Tijdschrift voor Corporate Finance

1999 Nummer 2

JAARGANG 4

Prof. dr. A.W.A. Boot
Informatie, informatie... en zelfverrijking 4

Interview met drs. H.H. Meijer en drs. R.C. de Fluiter Balledux van Nedlloyd
Het gaat niet om de toolset, maar om de mindset 6

Drs. J.L.A. Bergen en drs. M. Gruiters
Ontwikkelingen in Europees cash management 11

Dr. R.A.I. van Frederikslust, drs. A. van Urk en drs. R.G.J. van Veldhuizen
Financiering van een management buy-out 17

Dr. M. Damm en drs. T. Gast
De invloed van accounting regels op de beleggingsbeslissing 27

Drs. G. Rooijackers RC
Het perspectief van economic value added bij ondernemingswaardering 38

Drs. O.F. Royaards
Credit management, een blinde vlek in corporate finance 49

P.W. MacAvoy and I.M. Millstein
The active board of directors and its effect on performance 59

Generale Bank

F&G publishing

VAN DEN BOOM GROEP

INFORMATIE, INFORMATIE... EN ZELFVERRIJKING

PROF. DR. A.W.A. BOOT

Philips maakt bekend dat zij haar procedures voor het uitoefenen van managementopties gaat aanscherpen. Philips-bestuurder Van der Poel dacht er verstandig aan te doen zijn opties te verzilveren vóórdat het aanstaande vertrek van kroonprins Roel Pieper publiekelijk bekend zou worden. Inderdaad insider trading. Het elfde gebod, nu ook in het katholieke zuiden: 'gij zult niet handelen op basis van niet-publiekelijk beschikbare informatie'.

Informatie is geld, informatie is macht. Hoe wij ook tegen bovenstaande affaire mogen aankijken, de misgreep van Van der Poel werd publieke informatie. Zouden wij het tien jaar geleden ook te weten zijn gekomen?, waarschijnlijk niet. De transparantie neemt toe. Het is goed dat wij steeds meer informatie ontvangen, zodat wij weten wat er speelt. Dit betekent niet dat de managers van weleer hier worden beschuldigd van onbegrensde stiekeme zelfverrijking. In tegendeel, het management van Nederlandse ondernemingen was – mijns inziens - traditioneel calvinistisch en prudent. Dit lijkt te veranderen. Schijnbaar zijn managers verblind geraakt door de overvloed aan financiële middelen en de torenhoge aandeelkoersen. Het is niet meer helemaal duidelijk wat van hen is (of aan hen is te danken) en wat van de onderneming is. Een beetje Aziatisch "crowny capitalism" in het klein. Zolang er geen overdreven hoeveelheid geld voorbij drijft, gedraagt iedereen zich "prudent". Komt er een ware vloedgolf aan financiële middelen, dan vervalt de zelfbeheersing.

Maar wat doen wij eraan? Opties zijn inmiddels een diepingeburgerd beloningsinstrument voor managers. Ook internationaal, kunnen we ons niet onttrekken aan internationale ontwikkelingen. Kan worden verbeterd. Maar toch, laten wij eens kijken wat aan de huidige wantoestanden kunnen verbeteren. Het uitgangspunt is dat managementopties bedoeld zijn om de betrokkenheid van de manager bij de onderneming te vergroten. Dit is de ultieme doelstelling van managementopties en deze wordt door de betrokkenen publiekelijk onderschreven.

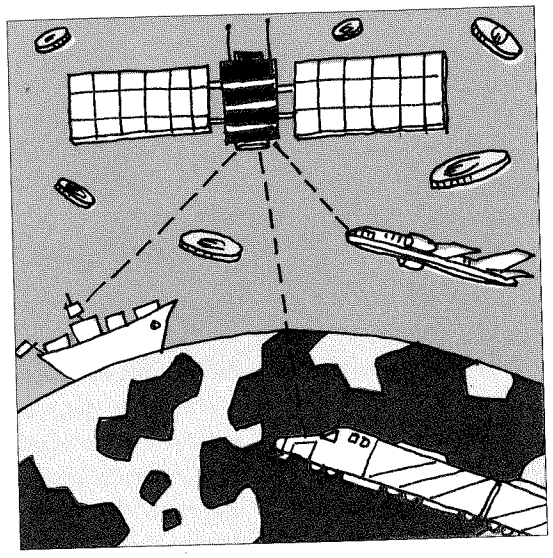
Vanuit deze achtergrond staan drie vragen centraal voor het bepalen van het succes en de effectiviteit van management-opties:

