



Personeelsopties, financieringstheorie en verslaggeving

Auteur(s):

Duffhues, P.J.W.

Kabir, R.

Mertens, G.M.H.

De auteurs zijn allen als universitair hoofddocent verbonden aan de economische faculteit van de Katholieke Universiteit Brabant te Tilburg. Duffhues en Kabir zijn werkzaam in het Finance Department, Mertens in het Accounting Department.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4212, pagina 504, 2 juli 1999

Rubriek:**Trefwoord(en):**

Bedrijven belonen hun personeel steeds vaker met opties. Dat is misschien goed voor de prikkels, maar hoort wel in de jaarrekening verantwoord te worden. Dit gebeurt in Nederland zeer gebrekkig. Naarmate opties belangrijker worden, leidt dit tot een grotere vertekening (meestal overschatting) van de winst, en groeit het probleem van 'moral hazard' in de verslaggeving.

Veel bedrijven kennen regelingen die het personeel in staat stellen om opties te verwerven van de onderneming waarin zij werkzaam zijn (tabel 1). Zij krijgen hiertoe een recht om aandelen te kopen (call opties). Deze regelingen zijn in de jaren negentig snel populair geworden in het Nederlandse bedrijfsleven. Personeelsopties zijn een tot de verbeelding sprekende vorm van arbeidsbeloning. Met regelmaat bericht de financiële pers over de grote bedragen die topondernemers incasseren uit hoofde van uitgeoefende opties en over hierdoor ontstane commotie. Personeelsopties zijn in beginsel echter niets anders dan een substituut voor andere vormen van arbeidsbeloning, zoals een hoger salaris, bonus of betere pensioenrechten.

Tabel 1. Enkele kenmerken van optieregelingen van Nederlandse bedrijven (tussen haakjes aantal waarnemingen)

aantal uitstaande opties	1.213.838	(115)
aantal uitstaande opties toegekend aan management	504.455	(58)
aantal opties toegekend aan management in 1997	331.913	(83)
uitstaande opties/uitstaande aandelen	0,030	(115)
gemiddelde uitoefenpijs opties/aandelenkoers ultimo 1997	0,862	(115)

Personeelsoptieregelingen kunnen om meerdere redenen nuttig zijn. Ze binden optiehouders voor langere tijd aan de onderneming, stimuleren tot betere prestaties van de onderneming als geheel, en brengen de belangen van aandeelhouders en werknemers op één lijn. Het bewijs dat deze doelen in de praktijk in het algemeen ook worden gerealiseerd is echter niet eenvoudig te leveren, zeker als men bedenkt dat op beurskoersen niet alleen door personeel en managers beïnvloed worden, maar ook door macro-economische factoren zoals renteveranderingen.

Het doel van dit artikel is niet om optieregelingen als zodanig te kritiseren, maar om enkele financieel-economische aspecten van deze regelingen te analyseren. Voor een dergelijke analyse is het de hoogste tijd, omdat personeelsopties financiële instrumenten zijn die horen in de klasse van de derivaten - voor velen zijn dit duistere instrumenten. De commissie-Peters heeft in haar rapport 'Aanbevelingen inzake Corporate Governance in Nederland' in Aanbeveling 24 ondernemingen terecht opgeroepen om de openheid rondom het verschijnsel personeelsopties te vergroten ¹.

Theoretisch is er wel gepubliceerd over personeelsopties maar een coherent beeld ontbreekt, zeker gezien vanuit ondernemingsfinanciering. In Nederland verscheen reeds in 1987 het gedegen artikel van Eijgenhuijsen c.s. ². Helaas is het empirische deel daarvan niet meer actueel. In 1998 publiceerden Den Adel en Krens empirisch onderzoek naar de wet- en regelgeving rondom personeelsopties ³. Daarbij werd gekozen voor een beperkte steekproef van 45 Nederlandse beursfondsen. Object van onderzoek was de wijze van de financiële verslaggeving rondom opties. Het artikel geeft daarbij geen analyse van personeelsopties vanuit ondernemingsfinanciering (zoals het onderhavige artikel wel pretendeert), maar geeft regelgeving inzake de jaarrekening weer en vergelijkt de internationale praktijk op dat punt. Ook internationaal zijn er theoretisch noch praktisch weinig gevestigde inzichten, hoewel in de VS veel meer onderzoek heeft plaatsgevonden dan in Nederland.

