

## Managementopties zijn veel te duur.

19 juni 2001 | Het Financieel Dagblad

Door: Boot, A.

Arnoud W.A. Boot

In de aanloop naar het Voorjaarsoverleg tussen sociale partners en het kabinet is het weer raak: geen krant valt open te slaan zonder berichten over inkomensstijgingen van topmanagers. Gaat het in het spel om de cao's voor werknemers over salarisstijgingen van ongeveer 4%, topmanagement krijgt vaak aanzienlijk meer. Met geïncasseerde opties zijn er al heel wat Nederlandse managers die boven de drie miljoen gulden zitten. Dit is een mooi ijkpunt geworden voor de 'kleptocratentax' van 100% die door Lodewijk de Waal, voorzitter van de vakcentrale FNV, is voorgesteld voor alle verdiensten boven dat bedrag.

Ach, het was misschien niet echt serieus bedoeld, maar enige zorg in politieke en werknemerskringen over beloningsverschillen is zeer begrijpelijk. Ik zal u nu niet vermoeien met nog een discussie over wat wel of niet rechtvaardig is. We leven in een tijd van ongekeerde welvaart, en de geschiedenis leert dat sommigen daar meer van profiteren dan anderen. En we zijn er nog niet. Amerika is een beetje ons gidsland en daar heb je als bestuurder een jaarinkomen nodig van 50 miljoen dollar (ruim 130 miljoen gulden) om een plaatsje te krijgen in de top-25. Ons staat dus nog wat te wachten.

Waar ik het wel over wil hebben is op welke manier we onze topmanagers moeten betalen. Welke prikkels moeten we ze geven? En welke beloningsstructuur sluit hierop het beste aan? Het verrassende is dat deze vragen bijna niet worden gesteld. Beloningspakketten (vast salaris, bonus en toe te kennen opties/aandelen) komen nogal hapsnap tot stand. Vaak valt het ook moeilijk uit te leggen, en als het echt lastig wordt dan brengt een verwijzing naar 'de internationale praktijk', waaraan we ons niet zouden kunnen onttrekken, redding.

Opties op aandelen zijn voor Nederlandse begrippen relatief nieuwe loten aan de stam. Opties zijn populair geworden en worden ook gezien als belangrijke prikkel voor het management. In een afgelopen week gepresenteerde studie van het Amsterdam Center for Corporate Finance (zie [www.accf.nl](http://www.accf.nl)) worden deze opties zwaar onder vuur genomen; nota bene door een Amerikaanse onderzoeker, Todd Milbourn van Washington University in St. Louis.

Zoals van een Amerikaan verwacht mag worden, heeft hij geen enkel probleem met de toenemende beloningsverschillen. Integendeel, een van zijn aanbevelingen voor Nederland is dat we er niet over moeten denken om dit te reguleren. Dit zou slechts fricties introduceren, en ten koste gaan van de werking van de markt. Dit belooft nog wat: het ministerie van Economische Zaken, de apostel van marktwerking, die dit standpunt omarmt en met haar bondgenoot, de werkgeversorganisatie VNO-NCW een strijd aanbindt tegen het ministerie van Sociale Zaken en de werknemersorganisatie FNV.

In dit licht bezien is het des te interessanter wat Milbourn over opties te melden heeft. Als we even voorbijgaan aan de discussie over 'zelfverrijking', is in Nederland de kritiek op opties beperkt gebleven tot het niet opnemen van verstrekte opties als kostenpost op de verlies- en winstrekening van een onderneming. Het verstrekken van opties is een vorm van salarisbetaling, dus zou het de winst van een bedrijf moeten drukken. Dit gebeurt niet, waardoor de winst kunstmatig hoog is. Milbourn voegt hieraan een nog veel fundamenteeler probleem toe. Hij betoogt dat opties een vorm van beloning is die veel kostbaarder is voor de verstrekker (de onderneming) dan dat het waardevol is voor de ontvanger (de manager).

Het argument is simpel: opties zijn een riskante wijze van beloning, en de manager draagt dit risico en kan dit risico niet (legaal) afwentelen. Een manager moet immers de optie vasthouden en draagt dus substantieel risico in een onderneming. Er is dus geen sprake van risico-spreiding; dit is wat een belegger in de markt wel kan doen. Dit zorgt voor aanzienlijk risico hetgeen de waarde van de optie voor de manager vermindert. De optie 'kost' de

onderneming echter de volledige marktwaarde; beter gezegd de optie betekent een dreigende verwatering van het belang van de bestaande aandeelhouders en zij hebben hiervoor een prijskaartje, namelijk de marktwaarde van de verstrekte opties.

Dit klinkt als een wat technische exercitie, maar het economisch belang is groot. Met realistische aannames is een optie voor de manager 70% minder waard dan dat het de onderneming kost! Het is misschien dan ook niet verrassend dat in veel gevallen managers opties krijgen zonder dat ze in andere beloningsvormen ervoor hebben moeten inleveren. Voor ondernemingen is dit iets om goed over na te denken: opties zijn buitengewoon kostbaar.

Het probleem is kleiner naarmate opties meer in-the-money zijn. Met in-the-money wordt bedoeld dat de prijs waartegen een aandeel gekocht mag worden (door het uitoefenen van de optie) lager is dan de marktprijs. De optie biedt dus een voordeel, zelfs als die vandaag uitgeoefend zou moeten worden. Het beste is dan om een uitoefenprijs van nul te hebben. Een dergelijke optie geeft je een aandeel voor niets. Dit is een belangrijke les voor managementcompensatie: er moeten geen opties worden gegeven maar aandelen! Maar uiteraard moeten ze dan wel meetellen in de totale compensatie van de manager; ze zijn geen extraatje.

En hoe zit het nu met de prikkels die het topmanagement nodig heeft? Goede prestaties moeten beloond worden. Target-gerichte bonussen zijn ongetwijfeld waardevol. Als het op opties of aandelen aankomt, kies dan voor aandelen - opties zijn veel te duur, zie eerder - maar heb geen overdreven verwachtingen van de prikkelende werking van aandelen. Want de koersontwikkeling van aandelen is te zeer onderhevig aan factoren die niet te beheersen zijn door het topmanagement.

Arnoud W.A. Boot is partner bij McKinsey & Co en hoogleraar financiële markten aan de universiteit van Amsterdam.

#### Metadata

Publicatie Datum	dinsdag, 19 juni 2001 0:00
Auteurs	Boot, A.
Bron	Het Financieele Dagblad
Copyright Jaar	2001
Categorie	Optiek
Pagina Nummer	9
Volgnummer	3