- vergroten managementopties de betrokkenheid van de manager bij de onderneming?;
- is de beloning die voortkomt uit het verlenen van managementopties een goede afspiegeling van de geleverde prestaties?;
- is het beloningsinstrument objectief? Hiermee wordt bedoeld, is het instrument minimaal manipuleerbaar voor de te belonen manager?

De vragen worden hier in omgekeerde volgorde beantwoord. De derde vraag, objectiviteit, is duidelijk gerelateerd aan alle misstanden. Een manager die zelf het moment van uitoefening kan bepalen, kan daarmee zijn eigen beloning beïnvloeden. Dit is vragen om moeilijkheden. De problemen met managementopties zijn echter nog veel groter. Uit internationaal onderzoek blijkt dat managers vaak ook het moment van toekenning van opties kunnen beïnvloeden. Dus 'plotseling' worden extra veel opties toegekend omdat de onderneming een acquisitie verwacht. En dit laatste heeft grote invloed op de koers van het aandeel. In de Volkskrant van 3 januari 1998 (toch al zo'n 17 maanden geleden) concludeerde wij al dat ondernemingen snel duidelijke regels moeten opstellen omdat anders 'uitwassen schandalen niet lang op zich zullen laten wachten'. Hoelang willen wij nog wachten? Hoeveel meer schandalen zijn nodig? Maar goed. Dit blijven implementatieproblemen die op zichzelf oplosbaar zijn.

En wat te zeggen over de tweede vraag? Zijn de opties een afspiegeling van de geleverde prestaties? Zoals wij hebben gezien in de afgelopen jaren, wordt de waardeontwikkeling van opties voor een belangrijk deel bepaald door de beursindex als geheel. Ook dit is oplosbaar. De opties moeten anders worden ontworpen. Als het de bedoeling is de manager te belonen voor geleverde prestaties, dan moeten zijn opties 'gecorrigeerd' worden voor algemene beurs-

ontwikkelingen. Beter nog, de opties kunnen relatief tot één bedrijfstakindex worden gespecificeerd. Voor de hand liggend, en dus weer oplosbaar. Als even voorbij wordt gegaan aan het volstrekte gebrek aan welwillendheid bij managers om de problemen, verbonden aan hun eigen beloningsinstrumenten op te lossen, dan blijft de eerste vraag over als de ultieme test voor de effectiviteit van managementopties.



Welk effect hebben zij? Misschien is het u ook opgevallen. De hedendaagse manager houdt het voor gezien als het even tegenzit. Met de miljoenen die uit de opties zijn gerold, neem je toch meteen ontslag als je je zin niet helemaal krijgt (Pieper)? Of je gaat op wereldreis op je vijftigste. Je leeft toch maar één keer. Inderdaad, het eigen belang gaat voor alles. Is dit nu net niet het omgekeerde van wat optieregelingen beogen te doen?

Het antwoord hierop is bevestigend. Maar toch laten wij niet te negatief doen over managementopties. Tot op zekere hoogte zijn de ontwerp- en uitvoeringsproblemen (de tweede en derde vraag) schuldig aan het gebrek aan effectiviteit. De door opties gecreëerde rijkdom houdt weinig verband met de geleverde prestatie. Geen wonder dus dat van geen grotere betrokkenheid bij de onderneming sprake is.

Maar het roer moet om. De geloofwaardigheid van de ondernemingsleiding van de Nederlandse ondernemingen staat op het spel. Wie komt er met een fatsoenlijk ontworpen beloningsinstrument? En in bredere zin, wie gaat op zoek naar een nieuw evenwicht in ondernemingsland? Het motto "the winner takes it all" dreigt realiteit te worden.