieel verslag staan in titel 9 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (BW). Het financieel verslag van een vennootschap wordt gevormd door de jaarrekening met een bestuursverslag en aan de jaarrekening toe te voegen overige gegevens.

Op grond van artikel 2:383 BW moeten in de toelichting thans gegevens worden verstrekt voor het geheel van de groep bestuurders en gewezen bestuurders, alsmede voor het geheel van de groep van commissarissen en gewezen commissarissen. Het

gaat daarbij om het bedrag van de bezoldiging, inclusief pensioenlasten die in het boekjaar ten laste van de vennootschap zijn gekomen en gegevens omtrent verstrekte leningen, voorschotten en garanties. Uit het oogpunt van privacy regelt artikel 2:383 BW daarbij ook dat een opgave die te herleiden is tot één natuurlijke persoon niet behoeft te worden gedaan.

In de wet waren geen specifieke voorschriften opgenomen over informatieverstrekking betreffende (personeels)opties. Wel bestaat het inzichtvereiste van artikel 2:362 BW, dat eist dat de jaarrekening een zodanig inzicht geeft dat een verantwoord oordeel kan worden gevormd over vermogen en resultaat van de rechtspersoon. Er zijn voorts regels over de inkoop van eigen aandelen. Openbaarmaking van de regelingen voor de toekenning en uitoefening van opties was nog geen gemeengoed.

Wijzigingen per 1 september 2002

Bezoldiging

Bestuurders en commissarissen hebben in het algemeen belangrijke invloed op de hoogte en samenstelling van hun bezoldiging en behoren daarom openheid te betrachten over die bezoldiging en verantwoording af te leggen over de ten aanzien van die bezoldiging genomen besluiten.

Optieregelingen

Iedere vennootschap die een beroep doet op de openbare kapitaalmarkt dient over het optiebezit van het bestuur en (voor zover van toepassing) de commissarissen en het overige personeel informatie te verschaffen. Het is voorts van belang dat dit voor die vennootschappen op een eenduidige en onderling vergelijkbare manier gebeurt.

Leningen

Ten aanzien van de verwerking van leningen aan bestuurders of commissarissen is niets gewijzigd, anders dan dat op individueel niveau de relevante gegevens dienen te worden vermeld. De RJ-richtlijnen besteden daarbij in het bijzonder aandacht aan de controleerbaarheid door belanghebbenden van de bepalingen en regelingen tot het verkrijgen van aandelen of rechten daarop (RJ 271.701). Bij de bespreking dient een

onderscheid gemaakt te worden tussen bestuurders en overige werknemers van de vennootschap.

Presentatievoorschriften ten aanzien van aandelenoptieregelingen

Allereerst zal aandacht worden besteed aan de inhoud van de bepalingen zoals opgesteld door de IASB en vervolgens zal de inhoud van de RJ worden besproken. De reden om deze volgorde te hanteren is gelegen in het feit dat de IAS bepalingen als leidraad hebben gefungeerd voor de Nederlandse Richtlijn. Daarnaast zullen alle Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in 2005 verplicht de IAS bepalingen moeten volgen, het belang van IAS neemt derhalve steeds meer toe.

IASB

De IASB heeft IAS 19 'Equity Compensation Benefits' in 1998 aangepast, waarbij opvalt dat hierin geen regelgeving is opgenomen met betrekking tot de waardering en verwerking van aandelenoptieregelingen in de winst- en verliesrekening. IAS 19.147 geeft aan welke informatie een onderneming dient te verstrekken met betrekking tot 'equity compensation plans'. Daarbij gaat het om de volgende aspecten:

- algemene informatie en voorwaarden (waaronder ook de toekenningscriteria) van op aandelen gebaseerde beloningsregelingen (nature and terms);
- toegepaste waarderings- en resultaatbepalingsgrondslagen voor de plannen (accounting policies);
- de bedragen die de onderneming heeft verantwoord in de jaarrekening met betrekking tot deze plannen;
- reeds toegekende rechten aan het begin van de periode alsmede de gedurende het boekjaar uitgegeven rechten. Dit omvat tevens de hierbij van toepassing zijnde dividend- en stemrechten, conversierechten, alsmede uitoefendatum, prijs en vervaldatum, evenals de door personeelsleden daarvoor verrichte betalingen;
- uitgeoefende en vervallen rechten gedurende het boekjaar;
- het bedrag aan leningen of garanties verstrekt door de onderneming ten behoeve van het plan.

IAS 19.147 geeft aan dat een onderneming algemene informatie en voorwaarden van op aandelen gebaseerde beloningsregelingen (nature and terms) dient te verstrekken, voor equity compensation plans. Voor optieplannen, is het daarbij allereerst van

belang om vast te stellen, wat het doel van een plan is. Een vennootschap dient dat expliciet te formuleren, om vervolgens te kunnen beoordelen of de toekenningscriteria bijdragen aan de realisatie van de gehanteerde doelstelling. Slechts weinig ondernemingen verstrekken concrete informatie over de nagestreefde doelen en de daarbij behorende toekenningscriteria. In het algemeen is het slecht gesteld met het vermelden van (expliciete) toekenningscriteria.

IAS 19.148 geeft aan dat een onderneming daarnaast de reële waarde van de toegekende rechten aan het begin en einde van de periode in de toelichting dient op te nemen, alsmede de reële waarde van de gedurende het boekjaar toegekende rechten, tenzij dit niet uitvoerbaar is. Dit dient dan expliciet te worden vermeld.

IAS 19.149 en 19.150 geven vervolgens inzicht in de wijze waarop een onderneming deze informatie kan classificeren. In principe is het mogelijk dat de presentatie van deze informatie op geaggregeerd niveau plaatsvindt, of op een wijze waardoor de timing van de aandelen die uitgegeven gaan worden en de kasstroomeffecten die dat heeft, duidelijk zichtbaar worden. Als voorbeeld wordt aangegeven dat het raadzaam is om een onderscheid te maken tussen aandelenoptieregelingen ‘in the money’ en ‘out of the money’.

IAS 19.152 geeft vervolgens aan dat ondanks de bruikbaarheid van informatie over de reële waarde van aandelenoptieregelingen de presentatie daarvan niet verplicht is. Reden is het gebrek aan overeenstemming dat bestaat om de methode ter bepaling van de reële waarde van aandelenoptieregelingen. Deze uitzonderingspositie geldt alleen voor aandelenoptieregelingen.

RJ

In IAS 19 worden ‘equity compensation plans’ behandeld, waarvan aandelenoptieregelingen deel uitmaken. De regelgeving van de RJ sluit hierbij aan. Voor alle instrumenten die een recht geven op het verkrijgen van aandelen in de rechtspersoon dient conform RJ 240.111 informatie te worden verstrekt in de toelichting.

Verwerken kosten aandelenoptieregelingen in de winst- en verliesrekening

De eerder gememoreerde exposure draft ‘*Share-based Payments*’ (2002) zal uiteindelijk de huidige IAS (19) bepalingen vervangen. Deze exposure draft heeft als doel dat een onderneming alle kosten verband houdend met aandelenoptieregelingen moet erkennen en waarderen tegen reële waarde in de jaarrekening, zodat er sprake is van hoge kwalitatieve, transparante en vergelijkbare informatie voor gebruiker van deze jaarrekening.

In de RJ-richtlijn is in een tweetal situaties sprake van verwerking van de kosten van aandelenoptieregelingen via de winst- en verliesrekening.