In dit artikel willen wij met name ingaan op de gevolgen voor de financiële verantwoording door de onderneming van het uitkeren van opties als beloning voor het personeel en management. Omdat opties mogelijk leiden tot verwatering van aandelenbezit, of vertekenen van de winst, is een belangrijke vraag of aandeelhouders zich moeten verzetten tegen het bestaan van personeelsoptieregelingen en de wijze waarop deze worden ingevuld. Een geruchtmakend rapport van het Engelse Smithers & Co uit 1998 concludeerde na onderzoek onder grote Amerikaanse topondernemingen dat deze zorg terecht is.

Het is daarom belangrijk na te gaan, waar personeelsopties in de resultatenrekening en de balans van de toekennende onderneming gerapporteerd moeten worden en wat de praktijk in dat opzicht is. Ook voor een beoordeling van het risicomanagement is dit van belang. Vinden er misschien hedging-activiteiten plaats, zo ja wat is hun vorm en kostprijs? Wie is er verantwoordelijk voor verliezen op niet-afgedekte posities? En last but not least: waar en hoe komen de lasten en lusten van dit risico-management met betrekking tot personeelsoptieregelingen tot uitdrukking in de externe verslaggeving en is daarbij sprake van een optimale berichtgeving?

Wij bepleiten dat de verantwoording in het jaarverslag over het gevoerde optiebeleid in standaardvorm plaatsvindt met aandacht voor alle relevante aspecten inclusief de doelgroepsomschrijving, de statistische gegevens enzovoorts. Dit kan het best plaats vinden in het verslag van het bestuur in een afzonderlijke paragraaf, dus niet als onderdeel van de toelichting op de balans of de resultatenrekening. Op zo kort mogelijke termijn dient daartoe een model-paragraaf 'Personeelsoptiebeleid en -statistiek' te worden ontworpen.

Verder is het uit bedrijfseconomisch en ook uit puur maatschappelijk oogpunt gezien gewenst dat uitgebreid empirisch onderzoek plaatsvindt naar het voorkomen van personeelsopties in Nederland, naar de kenmerken van de optieverlenende ondernemingen en van de verstrekte opties zelf alsook van het risicomanagement rondom uitgegeven personeelsopties. Dit valt echter buiten het bestek van dit artikel, evenals het evalueren van de in het begin van deze inleiding genoemde voordelen die vaak aan personeelsopties worden toegerekend⁴. De auteurs van het dit artikel beperken zich tot enkele (uit een veelvoud van) financieel-economische aspecten van het ingevoerd hebben van deze regelingen.

Financiële resultaten van personeelsopties

Opties hebben invloed op de resultatenrekening van de onderneming. We onderscheiden twee bronnen van financiële resultaten van personeelsopties. De eerste bron is het toekennen van de opties. De tweede bron schuilt in het vanaf het moment van toekenning hebben ontstaan van posities in personeelsopties.

Op het moment van toekenning hebben personeelsopties een bepaalde economische waarde voor de werknemers die als deel van de arbeidsbeloning moet worden gezien. Voor de onderneming is deze waarde uiteraard een kostenbedrag dat in de resultatenrekening thuis hoort.

De tweede bron van resultaat schuilt hierin dat de waarde van een optie, nadat deze eenmaal is verleend, kan gaan fluctueren onder invloed van een aantal variabelen zoals de variabiliteit van het rendement op het aandeel, de geleidelijk veranderende looptijd en de rentestand. Ook deze waardefluctuaties kunnen de resultatenrekening van de onderneming beïnvloeden maar of en in welke mate dat het geval is, is afhankelijk van het gevoerde ondernemingsbeleid. Deze twee bronnen van optiekosten worden nu toegelicht.

