



Optieregelingen leiden tot meer kartels

Auteur(s):

Haan, M.A.

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4304, pagina 335, 13 april 2001

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

mededinging

Niet iedereen is enthousiast over de riante optieregelingen van topmanagers in het bedrijfsleven. Sommigen, waaronder minister-president Kok, spreken zelfs van exhibitionistische zelfverrijking. Opties kunnen er toe leiden dat managers te veel, of juist te weinig risico nemen. Ze vertroebelen de winstcijfers van een bedrijf, omdat de financiële verslaglegging niet goed geregeld is ¹. In een artikel in de *RAND Journal of Economics* ² geeft Giancarlo Spagnolo nog een nadeel: optieregelingen leiden tot meer kartels.

Om in te zien waarom dat het geval is, beginnen we met het standaard kartelmodel. Een aantal bedrijven is werkzaam in een bepaalde bedrijfstak. Ze kunnen elkaar beconcurreren. Maar een hogere winst kunnen ze behalen door af te spreken een hoge prijs te zetten. Nu is zo'n kartelafpraak natuurlijk niet afdwingbaar. Het vormen van een kartel is een illegale activiteit, en als een concurrent zich niet aan de afspraak houdt, is het niet mogelijk hem voor een rechter te slepen. Voor een succesvol kartel is het daarom noodzakelijk dat iedereen een prikkel heeft om zich aan de afspraken te houden.

Stel dat alle concurrenten zich aan de kartelafpraak houden. Dan valt er enorm veel geld te verdienen door als enige juist een iets lagere prijs te zetten en daarmee de hele markt te bedienen. Het nadeel van zo'n actie is natuurlijk dat dat het einde betekent van het kartel. Elk bedrijf maakt dus een afweging. De afspraak schenden levert op dit moment een enorme winst op, maar in de toekomst de relatief lage concurrentiewinst. De afspraak nakomen levert nu en in de toekomst de redelijk hoge kartelwinst op. Het kartel is stabiel als de totale verdisconteerde waarde van een enorme winst nu en concurrentiewinsten in de toekomst, lager is dan de totale verdisconteerde waarde van kartelwinsten nu en in de toekomst. Is dat het geval, dan heeft iedereen een prikkel om zich aan de afspraken te houden. Een kartel dat niet stabiel is, zal niet eens gevormd worden. Iedereen weet immers dat toch niemand zich aan eventuele afspraken zal houden.

Nu gaat bovenstaand verhaal er van uit dat de eigenaars van een bedrijf ook degenen zijn die de beslissingen nemen. Dat is niet altijd het geval. Vaak zijn de aandeelhouders de eigenaars, terwijl de beslissingen worden genomen door managers. In een efficiënte aandelenmarkt zullen aandeelhouders zich realiseren wanneer er sprake is van een kartel. Stel dat de winst van één bedrijf, laten we het voor het gemak Defector noemen, plotseling flink stijgt, terwijl dat van alle anderen flink daalt. Rationele beleggers zullen dan inzien dat door Defector een kartelafpraak geschonden is. Ze weten dan ook dat dat het einde betekent van het kartel, en dat de winst van Defector in de toekomst veel lager zal zijn. De koers van het aandeel weerspiegelt deze informatie.

Stel dat de beloning die de manager van Defector jaarlijks ontvangt, gekoppeld is aan de beurskoers van zijn bedrijf, bijvoorbeeld via opties. Welke prikkel heeft hij dan om van een kartelafpraak af te wijken? In het standaard model was er een afweging tussen een hoge winst nu en een lage winst in de toekomst. De afweging voor onze manager is die tussen een misschien wat hogere beurskoers nu, en een lagere beurskoers in de toekomst. Dat verschil is veel kleiner, juist omdat in de huidige koers de lagere toekomstige winsten al verdisconteerd zijn. Een manager wiens beloning rechtstreeks is gekoppeld aan de winst van een bedrijf, heeft dezelfde prikkels als in het standaard model. Maar juist wanneer de beloning is gekoppeld aan de beurskoers, voelt de manager de toekomstige winstdaling meteen al in zijn portemonnee. Dat maakt het afwijken van een kartelafpraak minder aantrekkelijk. Is de beloning van managers gekoppeld aan de beurskoers, dan is het dus makkelijker om een kartel in stand te houden. Kartels zijn vaker stabiel, wat betekent dat ze ook vaker gevormd zullen worden.

Natuurlijk is dit model een nogal formele en abstracte weergave van de werkelijkheid. Maar het geeft wel aan hoe het gebruik van opties er toe kan leiden dat managers een groter belang hechten aan toekomstige resultaten. Een beloning die afhangt van de winst, leidt er toe dat de manager bij het nemen van beslissingen de huidige en toekomstige winsten tegen elkaar afweegt. Een beloning die afhangt van de beurskoers leidt er toe dat de manager de huidige en toekomstige beurskoers tegen elkaar afweegt. Omdat die beurskoers op zijn beurt ook weer afhangt van de verwachte toekomstige winsten, krijgen die toekomstige winsten nu een groter gewicht. In het model van Spagnolo leidt dat er toe dat kartels vaker stabiel zijn, en dus ook vaker gevormd zullen worden. Dat leidt, via hogere prijzen en hogere winsten, tot een hogere beurskoers. Misschien hebben aandeelhouders daarom ook geen enkele moeite met de exhibitionistische zelfverrijking die het gevolg is van veel optieregelingen. En de minister-president juist wel

¹ Zie K. Cools en M. van Praag, [Topsalarissen en aandelenopties](#), *ESB*, 28 januari 2000, blz. 69-73.

² G. Spagnolo, Stock-related compensation and product-market competition, *RAND Journal of Economics*, 2000, blz. 22-42.