Situatie 1

RJ 271.704 stelt dat indien bij het toekennen van aandelenoptieregelingen aan personeel de uitoefenprijs per aandeel lager is dan de beurskoers per aandeel op dat moment (of de gemiddelde beurskoers per aandeel over een bepaalde, korte periode voor dat moment), het verschil in de winst- en verliesrekening als onderdeel van de personeelskosten dient te worden opgenomen.

Een belangrijk verschil tussen de opvatting van de RJ en de exposure draft van de IASB is de wijze waarop een vennootschap deze informatie dient te verwerken in de winst- en verliesrekening. In de exposure draft wordt uitgegaan van de reële waarde, die moet worden vastgesteld aan de hand van toegestane modellen voor optiewaardering, zoals bijvoorbeeld het Black-Scholes model of het binomiale model. De RJ gaat uit van de intrinsieke waarde van de toegekende aandelenoptie. Daarnaast is het moment van verwerking in de winst- en verliesrekening afwijkend volgens de RJ voorschriften in vergelijking met het standpunt van de IASB. Hierin wordt namelijk voorgesteld om pas op het moment van het leveren van de prestatie over te gaan tot vermelding van de reële waarde van de transactie. Dat moment kan afwijken van de datum van toekenning van de aandelenopties, indien toekenning afhankelijk is van door de werknemer te leveren (tegen)prestaties. Een tegenprestatie houdt in het verrichten van werkzaamheden door de werknemer naar rato van de looptijd van de toegekende optie. Dat betekent dat de totale waarde van de opties gedeeld wordt door het verwachte aantal, in ruil voor de toegekende opties te ontvangen ‘diensteenheden’.

Het bedrag per ‘diensteenheid’ wordt elke maand ten laste van het resultaat gebracht, die in beginsel ten gunste van het eigen vermogen worden gebracht. Indien de vooronderstelling onjuist blijkt, zoals het niet uitoefenen van opties, leidt dat niet tot aanpassingen van eerder verwerkte lasten en ten gunste van het eigen vermogen gebrachte bedragen.

Situatie 2

Een ander verschil tussen de Nederlandse en de IAS-regelgeving treedt op indien de uitoefenprijs van de toegekende aandelenopties gedurende de looptijd wijzigt (repricing). Repricing van opties houdt in dat de bestaande opties worden aangepast middels het verlagen van de uitoefenprijs of het verlengen van de looptijd.

Wat zijn de gevolgen van ‘repricing’ in de winst- en verliesrekening conform de regelgeving van de RJ? De herziening van de uitoefenprijs van de opties zal als salarislaster worden verantwoord met een tegengestelde directe mutatie in de overige reserves voor hetzelfde bedrag aan het eind van elke rapportageperiode volgend op de datum van ‘repricing’, tot het moment deze worden uitgeoefend, komen te vervallen of worden opgegeven. Het bedrag dat in de winst- en verliesrekening wordt verantwoord als *stock-based compensation* betreft het bedrag waarmee de slotkoers (beurskoers per aandeel) de herziene uitoefenprijs overtreft in de periode waarin de optieprijs is herzien. Aan het eind van ieder volgend boekjaar worden eventuele extra baten/ lasten in de winst- en verliesrekening verantwoord op grond van het verschil tussen de slotkoers (beurskoers per aandeel) aan het einde van het boekjaar en de hoogste van de slotkoers van het vorige boekjaar of de herziene uitoefenprijs. De totaal verantwoorde *stock-based compensation* kan in de volgende boekjaren worden aangepast, maar kan cumulatief nooit negatief zijn. Dit in overeenstemming met de regelgeving van de RJ (RJ 271.707).

Volgens de toekomstige regelgeving van de exposure draft *Share-based Payment* dient de wijziging te leiden tot het verwerken van een extra last ter grootte van de waardeverhoging van de optie. De waardeverhoging is het verschil tussen de reële waarde van de optie na een vóór de aanpassing van de voorwaarden, beide bepaald op het moment van de aanpassing.

In het geval dat de uitoefenprijs gewijzigd wordt dient de vennootschap aan het einde van ieder volgend boekjaar de verandering van de beurskoers per aandeel op dat moment ten opzichte van de uitoefenprijs te verwerken in de winst- en verlies rekening. Indien de beurskoers per aandeel hoger is dan de uitoefenprijs wordt het verschil als personeelskosten in de winst- en verliesrekening verantwoord. Indien de beurskoers per aandeel op dat moment lager is dan de beurskoers per ultimo van het voorgaande boekjaar, wordt het verschil in de winst- en verliesrekening opgenomen ten gunste van de personeelskosten, uitgezonderd het gedeelte dat de beurskoers per aandeel op dat moment lager is dan de uitoefenprijs van de toegekende opties (RJ 271.707).

Samengevat betekent dit dat er vanaf het moment van wijzigen van de uitoefenprijs van de aandelenopties een verplichting ontstaat voor de onderneming om jaarlijks aan het einde van de verslagperiode, het intrinsieke waardeverschil vast te stellen en de verandering daarvan in de winst- en verliesrekening te verwerken.

Andere wijzigingen aangaande aandelenoptieregelingen

Ondernemingen kiezen steeds vaker voor aandelenoptieseries met een langere looptijd. Ook is geconstateerd dat het tijdstip waarop de uitoefeningsprijzen van de uit te geven aandelenoptieregelingen niet altijd volgens eenduidige bepalingen plaatsvindt. Een dergelijke handelwijze wekt de suggestie van willekeur. Voor Nederland hebben we geen aanpassingen in de bestaande optie-series kunnen constateren in de afgelopen twee jaar (2000, 2001) voor AEX en MidKap fondsen. Het is interessant om te bezien of de huidige scherpe koersdaling van aandelen ondernemingen er wel toe doet besluiten om in het lopende jaar optieseries te gaan aanpassen. Zodoende is tot op heden, ook hier geen effect zichtbaar in het resultaat, maar gezien het motivatie-aspect naar medewerkers verwachten we wel dat ondernemingen er toe overgaan om de uitoefenprijzen naar beneden bij te stellen. In de exposure draft van de IASB is opgenomen dat op het moment van verandering in de voorwaarden voor aandelenoptieuitoefening, het verschil in reële waarde direct en volledig op ten laste van het resultaat dient te worden gebracht. Met andere woorden, deze transactie dient op het moment van de aanpassing van de reële waarde direct te worden verwerkt in de winst- en verliesrekening, terwijl dit in Nederland niet het

geval is, maar gedurende de resterende looptijd van de serie, jaarlijks verwerkt dient te worden.

5.2.2 Conclusie wet- en regelgeving

De RJ richtlijn met betrekking tot aandelenoptieregelingen gaat verder dan de bepalingen zoals opgenomen in IAS 19. In Nederland is een tweetal situaties aangemerkt, waarin de intrinsieke waarde-effecten van aandelenoptieregelingen verwerkt dienen te worden in de winst-en verliesrekening, te weten het verstrekken van ‘in the money’ aandelenopties en het doorvoeren van veranderingen in de uitoefenprijs van de aandelenopties. IAS 19 kent geen verplichting om de effecten van deze transacties te verwerken in de winst- en verliesrekening. Presentatie van reële waarde informatie beperkt zich tot het vermelden van de reële waarde van de op aandelen gebaseerde beloningscomponenten in de toelichting, waarbij een uitzondering is gemaakt voor de situatie waarin de reële waarde van de betreffende aandelenoptieregelingen niet eenduidig is te bepalen. In dat geval hoeft hierover geen reële waarde informatie opgenomen te worden. De discussie zoals deze is aangezwengeld door de IASB, gaat uit van het verwerken van de reële waarde op het moment van leveren van de prestatie. In vergelijking met de huidige gang van zaken vormt dit een verdere aanscherping.