De kosten van opties in verband met de toekenning

Het gaat hierbij om echte personeelskosten die contante betalingen aan het personeel vervangen. De totale tijdswaarde van de opties die in een bepaald jaar worden verstrekt, is voor een 'at-the-money'-optie (een optie waarvan de uitoefenprijs gelijk is aan de marktprijs van het aandeel op het moment van toekenning) vooral afhankelijk van de beweeglijkheid van het rendement van het aandeel van de onderneming en de looptijd van de optie. Verder dient wanneer het over personeelsopties gaat, rekening te worden gehouden met enkele waardedrukkende factoren zoals de niet-verhandelbaarheid en het mogelijk vroegtijdig eindigen van de looptijd, bijvoorbeeld als gevolg van ontslag(name) of overname waardoor de optie veelal ophoudt te bestaan⁵. In het algemeen is de economische waarde van een personeelsoptie op het moment van toekenning hierdoor beperkt, bijvoorbeeld tot ongeveer 15% van de waarde van de beurskoers op het moment van toekenning van een gemiddelde vijfjaars-optie. Ter vergelijking: vijfjaarsopties noteren op de Amsterdamse effectenbeurs veelal een premie van ruwweg 20% à 25%.

De waarde van verstrekte opties is een fiscale kostenpost bij de berekening van de vennootschapsbelasting. Netto, dus na vennootschapsbelasting van 35%, kosten de opties langs de geschetste lijnen dus ongeveer 65% van 15% van de vigerende beurskoers. In het algemeen zal het hierbij om winstveranderingen gaan die beperkt blijven tot enkele procenten omdat het volume van de tot nu toe toegekende opties in het algemeen niet uitzonderlijk groot is. Een globale schatting voor de mediaan van de waarnemingen levert het volgende beeld van de mate van winstvertekening per ultimo 1997 op: de gerapporteerde nettowinst bedraagt f 38 mln, en de winstvertekening door kosten van opties na belasting bedraagt f 2,34 mln, wat gelijk is aan 6% van de nettowinst. Als de onderneming de kosten van de toegekende opties uitsmeert over de looptijd van de opties - dat komt voor - zijn de kosten nog weer lager. Deze boekingswijze is theoretisch echter niet te verdedigen omdat de kosten immers gebonden zijn aan het tijdstip van de toekenning van de opties. Dit brengt met zich mee dat deze kosten in het jaar van toekenning onmiddellijk worden genomen. Als het om grote aantallen en langlopende opties gaat, kan de invloed op de personeelskosten in de resultatenrekening snel toenemen, vooral als het een zeer volatiel beursfonds betreft.

De kosten van opties na het moment van toekenning

Als de onderneming de verstrekte opties niet op enigerlei wijze afdekt, zullen na het moment van toekenning aanvullende kosten of voordelen ontstaan afhankelijk van de richting van de beurskoersontwikkeling. Stijgt de beurskoers, dan ontstaat er verlies; daalt de beurskoers dan ontstaat winst. De onderneming heeft dan een open positie ingenomen waarvan de waardeveranderingen in de loop van de tijd, evenzo grote verliezen of winsten zijn. Deze 'capital gains/losses' dient de onderneming in het jaar van optreden, althans volgens de financieringstheorie, telkens op te nemen in haar berichtgeving. Deze tweede categorie van optiekosten heeft derhalve het karakter van speculatieverliezen (of -winsten). Het zijn resultaten van speculatieve posities. Het is onjuist om deze verliezen aan te duiden als (vertraagde) arbeidskosten. [tabel 2](#) brengt de mogelijke resultaten op posities op eigen aandelen samenvattend in beeld.

