de stelling van

Arnoud Boot

Optieplannen voor managers staan de laatste tijd ter discussie. Helaas blijft het debat erg oppervlakkig, en zijn de standpunten voorspelbaar: de PvdA is kritisch (zelfverrijking!), de VVD positiever (ondernemerschap!). En de regering komt al met wetgeving om opties zwaarder te belasten, nog voordat de voors en tegens goed op een rij zijn gezet.

Volgens een klassieke economische theorie sporen optieplannen managers aan zich optimaal in te spannen voor hun onderneming. Doen zij hun best, dan stijgt de beurskoers en daarmee de waarde van hun opties. In de praktijk gaat deze mooie vlieger niet op. Mijn stelling luidt, dat de bestaande optieplannen inderdaad vooral leiden tot zakkenvullerij omdat zij door de managers naar hartelust worden gemanipuleerd.

Op het eerste gezicht sluiten optieplannen naadloos aan bij moderne economische inzichten. Die keren zich tegen elke vorm van vaste beloning. Prestatieloon, zoals aandelenopties, prikkelt werknemers tot een bredere inzet dan alleen voor hun eigen belangen. Deze redenering is logisch, maar ook simplistisch. Gelukkig hoeven we niet blind te varen. Aandelenopties zijn al lange tijd populair in de VS. Amerikaans empirisch onderzoek toont aan dat aandelenopties zwaar worden gemanipuleerd, wat de mogelijke heilzame werking zeer dubieus maakt.

De klassieke redenering over het nut van optieplannen is terug te voeren op de *agency*-theorie. Het eigenbelang van individuen en groeperingen is volgens dit denken in toom te houden met contracten. Een voorbeeld van zo'n contract is de relatie tussen management en aandeelhouder. De manager is de agent die namens de aandeelhouder, de principaal, de onderneming moet besturen en daarbij de belangen van de aandeelhouders moet behartigen.

De scheiding tussen leiding en eigendom is een bron van belangenstrijd. De agent is in de gelegenheid zijn eigen belang na te streven, waardoor het belang van de principaal kan worden geschaad. Koppeling van de management-beloning aan de prestaties van de onderneming legt de belangen van managers en aandeelhouders weer op één lijn. Op deze redenering valt het een en ander af te dingen.

Allereerst is de beurskoers van het aandeel, die de omvang van de beloning via opties bepaalt, een zeer ruwe indicator van de prestaties van de onderneming. De koers wordt ook nog beïnvloed door allerlei andere factoren waar het management geen greep op heeft. Zo bezien worden aandelenopties een zeer dure beloningsvorm, omdat ze in groten getale moeten worden verstrekt om toch enige werking te hebben.

In de tweede plaats is de waarde van de optie gebaseerd op één direct waarneembare variabele: de beurskoers van het aandeel. Andere criteria die niet waarneembaar zijn maar wel relevant, zoals de investeringen in onderzoek en ontwikkeling, wegen niet mee in het contract tussen agent en principaal. Evenmin tikken zij door in de beurskoers: onzichtbaar betekent immers meestal ook onopgemerkt. Dat doet afbreuk aan de beurskoers als meest omvattende prestatie-indicator.

In de derde plaats is het maar zeer de vraag of de agency-theorie überhaupt van toepassing is. Agency-modellen die leiden tot pleidooien voor prestatiebeloning zijn relatief simpel. In zo'n model valt altijd wel een contract te ontwerpen dat de belangenstrijd tussen agent en principaal opheft. De werkelijkheid is echter aanmerkelijk complexer dan zulke simpele contracten.

Zo houden agency-modellen geen rekening met ondernemingscultuur en persoonlijke verhoudingen. Het is onduidelijk wat er gebeurt als het management hoge optiewinsten realiseert. Is dat goed voor de motivatie in de onderneming? Zal het personeel die beloning als terecht ervaren? En hoe motiverend is straks een wat negatiever beursklimaat?

Tenslotte is er nog een fundamentele tegenstrijdigheid met de agency-theorie. Die gaat ervan uit dat de principaal het beloningscontract opstelt dat de agent moet motiveren tot het gewenste gedrag. Maar in de praktijk stelt de manager (de agent) zelf zijn eigen optieregeling op, met alle mogelijkheden vandien voor manipulatie in diens eigen belang. Commissarissen zouden hierin een veel actievere rol kunnen spelen. Van het *corporate governance*-debat weten we dat hieraan het een en ander schort.

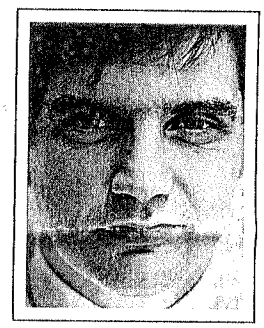


FOTO ROGIER MAASKANT

'Optieplannen prikkelen managers tot zelfverrijking, niet tot betere prestaties'

Uit twee recente Amerikaanse onderzoeken blijkt dat managers het moment van uitgifte van hun aandelenopties strategisch kiezen, en wel op een manier die alleen hun belangen dient. In de *Journal of Financial Economics* van augustus bekijken Loderer en Martin of meer opties het management aansporen tot betere acquisities. Goede overnames stuwen immers de beurskoers op en dus de waarde van het optiepakket. Uit hun onderzoek blijkt echter dat deze relatie andersom ligt. Zodra managers lucht krijgen van een mooie acquisitiekans, nemen zij meer opties zodat zij na de feitelijke overname kunnen profiteren van de koersstijging. Ook Yermack stelt in de *Journal of Finance* vast dat managers zichzelf met optieplannen bedenken als er goed nieuws in het verschiet ligt.

Deze twee onderzoeken illustreren duidelijk dat managers, in ieder geval in de VS, optieplannen misbruiken voor zelfverrijking. Op grond van dit materiaal kom ik tot twee aanbevelingen om de invloed van managers op hun optiecontracten te beperken. Allereerst mogen managers geen invloed hebben op het moment van verkrijging van opties. Daarnaast mogen zij geen invloed hebben op het moment van uitoefening.

Aandelenopties voor managers zijn geen beleggingen, maar instrumenten om hun betrokkenheid en inzet te vergroten. Managers hebben het eerste en het beste inzicht in de gang van zaken in hun bedrijf. Zij beschikken dus altijd over voorkennis. Daarom moeten zij niet zelf de momenten van verkrijging en uitoefening bepalen.

Ondernemingen, en met name commissarissen, moeten snel reglementen opstellen voor hun management-optieplannen. Uitwassen en schandalen zullen anders niet lang op zich laten wachten.

De auteur is hoogleraar ondernemingsfinanciering en financiële markten aan de Universiteit van Amsterdam.