Tot slot van deze paragraaf zijn in de volgende tabel de belangrijkste overeenkomsten en verschillen tussen de RJ en IASB regelgeving nogmaals weergegeven. Tabel 5.1 presenteert op basis van een tweetal categorieën van verslaggevingaspecten, te weten disclosure (presentatie) en measurement (waardering), een overzicht van de nationale en internationale voorschriften aangaande optieregelingen. In de tabel worden ten aanzien van de belangrijkste voorschriften de overeenkomsten en verschillen tussen nationale regelgeving (RJ) en internationale regelgeving (IASB) weergegeven.

De toekomst aangaande aandelenoptieregelingen

Bestuurdersbezoldigingen en in het bijzonder aandelenoptieregelingen staan onverminderd in de publieke belangstelling. Vanuit politieke en maatschappelijke geledingen neemt de druk toe om met name ten aanzien van aandelenoptieregelingen

meer verantwoording en transparantie te betrachten. Een deel van de huidige aandelenoptieregelingen zouden onethisch gedrag van managers in de hand werken en veel wantrouwen veroorzaken bij de aandeelhouders die de financiële gevolgen niet kunnen overzien. De opvallende aandacht vanuit de regelgevende instanties voor de problematiek rond waarderings- en resultaatbepalingsvraagstukken is zeker niet vreemd vanuit dit oogpunt. Een groot deel van de huidige hectiek hangt samen met het gebrek aan verantwoording en besluitvorming. Momenteel besluit de RvC over optieregelingen, terwijl de aandeelhouders de rekening daarvan betalen. Het ligt derhalve meer voor de hand om de AVA te laten beslissen over optieregelingen. Dit geldt ook omdat aandeelhouders belang hebben bij een motiverend effect van deze regelingen.

Tabel 5.1: Analyse van Disclosure en Measurement voorschriften RJ en IAS

(X geeft aan dat het onderdeel is voorgeschreven)

Disclosure	IAS	RJ
De bij de aandeelhouders, personeel of anderen – al dan niet voorwaardelijk- aan het einde van het boekjaar uitstaande, door de rechtspersoon verleende rechten tot het nemen of verkrijgen van aandelen (zoals opties, warrants, conversierechten verbonden aan converteerbare obligaties) dienen <i>in de toelichting</i> te worden vermeld, zodat een goed beeld ervan kan worden gevormd	X	X
Voor iedere bestuurder afzonderlijk over bestaande en toegekende aandelenoptieregelingen De informatieverschaffing met betrekking tot aandelenoptieregelingen voor commissarissen, indien van toepassing, komt overeen met die van bestuurders		X
Voor de overige personeelsleden gezamenlijke presentatie	X	X
Algemene informatie en voorwaarden van op aandelen gebaseerde beloningsregelingen (<i>nature and terms</i>)	X	X
Toegepaste waarderings- en resultaatbepalingsgrondslagen voor de plannen (<i>accounting policies</i>)	X	
De bedragen die de onderneming heeft verantwoord in de jaarrekening met betrekking tot deze plannen	X	

Reeds toegekende rechten aan het begin van de periode alsmede de gedurende het boekjaar uitgegeven rechten. Dit omvat tevens de hierbij van toepassing zijnde dividend- en stemrechten, conversierechten, alsmede uitoefendatum, prijs en vervaldatum, evenals de door personeelsleden daarvoor verrichte betalingen	X	X
Uitgeoefende en vervallen rechten gedurende het boekjaar	X	X
Het bedrag aan leningen of garanties verstrekt door de onderneming ten behoeve van het plan.	X	X
Measurement		
De reële waarde van de toegekende rechten aan het begin en einde van de periode in de toelichting, alsmede de reële waarde van de gedurende het boekjaar toegekende rechten	X	
Tenzij dit niet uitvoerbaar is, dit geldt alleen voor aandelenoptieregelingen	X	
Toekennen van aandelenopties aan personeel, waarbij de uitoefenprijs per aandeel lager is dan de beurskoers per aandeel op dat moment (of de gemiddelde beurskoers per aandeel over een bepaalde, korte periode voor dat moment), <i>verwerken</i> van verschil in de winst- en verliesrekening		X
Wijzigen van de uitoefenprijs van aandelenoptieregelingen gedurende de looptijd, <i>jaarlijkse correctie in de winst- en verliesrekening voor de resterende looptijd van de aandelenoptieregeling</i>		X
Vermelden van de wijze van afdekken van (personeels)optieregeling Informatie over reële waarden van aangehouden of uitgegeven eigen aandelen ten behoeve van aandelenoptieregelingen	X	X

Uit de analyse van de wet- en regelgeving is naar voren gekomen dat de huidige voorschriften niet voorzien in de erkenning en verantwoording van de kosten van aandelenoptieregelingen. Eerder werd aangegeven dat de standard setters met name in de VS al bijna twee decennia lang hebben getracht (met voorstelde aanpassingen) deze situatie te wijzigen. De praktijk is echter dat het de tegenstanders (veelal de opstellers) zich tot nog toe succesvol hebben weten te verzetten tegen de maatregelen. De IASB heeft in november 2002 een exposure draft gepubliceerd waarin wordt voorgeschreven de kosten van de aandelenoptieregelingen te verwerken tegen reële waarde in de jaarrekening. De Europese Unie heeft besloten dat met ingang van 1 januari 2005 alle beursgenoteerde ondernemingen in Europa verplicht zijn hun financiële rapportages op te stellen op basis van *International Financial Reporting Standards* ('IFRS'), voorheen *International Accounting Standards*. Uiterlijk 2007

gelden de IFRS voor alle lidstaten. In Nederland is toepassing van IAS verplicht vanaf 2005. Thans is ook de Amerikaanse regelgever druk doende de regels verder aan te scherpen, mede ten gevolge van accounting fraudes.

De Richtlijn gepubliceerd door de RJ heeft er in Nederland toe geleid dat de mate van informatieverschaffing over aandelenoptieregelingen aanzienlijk is toegenomen. Voor het eerst is er in de Richtlijnen aandacht geschonken aan de verwerking van de effecten van aandelenoptieregelingen in de winst- en verliesrekening (intrinsieke waarde). Eveneens is door de IASB een discussion paper uitgebracht die nog verder gaat dan de RJ Richtlijn. De eerder gememoreerde verwachte aanpassingen liggen dan ook voor de hand. Uit het onderzoek bleek verder dat de effecten van de verwerking van de optieregelingen in de winst- en verliesrekening door negen ondernemingen zichtbaar zijn gemaakt (tegen vijf in 2000).

Met de erkenning van de kosten van aandelenoptieregelingen in de resultatenrekening is de discussie echter niet voorbij. Want zoals bij elk kostenaspect is van belang hoe de hoogte ervan dient te worden bepaald. Met andere woorden, het waarderingvraagstuk dient te worden beantwoord. De discussie van de IASB spitste zich toe op de intrinsieke waarde met als alternatief reële waarde. In de meest recente exposure draft die hiervoor is besproken is een keuze gemaakt voor de waardering tegen reële waarde. Vragers van informatie zijn voorstander van de reële waarde benadering, terwijl de aanbieders de voorkeur geven aan intrinsieke waarde. Dat laatste heeft namelijk tot gevolg dat de waarde, op moment van toekenning, in de meeste gevallen nul is, daar opties vrijwel altijd 'at of the money' worden uitgegeven. De effecten op het resultaat zijn derhalve eveneens nihil. Alleen bij eventuele tussentijdse aanpassingen van de voorwaarden dienen waardemutaties in het resultaat te worden verwerkt.