Tabel 2. Financiële resultaten na toekenning van personeelsopties

	koers stijgt	koers daalt
I. afgedekta	verlies noch winst	verlies noch winst

a. Keuzepalet wijze van afdekking::

- gekochte call opties of call warrants
- ingekochte eigen aandelen (of nieuwe eigen aandelen)
- ingekochte converteerbare obligaties

Expliciet risicobeheer gewenst

Twee conclusies dringen zich op. Ten eerste, open posities zijn nadelig voor de onderneming als de koers van het aandeel stijgt. Interessant is om vast te stellen dat juist dit het meest waarschijnlijke scenario zal zijn. Ten tweede zijn gedekte posities (per definitie) kostenneutraal, maar dit vereist wel dat er een continue bewaking plaats vindt van de posities op basis van 'delta-hedging'. Dit houdt in dat voortdurend moet worden gezorgd voor het optimaliseren van de hedge-ratio, dat is het aantal aandelen dat in bezit is om het prijsrisico van de geschreven call optie te hedgen.

Uit het bovenstaande vloeit voort dat open posities naar hun aard speculatief zijn en dat het vereiste risicomangement een zekere fijnafstemming vergt om optimaal te zijn. Het is zeer de vraag of de leiding van ondernemingen zich in het algemeen bewust is van de risicopositie die de onderneming inneemt als men personeelsopties verstrekt waarvan het prijsrisico niet gelijktijdig wordt afgedekt en of de leiding een fijnafstemmingsbeleid in het risicomangement voert. Als men de aandelen later moet inkopen tegen een mogelijk hogere prijs ontstaat een kasverlies. Als men de aandelen nieuw uitgeeft, ontstaat een opportunityverlies dat economisch gezien niet minder bezwaarlijk is. Menige Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen zou een dergelijke short-positie niet toestaan wanneer het zou gaan om valuta-, rente- en/of commodity-posities.

Het is tegen deze achtergrond gezien onbegrijpelijk dat men zo gemakkelijk is in het uitdelen van rechten die de onderneming in de toekomst veel geld kunnen kosten. Toch is het afdekken van speculatieve personeelsoptieposities lang niet altijd praktijk⁶. Een factor die daarbij mogelijk een rol speelt is dat dit prijsrisico eenvoudig aan de aandacht is ontsnapt (men ontdekte de derivatenpositie niet) of dat bewust het prijsrisico is aanvaard. Hier ligt een verantwoordelijkheid van de treasurer. Er is nog een derde mogelijke verklaring: de summere wet- en regelgeving in Nederland rondom de externe verslaggeving van opties en optieposities. Hierdoor worden opportunityverliezen eenvoudig genegeerd (deze passen niet in de grondslagen van het systeem) en zijn kasverliezen in de jaarrekening niet gemakkelijk te traceren. Het gevolg is dat de leiding er ook weinig lastige vragen over krijgt te beantwoorden.

De verantwoording in de externe verslaggeving*De financieringstheoretische gezichtshoek*

Bij toekenning van de personeelsopties dient de waarde van de optie in het economisch verkeer te worden aangemerkt als element van de personeelskosten in de resultatenrekening⁷. Dit komt neer op de waarde die is bepaald volgens het Black en Scholes-model (dat uitgaat van dividendloze aandelen) maar met een neerwaartse aanpassing voor dividenden en om de waardedrukkende, specifieke kenmerken van personeelsopties ten opzichte van gewone aandelenopties tot uitdrukking te brengen.

Ook op het moment van toekenning ontstaat er een uitleveringsverplichting die als vreemd vermogen (schuld aan de optiehouders) moet worden geboekt. Later optredende waardeschommelingen in de verplichting tot levering in de toekomst zijn verliezen en winsten. Als er dekking aanwezig is, zijn de resultaten hierop uiteraard ook winsten en verliezen.

Bij uitoefening van personeelsopties is er, als niet voor dekking is gezorgd, altijd een verlies voor de onderneming. Daarna vindt verkoop plaats aan degene die de optie uitoefent. Het verschil is een cash verlies dat gelukkig ook fiscaal wordt erkend⁸. In het jaar van uitoefening blijft het speculatieverlies beperkt tot het verlies dat in dat jaar is ontstaan. Voorgaande speculatieverliezen zijn namelijk reeds geboekt in de voorafgaande jaren. Gevolg is dat de nieuwe aandelen worden uitgegeven tegen marktwaarde.

