

MANIPULATIE VAN OPTIES VOOR BESTUURDERS

De beweging van aandelenkoersen rondom de toekenningsdata van bestuurdersopties blijkt allesbehalve willekeurig te zijn.

TEKST: TJALLING VAN DER GOOT*

De afgelopen jaren is in de Verenigde Staten veel onderzoek gedaan naar de beweging van aandelenkoersen rondom de toekenningsdata van opties. Het gaat hier om opties die zijn gegeven aan bestuurders van ondernemingen die zijn genoteerd aan een Amerikaanse effectenbeurs. De uitkomsten van de studies geven aan dat de koersbewegingen allesbehalve willekeurig zijn. In het algemeen blijken de aandelenkoersen voor de toekenning van de opties te dalen en na de toekenning te stijgen. Deze koersbewegingen roepen uiteraard vragen op. Is er sprake van buitengewone beleggingstalenten onder de leden van de raad van bestuur? Is er sprake van toeval? Is er een nog niet eerder onderzochte factor in het spel, zoals bijvoorbeeld het antedateren van de optiecontracten?

TOEKENNING ANTEDATEREN

Dat er sprake zou kunnen zijn van buitengewone beleggingstalenten bij ondernemingsbestuurders is buitengewoon onwaarschijnlijk. Denk aan het bekende verhaal van de chimpansee die nagenoeg elk jaar betere beleggingsresultaten behaalt dan ervaren beleggingsanalisten. Betere beleggingsresultaten kunnen natuurlijk ook aan het toeval te danken zijn. Dit argument wordt door wetenschappers eveneens van tafel geveegd. De kans dat iemand een aantal jaren achtereen elk jaar opties verkrijgt op het moment dat het onderliggende aandeel zijn laagste stand in een bepaald kalenderjaar heeft bereikt, is te verwaarlozen.

Blijft over de derde mogelijkheid: antedateren. Achteraf kan de laagste aandelenkoers en daarmee de laagste uitoefenprijs

van de optie in een bepaalde periode eenvoudig vastgesteld worden. Door het antedateren van het optiecontract, waarin de toekenning van opties aan de bestuurder wordt vastgelegd, komt de laagste jaarkoers en dus de laagste uitoefenprijs in het contract terecht.

Ondernemingsbestuurders hebben belang bij een zo laag mogelijke aandelenkoers. Deze is namelijk in het overgrote deel van de gevallen bepalend voor de (uitoefen)prijs van de opties. Een zo laag mogelijke waarde van het aandeel en dus van de (uitoefen)prijs van de optie betekent een lage prijs.

Om ten minste twee redenen is een lage (uitoefen)prijs van de optie in het voordeel van de verkrijger. Ten eerste worden opties door de fiscus beschouwd als inkomen. Dus hoe lager hun waarde, des te lager de te betalen belasting. Ten tweede wordt de mogelijke koerswinst op de opties groter naarmate de opties tegen een lagere prijs kunnen worden verkregen.

Ondanks het feit dat van verschillende kanten wordt gesteld dat het antedateren geen overtreding is, rapporteert het

Amerikaanse bedrijf RiskMetrics 39 ondernemingen die onderwerp zijn geweest van onderzoek van de Amerikaanse beurswaakhond SEC naar het antedateren van optiecontracten. Van deze 39 ondernemingen zijn 29 een schikking overeengekomen met een gemiddelde waarde van 83,1 miljoen dollar.

Amerikaanse bedrijven die stellen dat het antedateren van optiecontracten geen schending van rechtsregels is, voeren aan dat zij het recht hebben opties toe te kennen die in-the-money zijn. Bovendien duurt het vaak zo lang voordat alle betrokken partijen hun goedkeuring aan het desbetreffende optiecontract hebben gegeven, dat in de tussentijd een aandeel in koers gestegen kan zijn.

OOK IN NEDERLAND

Genoemde koersbewegingen worden ook in Nederland geconstateerd. Gemiddeld nemen over een periode van dertig handelsdagen na de toekenning van opties de aandelenkoersen met een kleine 3 procent toe. Dit is zeker een opvallende ontwikkeling te noemen, die een nader onderzoek waard is.

Aantal optietoekenningen