5.3 Analyse van de verslaggevingspraktijk inzake aandelenoptieregelingen: pijnpunten

5.3.1. Inleiding

In deze paragraaf wordt aandacht besteed aan de verslaggeving over optieregelingen door beursgenoteerde ondernemingen in het boekjaar 2001. Daarbij is primair de aandacht gericht op de belangrijkste bepalingen in de huidige wet- en regelgeving terzake de informatieverstrekingen en verwerking van optieregelingen in de jaarrekening. Mede op basis hiervan is een checklist samengesteld aan de hand waarvan een aantal AEX fondsen onder de loep zijn genomen. Op basis van de checklist is nagegaan of en zo ja op welke terreinen de huidige verslaggeving gebreken vertoont, waarbij als referentiekader de wet- en regelgeving fungeert. Dit onderzoek wordt gekarakteriseerd als “pijnpunten analyse”.

Ongeveer de helft van de AEX fondsen is aan een dergelijke analyse onderworpen. Daarbij is nagegaan of en hoe aan de informatie-eisen is voldaan. Omwille van de objectiviteit is gekozen om het wet- en regelgevend kader als uitgangspunt voor deze analyse te nemen. Desondanks dient te worden vermeld dat het onvermijdelijk dat in sommige gevallen een bepaald oordeel subjectief van aard kan zijn. De bevindingen afkomstig van de individuele analyses van de ondernemingen die in het onderzoek zijn betrokken worden hieronder samengevat. Tevens is in de bijlage behorende bij dit hoofdstuk een overzicht opgenomen van de in de analyse betrokken ondernemingen.

5.3.2 Check-list

Gebaseerd op de bepalingen afkomstig uit de Nederlandse wet- en regelgeving is de navolgende checklist samengesteld aan de hand waarvan de pijnpunten-analyse heeft plaatsgevonden. Daarbij zijn een viertal categorieën onderscheiden, te weten ‘algemeen’, ‘uitgeoefende optierechten’, ‘nog niet uitgeoefende optierechten’ en ‘overige elementen. Tabel 5.2 geeft een volledig overzicht van alle afzonderlijk elementen van de check-list. Aan de hand van deze lijst heeft bij een vijftiental AEX beursfondsen een analyse plaatsgevonden. De belangrijkste conclusies worden in het laatste deel van dit hoofdstuk samengevat.

Tabel 5.2: Check-list ten behoeve van de analyse van de verslaggeving over optieregelingen

I Algemeen

- aan welke categorieën van medewerkers deze rechten zijn verleend;
- het aantal verleende rechten per soort en per (individuele) bestuurder;
- het aantal aandelen of certificaten daarvan, de soort en het nominale bedrag, waarop de verleende rechten aanspraak geven;
- de uitoefenprijs van de verleende rechten;
- de belangrijkste voorwaarden die voor uitoefening van de opties gelden;
- de eventuele financieringsregelingen die bij toekenning van de opties zijn getroffen;
- dit omvat tevens de hierbij van toepassing zijnde dividend- en stemrechten, conversierechten, alsmede uitoefendatum, prijs en vervaldatum, evenals de door personeelsleden daarvoor verrichte betalingen;
- vermelding van wijzigingen in de voorwaarden die gedurende het boekjaar plaatsvinden;

II Uitgeoefende optierechten

- het aantal gedurende het boekjaar uitgeoefende aandelenopties, waarbij in ieder geval moet worden vermeld:
 - het bij die uitoefening behorende aantal aandelen
 - de uitoefenprijzen
 - de beurskoersen op het moment van uitoefening (of de gemiddelde beurskoersen per aandeel over een bepaalde, korte, periode voor dat moment)
 - of ten behoeve van de uitoefening van die rechten eigen aandelen zijn ingekocht dan wel nieuwe aandelen zijn geplaatst

III Nog niet uitgeoefende optierechten

- het aantal aan het einde van het boekjaar nog niet uitgeoefende aandelenopties, waarbij worden vermeld:
- het aantal aandelen of certificaten ervan, de soort en het nominale bedrag, waarop de verleende opties aanspraak geven;
- de uitoefenprijs van de verleende opties;
- de resterende looptijd van de nog niet uitgeoefende opties;
- de eventuele andere gegevens die voor de beoordeling van de waarde van de opties van belang zijn. uitgeoefende en vervallen rechten gedurende het boekjaar;

IV Overige elementen

- informatie over de verwerking van de kosten van aandelenoptieregelingen (in de winst- en verliesrekening of het EV in geval van inkoop eigen aandelen)/toegepaste waarderings- en resultaatbepalingsgrondslagen voor de plannen (accounting policies): reële waarde.
- informatie met betrekking tot verwateringseffecten (diluted EPS cijfers)
- de bedragen die de onderneming heeft verantwoord in de jaarrekening met betrekking tot deze plannen;
- informatie met betrekking tot het hedge-beleid (afdekkingsbeleid) van de onderneming inzake aandelenoptieregelingen.

5.3.3 De belangrijkste bevindingen van de pijnpunten-analyse

In deze paragraaf wordt een overzicht gepresenteerd van enkele belangrijke of in het oog springende verslaggevingsaspecten gebaseerd op de jaarverslagen die betrekking hebben op het verslagjaar 2001. Voor de volledigheid wordt opgemerkt dat het geenszins de bedoeling is hier een uitputtend overzicht van alle verslaggevingselementen te vermelden.

- In enkele gevallen werd in algemene zin een zeer summiere verslaggeving inzake aandelenoptieregelingen aangetroffen.
- Het relatieve belang van de toegekende optierechten is sterk toegenomen in vergelijking voorgaande jaren (zie ook Duffhues, Kabir, Mertens en Roosenboom, 2003).
- Ten aanzien van de bestuurdersbezoldiging blijken 13 ondernemingen informatie per bestuurder weer te geven, de rest volstaat met één totaalbedrag.
- Betreffende bezoldigingen voor commissarissen vermelden maar vijf ondernemingen de individuele bezoldiging en 32 ondernemingen het totaalbedrag vermelden. Opvallend is verder dat vijf ondernemingen geen informatie hebben opgenomen over bezoldiging van commissarissen.
- De optieregelingen per individuele bestuurders is terug te vinden bij 18 ondernemingen, evenzoveel ondernemingen vermelden het totaalbedrag aan opties voor alle bestuurders.
- Enkele ondernemingen presenteren geen of slechts een zeer summier mutatieoverzicht. Zo werd in één geval geen informatie verstrekt over de in het verslagjaar uitgeoefende optierechten.
- Weliswaar hebben de meeste ondernemingen een mutatieoverzicht opgenomen, de mate van detail (aantal posten) is sterk verschillend (variërend tussen twee en tien); de structuur is soms verwarrend en sluit niet goed aan bij de tekst opgenomen in de toelichting.
- Informatie omtrent de (gemiddelde) uitoefenkoers van de toegekende, uitgeoefende en ultimo 2000 aanwezige opties wordt door de meeste ondernemingen verstrekt, zij het niet altijd in een mutatieoverzicht; Het mutatie-overzicht is in één van de onderzochte jaarverslagen niet per toekenningsjaargang opgesteld, maar per toekenningsprijsrange, hetgeen erg verwarrend werkt.
- Dikwijls zijn de criteria voor toekenning van optieregeling zeer algemeen en/of vaag te noemen.
- In de meerderheid van de gevallen ontbreekt nog steeds adequate informatie over de waardering en verwerking van de kosten van optieregelingen in het resultaat.
- Een substantieel deel van de onderzochte ondernemingen vermeldt niets over de wijze van afdekken van de risico's verbonden aan de verstrekte

aandelenopties, de meeste ondernemingen blijken overigens eigen aandelen in te kopen.

