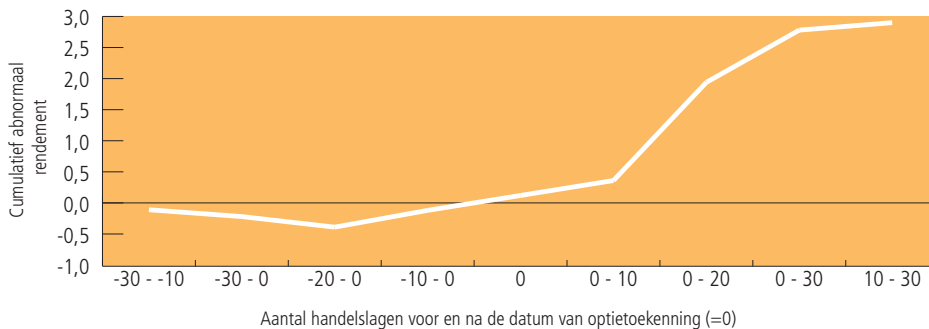


Cumulatief abnormaal rendement rondom optietoekenningen



Een interessant gegeven is verder dat in 2002 een belangrijke wijziging van de regelgeving met betrekking tot de toekenning van opties aan ondernemingsbestuurders is doorgevoerd. Voor 1 september 2002 stond de AFM met betrekking tot privébeleggingen van bestuurders van beursgenoteerde bedrijven de volgende constructie toe: als een zogenaamde onafhankelijke vermogensbeheerder de effecten van een ondernemingsbestuurder in beheer had, behoefde de ondernemingsbestuurder de AFM niet te melden dat opties waren toegekend. Deze toekenningen moesten wel in het jaarverslag vermeld worden. Dit jaarverslag verscheen in het algemeen drie tot vijf maanden na het jaar waarin de opties waren toegekend.

Per 1 september 2002 heeft de AFM strengere regels ingevoerd. Volgens deze nieuwe regels moeten alle optietoekenningen aan de bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen onverwijld gemeld worden. De AFM vermeldt deze toekenningen vervolgens op haar website. Daarmee zijn de mogelijkheden voor het antedateren van optietoekenningen derhalve aanzienlijk afgenomen.

Onze studies omvatten alle optietoekenningen aan ondernemingsbestuurders met een beursnotering in Nederland gedurende de periode 1999 tot en met 2004. Een eerste reden voor ons onderzoek was of er ook in Nederland specifieke koersbewegingen rondom de data van toekenning van opties zijn; en die zijn er dus. Een tweede reden voor ons onderzoek biedt de wijziging van de regels van de AFM. Is er na 1 september 2002 sprake van een verandering in het patroon van de koersbewegingen van aandelen rondom de data van optietoekenningen? Wat blijkt? Onder het minder strenge toezicht voor 1 september 2002 is er een sterk verschil in aandelenrendement voor en na de optietoekenning. Na 1 september 2002, wanneer het toezicht

aanzienlijk strenger is, is dit verschil nauwelijks aanwezig.

DIRECT BEWIJS

Opties zorgen in principe voor meer alignment of interest tussen de bestuurders en aandeelhouders op korte termijn en daarom voor betere bedrijfsprestaties. Dit blijkt nauwelijks het geval te zijn. Anders gezegd: ondernemingen met opties realiseren geen hoger rendement dan ondernemingen zonder opties, gemeten volgens algemeen erkende statistische maatstaven. Wel is er tussen ondernemingsgrootte en de aanwezigheid van opties een sterke positieve samenhang.

Verder hebben we gekeken naar het aantal toegekende opties per bestuurder en de spreiding ervan in de onderzochte periode. Het aantal optietoekenningen schommelt jaarlijks rond de 75. Het gemiddeld aantal opties per bestuurder per jaar blijkt een kleine 52.000 te zijn. De cijfers geven aan dat er sprake is van een weinig veranderend beleid met betrekking tot opties.

Met het voorgaande is nog niet aangegeven of optiecontracten worden geantedateerd. Om dit te onderzoeken hebben we het aantal opties per bestuurslid nader geanalyseerd. Dit kan beschouwd worden als een ruwe maatstaf voor de waarde van de toegekende opties.

Het model bevat onder meer een variabele die het zogenaamde welvaartseffect van de toegekende opties meet. Het welvaartseffect wordt gemeten als het verschil tussen de hoogste aandelenkoers gedurende een bepaald jaar en de uitoefenprijs van de toegekende opties.

Net als voor de aandelenrendementen blijkt ook nu een sterk verschil tussen de periode voor en na 1 september 2002. De samenhang tussen het aantal toegekende opties en het welvaartseffect is in de jaren voor 2002 sterk, erna niet. Dit resultaat is in overeenstemming met de strengere regels van

de laatste periode en kan gezien worden als een direct bewijs voor het antedateren van de datum van een optietoekenning.

STUREN VAN PERSBERICHTEN

Zoals hiervoor gezegd, is door de nieuwe regelgeving van de AFM sinds 2002 het antedateren van optiecontracten nagenoeg uitgebannen. De vraag is gewettigd of de onderzochte beursgenoteerde bedrijven zich daarbij hebben neergelegd. Om dat te onderzoeken hebben we ten slotte gekeken naar de persberichten rond de data van optietoekenningen.

De onderzoeksresultaten tonen aan dat persberichten worden 'gestuurd': slecht nieuws wordt vrijgegeven voor en goed nieuws na de datum van toekenning van de optie. Bovendien blijkt dat bedrijven veel meer gebruikmaken van het sturen van persberichten onder de strengere regels van na 1 september 2002 dan in de periode ervoor. Anders gezegd: de timing van persberichten fungeert ter vervanging van het antedateren van de optiecontracten.

Vanuit een theoretisch oogpunt helpen aandelenopties om de kloof tussen het bestuur en de aandeelhouders van een onderneming te overbruggen. Echter, de mogelijkheid om optietoekenningen te timen of te antedateren impliceert opportunistisch gedrag van ondernemingsbestuurders. Dit gedrag duidt op een zwakke corporate governance, onvoldoende wetgeving of een combinatie van deze factoren. Het gevolg is dat de relatie tussen de inspanningen van een ondernemingsbestuurder en de toegekende opties op zijn best als zwak aan te merken is.

Hoewel door de striktere regels aangaande optietoekenning na 1 september 2002 de mogelijkheden voor het benutten van privé-informatie sterk verminderd zijn, blijken deze niet volledig verdwenen na genoemde datum. Er is dus nog steeds ruimte voor verbetering van de corporate governance bij de onderzochte bedrijven. ■

* Tjalling van der Goot is hoogleraar Financiële Analyse aan de EDHEC Business School Nice en Universiteit van Amsterdam. Dit artikel is gebaseerd op twee studies: *Is it Timing or Backdating of Option Grants?* (International Review of Law and Economics) en *Persberichten en opties voor ondernemingsbestuurders* (te verschijnen in *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*).