- Slechts één onderneming geeft expliciet aan wat de maximale jaarlijkse verwatering ten gevolge van optietoekenning mag zijn.
- Ook bleek er in één geval sprake van verschillende toekenningsprijzen van opties gedurende het boekjaar. Onduidelijk was waarom deze verschillen bestonden.
- Naast een optieregeling kennen enkele ondernemingen ook een beperkt aandelenplan voor bepaalde groepen van (senior) management en RvB leden. Niet duidelijk is waarom dergelijke compensatieplannen zijn ingevoerd naast bestaande optieregelingen en of hiervoor andere toekenningscriteria gelden dan die bij de bestaande optieregeling.
- Een laatste aspect is dat weinig ondernemingen expliciet het beleid vermelden inzake het tijdstip van vaststelling van de uitoefenprijs. Dit wekt op zijn minst de schijn van opportunistisch gedrag.

Bovenstaande bevindingen zijn gebaseerd op een populatie van 15 AEX fondsen. Bedacht moet worden dat op basis hiervan geen algemene conclusies kunnen worden getrokken die van toepassing zijn op alle beursgenoteerde ondernemingen. Wel mag worden aangenomen dat de verslaggeving bij deze AEX fondsen over het algemeen uitvoeriger is dan bij de MidKap- en SmallKap-fondsen.

Uit de pijnpunten-analyse kunnen twee aandachtspunten naar voren worden gebracht. In de eerste plaats blijkt dat niet alle ondernemingen voldoen aan de huidige wet- en regelgeving. Dit geldt dat met name voor een aantal hierboven genoemde disclosure aspecten. Daarnaast is de constatering dat belangrijke informatie ontbreekt over de hoogte (ofwel de bepaling) en de verwerking van de kosten die zijn verbonden aan optieregelingen. Dit laatste punt is thans onderwerp van discussie bij zowel de nationale als internationale regelgevers. De verwachting is dat verwerking van de kosten binnen afzienbare tijd (in 2003) verplicht zal worden gesteld. De RJ heeft inmiddels te kennen gegeven de regelgeving op dit punt te willen aanpassen, met andere woorden de kosten verplicht via de winst- en verliesrekening te laten lopen, op het moment dat de Amerikaanse regelgeving hier ook toe zal overgaan.

5.4 Samenvatting van de belangrijkste bevindingen van de pijnpunten-analyse

In deze paragraaf wordt een overzicht gepresenteerd van enkele belangrijke of in het oog springende verslaggevingsaspecten gebaseerd op de jaarverslagen die anders dan in de vorige hoofdstukken uitsluitend betrekking hebben op het verslagjaar 2001. Voor de volledigheid wordt opgemerkt dat het geenszins de bedoeling is hier een uitputtend overzicht van alle verslaggevingselementen te vermelden.

- In enkele gevallen werd een zeer summiere verslaggeving inzake aandelenoptieregelingen aangetroffen.
- Enkele ondernemingen presenteren geen of slechts een zeer summier mutatie-overzicht. Zo werd in één geval geen informatie verstrekt over de in het verslagjaar uitgeoefende optierechten.
- Het mutatie-overzicht is in één van de onderzochte jaarverslagen niet per toekenningsjaargang opgesteld, maar per toekenningsprijsrange, hetgeen erg verwarrend werkt.
- Dikwijls zijn de criteria voor toekenning van optieregeling zeer algemeen en/of vaag te noemen.
- In de meerderheid van de gevallen ontbreekt adequate informatie over de waardering en verwerking van de kosten van optieregelingen in het resultaat.
- Één onderneming geeft expliciet aan wat de maximale jaarlijkse verwatering ten gevolge van optietoekenning mag zijn.
- Naast deze optieregeling kennen enkele ondernemingen ook een beperkt aandelenplan voor bepaalde groepen van (senior) management en RvB leden. Niet duidelijk is waarom dergelijke plannen naast bestaande optieregelingen werden ingevoerd en/of hiervoor andere toekenningscriteria gelden dan de criteria die bij de bestaande optieregeling gelden.
- Een laatste hiermee verband houdend aspect is dat weinig ondernemingen expliciet het beleid vermelden inzake het tijdstip van vaststelling van de uitoefenprijs. Daardoor wordt het voor buitenstaanders onmogelijk om zich een oordeel te vormen over de waarde van het toegekende optiepakket.

Bijlage 5A: Lijst van onderzochte ondernemingen

- ABN-AMRO
- ASML
- Buhrmann
- DSM
- Hunter Douglas
- Hagemeyer
- KPN
- Numico
- Nutreco
- TPG / TNT postgroep
- Vedior
- Vendex KBB
- VNU
- UPC

Hoofdstuk 6

Samenvatting en conclusies

In dit rapport is verslag gedaan van een gericht onderzoeksproject waarvan het object mede werd bepaald door enkele grote instellingen op het gebied van het pensioenwezen in Nederland (ABP, PGGM en SCGOP). De kern van het rapport is gelegen in het kwantitatief georiënteerde hoofdstuk 3 waarin de aard van de optieregelingen, de ondernemingskenmerken en de relatie met de economische prestaties van de ondernemingen werden onderzocht. Hoofdstuk 4 hield zich daarnaast bezig met het veel besproken thema van de mate van winstvertekening of winst-‘bias’. Dit verschijnsel is het gevolg van het niet boeken van de kosten van verleende opties in de resultatenrekening. Aan tekortkomingen van de voorstelling van optieposities in de balans werd vooralsnog geen aandacht besteed. In de belendende hoofdstukken werd een aantal belangrijke kwalitatieve (theoretische, institutionele en empirische) onderwerpen uit de literatuur besproken (hoofdstuk 2), respectievelijk volgden in hoofdstuk 5 aspecten van de externe verslaggeving rondom personeelsopties, in het bijzonder de regelgeving van IASB en RJ op dat gebied.

Een samenvattend theoretisch en empirisch getint commentaar volgt aan het eind van dit hoofdstuk. Eerst worden de onderzoeksresultaten van hoofdstuk 3 t/m 4 besproken.

De onderzoeksresultaten van *hoofdstuk 3* tonen (tabel 3.11) een op het eerst gezicht verrassend negatieve en statistisch significante samenhang tussen het aantal opties dat in handen is van de Raad van Bestuur (gemeten als fractie van het totaal aantal uitstaande opties) en drie van de acht gekozen prestatie maatstaven van de onderneming. Deze drie maatstaven zijn het rendement op eigen vermogen (ROE-2), het rendement op de omzet (ROS-2) en de koers/winstverhouding (P/E). Hier werd eerder een positieve samenhang verwacht maar niet uitgesloten is dat opties juist worden verstrekt in de lopende periode waarin het slecht gaat met de onderneming. Dit laatste kan het negatieve teken verklaren. Verder blijkt dat drie prestatie maatstaven (i.c. ROA-2, ROE-2 en ROS-2) een negatieve statistisch significante samenhang vertonen met het aantal uitgeoefende opties (ook relatief

gemeten). De correlatie-analyse die betrekking heeft op het toekennen van opties en de performance van ondernemingen verschaft geen eenduidig resultaat.

Voorts bleek (tabel 3.12) dat er een negatief verband bestaat tussen het aantal opties dat in bezit is van de Raad van Bestuur en enkele ondernemingskenmerken zoals de ondernemingsgrootte (totale activa, omzet, marktwaarde eigen vermogen en totaal vermogen en het aantal medewerkers) en de winst per aandeel. Interessant is dat er een negatieve samenhang blijkt tussen het totale aantal opties en het dividend per aandeel. Dit komt overeen met wat de theoretisch literatuur voorspelt. Hier staat tegenover dat een aantal andere optievariabelen geen samenhang vertoont.

Nederlandse ondernemingen die meer opties hebben toegekend, realiseren geen superieure performance. Uit het kwantitatieve deel van het onderzoek kan worden geconcludeerd dat de relatie tussen de toekenning van opties en de ondernemingsprestaties niet eenvoudig te meten is: de conclusies zijn in sterke mate afhankelijk van de gekozen prestatie maatstaf en de periode waarover de prestaties worden gemeten (zeer korte termijn of middellang/lang termijn). Over zowel de prestatie maatstafkeuze als de periodekeuze doet de theorie geen uitspraak.

In het kwalitatieve deel van het onderzoek bleek dat optie-informatie door ondernemingen overwegend wordt vermeld in de toelichting op de balans, met name in de toelichting op het eigen vermogen. Als onderdeel van het personeels- en arbeidsmarktbeleid zou men deze informatie eerder in het verslag van het bestuur verwachten. Over de motieven om een optieregeling in te voeren bestaat nog veel onduidelijkheid. Wel kwam het motief tot binding van werknemers vaak naar voren. Dit is een plausibel bedrijfseconomisch gezond motief. Deze bevinding sluit aan bij de Amerikaanse literatuur terzake.

Een belangrijke conclusie uit *hoofdstuk 4* is dat het weglaten van de volatiliteit uit de waarde van 5-jaars personeelsopties gemiddeld een winstvertekening van ongeveer 30% van de actuele marktprijs tot gevolg heeft. Over de jaren heen is dit percentage betrekkelijk stabiel. Per onderneming varieert dit percentage echter sterk, ook van jaar tot jaar en van bedrijfstak tot bedrijfstak. De uiterste waarden zijn globaal 15% en 75% waarbij de high tech sector (in ruime zin) de hoogste percentages vertoont. Deze

percentages die werden afgeleid uit bestaande noteringen van 5-jaarsopties op Euronext Amsterdam, kunnen worden gebruikt bij de schatting van de waarde van de niet-geboekte optiekosten in het jaar van toekenning. Het niet-boeken van de optiekosten in de resultatenrekening leidt tot een overwaardering van de gepubliceerde winst. De mate van winstvertekening was bescheiden in de jaren 1998 en 1999 maar nam scherp toe in 2000 tot ruwweg 10% met diverse uitschieters. Als de financiële markt dit niet doorziet, kan dit tot overwaardering van de marktprijs leiden (het ‘mechanistische’ model van aandelenprijswaardering). De berekeningen van het vaak geciteerde Engelse Smithers Report (1998) over de mate van winstvertekening leverden spectaculaire resultaten op maar deze bleken overtrokken en werden derhalve kritisch becommentarieerd. Belangrijkste bezwaar was dat risicomanagement en beloning werden verward.

Berekeningen voor een aantal AEX-fondsen voor de jaren 1998, 1999 en 2000 leverden waarden voor de call/spot ratio (CSR) op die op basis van vergelijkbaar risico werden toegedicht aan andere fondsen uit de AEX- en de MidKap-groep. Door vermenigvuldiging van het aantal in een bepaald jaar toegekende opties met de afgeleide CSR werd de fair value van dit optiepakket geschat. Tabel 4.5 toont dat de winstvertekening met betrekking tot de toegekende opties bij de AEX-fondsen gemiddeld bescheiden was (2% à 3,5%) en in de tijd per saldo toenemend; de mediaan bewoog zich in de range van 1,65% tot 5,41%. De vertekening bij de MidKap-fondsen was gemeten naar het gemiddelde hoger dan bij de AEX-fondsen maar lager indien gemeten naar de mediaan.

Bij individuele ondernemingen was de mate van winstvertekening soms zeer laag, soms zeer hoog. Dit percentage varieert per onderneming afhankelijk van het aantal toegekende opties, de volatiliteit van het rendement op het aandeel en de hoogte van de gepubliceerde winst. Van belang is kennis te nemen van de maximum winstvertekening die in de tientallen procenten liep (zie tabel 4.5) Tenslotte bedroeg volgens tabel 4.7 de geschatte geaggregeerde winstvertekening bij AEX- en MidKap-fondsen op van € 0,635 mrd in 1998 tot € 1,623 mrd in 2000.

In *hoofdstuk 5* werd in het kader van de toetsing van de kwaliteit van de externe verslaggeving met betrekking tot personeelsopties een analyse van pijnpunten

gepresenteerd aan de hand van een check-list die is samengesteld op basis van de huidige wet- en regelgeving. Ongeveer de helft van de AEX-fondsen is aan deze analyse onderworpen. Daarbij is nagegaan of en hoe aan de informatie-eisen werd voldaan en is per onderneming een samenvatting gegeven over de algemene kwaliteit van informatieverstrekking over personeelsoptieregelingen. Ook andere dan optieregelingen kwamen daarbij ter sprake daar waar dat nuttig was in het kader van de voorbereiding van agendapunten tijdens de naderende Algemene Vergadering van Aandeelhouders.

Keren wij nu terug naar het onderwerp van *hoofdstuk 2* dan kan het volgende worden opgemerkt. In Nederland zijn aandelen veel minder sterk gespreid dan bijvoorbeeld in de Verenigde Staten. Daardoor is de macht van managers in Nederland in beginsel minder groot. Uit dien hoofde is er aan incentives tot het verrichten van betere prestaties minder behoefte dan in de VS. Hier staat tegenover dat Nederland geen goede reputatie bezit op het punt van beschermingsmaatregelen waardoor de macht van het management juist weer groter is. Op basis hiervan bestaat er juist wel behoefte aan belangenconflicten bezwerende beloningsvormen zoals personeelsopties. Dit motief om opties te verstrekken sluit aan bij Jensen en Meckling (1976) die het potentieel belangenconflict tussen aandeelhouders en management indringend analyseerden. Verwacht is dat de toekenning van opties de kosten die met dit belangenconflict samenhangen, zal verminderen zodat een buitengewoon rendement zal worden verdiend door de aandeelhouders.

De praktijk laat zien dat het gebruik van opties in sterke mate is toegenomen, in Nederland maar eigenlijk in de hele westerse wereld vooral in de Verenigde Staten. Nederland bevindt zich in dit opzicht in een vergelijkbare positie als het Verenigd Koninkrijk, Spanje en Frankrijk. Tegelijkertijd is de waarde van zeer veel ondernemingen in de jaren negentig van de vorige eeuw toen vele optieregelingen werden geïntroduceerd, sterk gestegen. Dit samengaan lijkt het succes van optieregelingen te ondersteunen. Toch is er veel kritiek op deze regelingen zowel vanuit de maatschappij als vanuit de literatuur. Deze heeft in de eerste plaats betrekking op het zeer hoge totale inkomen dat mede dank zij het bezit van opties soms wordt bereikt door topmanagers. Dit vraagstuk is van inkomenspolitieke aard dat in de bedrijfseconomie geen rol van betekenis speelt. Bovendien moet worden

erkend dat de omstandigheden voor het verdienen van hoge optiewinsten in de jaren negentig incidenteel zeer gunstig waren als gevolg van de hoogconjunctuur. In de tweede plaats - en bedrijfseconomisch veel belangrijker - zijn er twijfels over de vraag of de hierboven genoemde doelstelling (het alignment-model) wel wordt gerealiseerd. Deze twijfel is gevoed door de recente ervaringen van een ingezakte aandelenmarkt na een onstuimige stijging in de jaren negentig van de vorige eeuw. Meer concreet is de vraag of er in de werkelijkheid wel een positieve samenhang is tussen opties en rendement. Daarbij kan de efficiënte markttheorie ertoe leiden dat de kennis over de incentives reeds onmiddellijk in de koers is verwerkt zodat de koers niet meer reageert. De verwachting is dat er dan geen positieve relatie op termijn is, hoogstens een aankondigingseffect bij het afkondigen van een optieregeling. Het tijdstip waarop een regeling ingaat, wordt echter niet gepubliceerd zodat onderzoek naar aankondigingseffecten niet mogelijk is. Maar zelfs als er een positieve relatie op iets langere termijn wordt geconstateerd, zijn oorzaak en gevolg nog niet duidelijk. Behalve de verhoopte incentive-werking kan een eventueel te constateren meerrendement namelijk ook voor geheel andere uitleg vatbaar zijn. Een aantal mogelijkheden waarop in dit rapport op basis van de literatuur werd gewezen, zijn:

a. De “medewerkersbinding”-theorie

Ondernemingen kunnen er naar streven om waardevolle medewerkers in zekere mate te binden aan de onderneming opdat de beschikbaarheid van de produktiefactor arbeid niet in gevaar komt. Hierdoor daalt het ondernemingsrisico voor de aandeelhouders.

b. De “inside information”-theorie

Managers ontlenen volgens deze theorie geen prikkel aan opties maar maken mogelijk slechts gebruik van voorinformatie over binnenkort te verwachten gunstige berichten over het resultaat van de onderneming door op dat (gunstige) tijdstip waarop de koers van het aandeel nog niet is gestegen, opties relatief voordelig binnen te halen.

c. De “entrenchment”-theorie

Het management wil volgens deze theorie haar totale inkomen op een minder opvallende manier verhogen dan langs de open weg van salarisverhogingen; opties bieden hiertoe een uitstekende kans omdat de kosten van opties in het verleden niet werden opgenomen in de resultatenrekening. Bij de verwerving van opties kan

bovendien het interne netwerk binnen de onderneming worden benut om een voordelige optieregeling in de wacht te slepen. Ook in dit geval gaat het niet om prikkels die de inzet van het management zouden moeten verhogen.

d. De “fiscale”- theorie

Managers (en overige werknemers) willen een belastingvoordeel incasseren indien en voorzover opties in een land fiscaal relatief laag worden belast (denk aan het fiscale forfaitair tarief in Nederland dat in elk geval tot 1998 zeer gunstig was). Dit motief past in het streven naar maximalisatie van het inkomen na belasting maar heeft geen relatie met de theorie van Jensen en Meckling (1976).

e. De “self-fulfilling prophecy”-theorie

De rendementen van een volgende periode zijn ceteris paribus automatisch hoger als men het rendement boekhoudkundig meet omdat optiekosten niet worden geboekt en de winst dus stijgt. Als de aandelenmarkt niet kan heenkijken door deze versluierende wijze van boeken, kan dit ook leiden tot een positief buitengewoon aandelenrendement gevolgd door een negatief aandelenrendement als de feiten aan het daglicht komen.

f. De “financial constraints”-theorie

Ondernemingen die met een krappe liquiditeit kampen, kunnen opties gebruiken als betaalmiddel waardoor een besparing ontstaat op faillissementskosten.

g De “earningsmanagement”-theorie

Ondernemingen zorgen er volgens deze theorie voor dat de ondernemingsresultaten zich op het gewenste niveau bevinden en zich in de gewenste richting bewegen. Dit kan zowel betrekking hebben op het legitimeren van de toekenning van opties als de uitoefening van opties. Middel is het binnen zekere grenzen kunnen beïnvloeden van de te publiceren winstcijfers en het kunnen ‘timen’ van andere te nemen beslissingen over investeringen, financiering en uitkering van dividenden.

Verschillende van deze theorieën (zoals a, d, e, f en g) zijn onderwerp van onderzoek in de meest recente optieliteratuur die sterk wordt gedomineerd door Amerikaanse publicaties. In Nederland zijn a,d en e legitiem en zeker relevant. De “financial

constraints"-theorie zien we bevestigd door bijvoorbeeld KPN dat de cashflow wenste te verhogen en daartoe medewerkers in plaats van een salarisverhoging in contanten opties toekende. Voor ICT-ondernemingen en andere kas-arme ondernemingen kan f ook een verhoogde betekenis bezitten. De theorieën b (in de VS ondersteund door onderzoek), c en g zijn zonder meer verwerpelijk. Zo kan de "entrenchment"-theorie een rol van betekenis hebben gespeeld omdat optiekosten niet werden geboekt bij toekenning van de opties. Bovendien is vaak onduidelijk langs welke procedures optieregelingen tot stand komen. Het is een goede zaak dat optiekosten in de nabije toekomst zullen moeten worden geboekt. Ook zou meer openheid over de toekenning van opties de invloed van het interne netwerk kunnen reduceren.

In het kader van de "earnings management" theorie (g) kan het belang van een nieuw type optie worden benadrukt. In dit rapport werd bepleit om de traditionele personeelsoptie die een grote betrokkenheid van de managers geeft bij de dagkoersen van het aandeel van de onderneming en waardoor managers voor de uitoefening van hun opties een direct persoonlijk belang krijgen bij de beslissingen over verslaggeving, investeren, financieren en dividend uitkeren, te vervangen door een optie die afreken op de gemiddelde beurskoers sinds in diensttreding bij de firma (of enigszins verlaat). Groot voordeel is dat de managers op alle koersschommelingen (positieve en negatieve) worden aangesproken zodat de doelstelling van Jensen en Meckling (1976) veel beter wordt bereikt namelijk het creëren van een *continue* zorg voor het alignment van aandeelhouders en managers, niet gedurende een korte tijd als de omstandigheden gunstig zijn. Deze nieuwe optie zou niet tot levering van aandelen moeten leiden maar tot betaling in contanten. Het verschil met een SAR is de afrekening tegen de gemiddelde beurskoers sinds in dienst treden. Inkoop van eigen aandelen om te kunnen leveren, zou niet langer nodig zijn. Prikkel om het lange termijn belang van de aandeelhouders te behartigen zouden aanzienlijk effectiever worden en verdenking van manipulatie van cijfers zou grotendeels worden weggenomen. Een bezwaar van een dergelijk optietype is echter dat optiewinsten onder het huidige fiscale regime niet onder het fiscale forfait vallen en dat het keuzeregime niet van toepassing is. De wetgever kan hierin verandering brengen.

In het algemeen staat het empirisch onderzoek naar deze verschillende theorieën nog in de kinderschoenen en gaat het in dit stadium eerder nog om het onderkennen van de theorieën zelf.

De conclusie is dat er wel zeven alternatieve theorieën zijn die een positieve relatie tussen opties en aandelenrendement kunnen verklaren anders dan als gevolg van door de opties gecreëerde incentives. Van eenduidige doelstellingen achter optieregelingen is dan ook geen sprake. Dat bemoeilijkt ook de interpretatie van empirisch onderzoek. Dat is de belangrijkste conclusie uit het literatuuronderzoek en zeker een impuls voor verder onderzoek.

Literatuur

- Aboody, D., (1996), Market valuation of employee stock options, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.22, blz. 357-391.
- Accounting (Themanummer Personeelsopties), (2001), 105e jrg., nr. 1246, oktober.
- Bebchuk, L.A., en O.Bar-Gill, (2002), Misreporting Corporate Performance, SSRN Working Paper, 43 blz.
- Bebchuk, Lucian Arye, Jesse Fried en David Walker, (2002), Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, CEPR Discussion Paper No.3558, September, 98 blz.
- Bettis, J.C., J.M.Bizjak en M.L.Lemmon, (1999), An Empirical Examination of the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders, *Working Paper SSRN*, May 31.
- Blij, I.H.C., en G.M.H.Mertens, (2002), Transparante verslaggeving: informatie over aandelenoptieregelingen nader beschouwd, *Tijdschrift voor Corporate Finance*, Jrg. 7, Nr. 3, blz. 36 -47.
- Bouma, J.L., (2000), Over de beloning van topbestuurders, *Tijdschrift voor Bedrijfsadministratie*, 104^e jrg., april, nr. 1231, blz. 98-104.
- Brenner, Menachem, Rangarajan K.Sundaram en David Yermack, (2002), On Rescissions in Executive Stock Options, *SSRN Working Paper*, 15 april, 23 blz.
- Conyon, Martin J. en Kevin J.Murphy, (2002), Stock-Based Executive Compensation, in: *Corporate Governance Regimes (Convergence and Diversity)*, edited by Joseph A.McCahery, Piet Moerland, Theo Raaijmakers en Luc Renneboog, Oxford University Press, blz. 625-646.
- Copeland, Adam, en Cyril Monnet, (2003), The Welfare Effects of Incentive Schemes, *SSRN Working Paper*, February, blz. 1-33.
- Core, J.E., W.Guay en D.F.Larcker, (2001), CEO compensation, option incentives and information disclosure, *Review of Financial Economics*, Vol. 10.
- Crespi, R., C. Gispert en L. Renneboog, (2002), Cash-Based-Executive Compensation in Spain and the UK, in: *Corporate Governance Regimes (Convergence and Diversity)*, edited by Joseph A.McCahery, Piet Moerland, Theo Raaijmakers en Luc Renneboog, Oxford University Press, blz. 647-667.
- Denis, Diane K, (2001), Twenty-five years of corporate governance research ... and counting, *Review of Financial Economics*, Vol.10, blz. 191-212.

- Duffhues, P.J.W., (1994), Economische functies en verslaggevingsaspecten van financiële instrumenten, *FMA Kroniek (redactie C.M.T.Boneco, R.L.ter Hoeven, R.F.Spekle, en R.van der Wal)*, blz. 89-108.
- Duffhues, P.J.W., (1999), Personeelsopties zijn primair een zaak voor de arbeidsmarkt, *Het Financieele Dagblad*, 10 juli.
- Duffhues, Piet, Rezaul Kabir en Gerard Mertens, (1999), Personeelsoptieregelingen in Nederland: theorie en praktijk, (Rapport uitgebracht aan de pensioenfondsen ABP en PGGM), 28 juni, 57 blz.
- Duffhues, P.J.W., (2000a), Ondernemingsfinanciering; orientatie op integratie (Academisch proefschrift Universiteit van Tilburg), Kluwer, 422 blz.
- Duffhues, P.J.W., (2000b), Financieringsaspecten van personeelsopties, in het bijzonder met betrekking tot 'human capital'-intensieve ondernemingen, *Oratie aan de Universiteit van Tilburg*, 23 blz.
- Duffhues, P.J.W., (2002), Recente ontwikkelingen in financieel risicomanagement, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 76^e Jrg., Nr.4, april, blz. 138-149.
- Duffhues, Piet, Rezaul Kabir, Gerard Mertens en Peter Roosenboom, (2002), Employee Stock Option Grants and Firm Performance in the Netherlands, in: *Corporate Governance Regimes (Convergence and Diversity)*, edited by Joseph A.McCahery, Piet Moerland, Theo Raaijmakers en Luc Renneboog, Oxford University Press, blz. 668-678.
- Duffhues, Piet, Rezaul Kabir, Gerard Mertens en Peter Roosenboom, (2003), De relatie tussen personeelsoptieregelingen en de financiële prestaties van Nederlandse beursvennootschappen, *Bedrijfskunde*, Jrg. 75, Nr. 1, blz. 42-49.
- Frye, M., (1999), Equity-based compensation of employees: Firm performance and determinants, Working Paper, Georgia Institute of Technology.
- Garvey, G. en T.Milbourn, (2001), Do stock prices incorporate the potential dilution of employee stock options?, Working paper Washington University at St.Louis.
- Hall, Brian en Kevin Murphy, (2002), Stock Options for Undiversified Executives, *Journal of Accounting and Economics*, April, Vol. 33, blz.3-42.
- Huddart, S., en M.Lang, (1996), Employee stock option exercises: An empirical analysis, *Journal of Accounting and Economics*, vol.21, blz. 5-43.
- Jensen, Michael C., (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover, *American Economic Review*, Vol. 76, No.2, May, blz. 323-329.
- Jensen, Michael C., en William H.Meckling, (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, blz. 305-360.

- Johnson, Shane A. en Yisong S.Tian, (2000a), The Value and Incentive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Plans, *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, nr.3, blz. 3-34.
- Johnson, Shane A. en Yisong S.Tian, (2000b), Indexed executive stock options, *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, nr.3, blz. 35-64.
- Kedia, S., en A.Mozumdar, (2002), Performance Impact of Employee Stock Options, *SSRN Working Paper*, 37 blz.
- Leeuwen, Oscar, (2002), Hebzucht aan de top, corporate governance, controllers en de accountant, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 76^e jrg., nr.7/8, augustus, blz.314-315.
- Mehran, H, (1995), Executive Compensation Structure, ownership and firm performance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, Nr.2, blz. 163-184.
- Meulbroek, Lisa K., (2000), Does Risk Matter? Corporate Insider Transactions in Internet-Based Firms, *SSRN Working Paper*, 43 blz.
- Meulbroek, Lisa K., (2001), The Efficiency of Equity-Linked Compensation: Understanding the Full Cost of Awarding Stock Option Grants, *Financial Management*, Summer, blz. 5-44.
- Murphy, K.J., (1999), Executive Compensation, in: O. Ashenfelter en D. Card (ed.), *Handbook of Labor Economics*, Vol.3B; Elsevier, blz.2485-2563.
- Rijkers, A.C., (1999), Fiscale begeleiding voor DARECO gewenst, *Het Financieele Dagblad*, 24 november.
- Sijben, J.J., (1999), Prijsstabiliteit versus financiële stabiliteit: een controverse?, *Maandschrift Economie*, Jrg.63, oktober, blz. 325-355.
- Veld, C.H., (2003), Analysis of a Practical Formula for the Valuation of Employee Stock Options, *Applied Economics Letters* (nog te verschijnen).
- Yermack, D., (1994), Corporate performance in the aftermath of CEO stock option awards, Working Paper, New York University.
- Yermack, D., (1997), Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements, *The Journal of Finance*, Volume 52, blz. 449-476.
- Zingales, L., (2000), In Search for New Foundations, *The Journal of Finance*, Vol. 55, No.4, blz. 1623-1653.