De wettelijke en andere regelingen

Personeelsopties zijn financiële instrumenten. Over financiële instrumenten in de jaarrekening is in Nederland sowieso weinig wettelijk geregeld. Over de financiële verslaggeving van personeelsopties bestaan zelfs in het geheel geen specifieke wettelijke regels. Hiermee loopt Nederland achter bij de wetgeving in een land als de Verenigde Staten. Wel zijn in Nederland door de Raad voor de Jaarverslaggeving richtlijnen - geen voorschriften - afgekondigd waarin regelingen zijn vermeld voor het geven van een toelichting op verstrekte opties. Deze hebben geen betrekking op de waardering van de opties. Aangegeven dient te worden⁹:

- » aan welke categorieën (bestuurders/overig personeel) opties zijn verleend;
- » het aantal verleende rechten per soort;
- » het aantal aandelen of certificaten daarvan, de soort en het nominale bedrag;
- » de uitoefenprijs van de verleende rechten;
- » de resterende looptijd van de nog niet uitgeoefende rechten;
- » de belangrijkste voorwaarden die voor uitoefening gelden;

- » de eventuele financieringsregelingen die bij de toekenning van de rechten zijn getroffen;
- » de overige van belang zijnde gegevens, waaronder de belangrijkste voorwaarden voor verlening.

Deze richtlijnen lopen aanzienlijk achter bij de Amerikaanse standaards van de regelgevende instanties aldaar. Ter illustratie: in de Verenigde Staten is reeds geruime tijd kritiek geleverd op een bepaalde methode van het waarderen van opties (namelijk de intrinsieke waarde-methode) terwijl in Nederland de waarde niet eens hoeft te worden vermeld, laat staan tegen de marktwaarde (zoals inmiddels in de VS wordt aangemoedigd). In Nederland hoeft de waarde van de opties in de jaarrekening niet te worden vermeld, niet in de balans, niet in de resultatenrekening en niet in de toelichting.

Een verlies op een speculatieve personeelsoptiepositie doordat aandelen worden ingekocht die met verlies aan werknemers worden verkocht, mag in Nederland binnen de balans worden afgeboekt ten laste van (de kas en) het eigen vermogen waardoor de resultatenrekening blijft gevrijwaard. Zou boeking in de resultatenrekening plaats vinden (de wetgever schrijft in deze niets voor) dan zijn dat onzes inziens speculatieve verliezen, geen arbeidskosten.

In november 1998 zijn er door de Raad voor de Jaarverslaggeving nieuwe voorstellen betreffende personeelsopties ontwikkeld. De informatievoorziening zou ook in Nederland drastisch moeten worden uitgebreid. Daarbij fungeert de Amerikaanse regelgeving als referentiepunt maar ook niet meer dan dat. De richtlijn verkeert bovendien nog in een ontwerpstatus ¹⁰. Met betrekking tot de aantallen verleende rechten moet in de toelichting het volgende worden vermeld:

- » het aantal aan het einde van het boekjaar bij het personeel uitstaande verleende rechten;
- » het aantal gedurende het boekjaar uitgeoefende rechten;
- » het aantal aan het personeel gezamenlijk verleende rechten.

Voor elk van deze drie bepalingen zijn nadere specificaties voorgeschreven. De afstand met de regelgeving van de Verenigde Staten wordt al met al kleiner maar blijft groot. Met name ontbreken waarderingsrichtlijnen.

De praktijk

Mertens heeft gepubliceerd over de praktijk van de verslaggeving en de mate van informatieverstrekking over financiële instrumenten in het jaarverslag 1995 van 43 Nederlandse niet-financiële, beursgenoteerde ondernemingen ¹¹. De conclusie was dat de praktijk van de verslaggeving in het algemeen achterliep bij de gedachten over de meest wenselijke regelgeving (die in 1996 ook werd ingevoerd).

Voor personeelsopties kan het praktisch gedrag van ondernemingen als volgt worden samengevat. Diverse accountants hebben de auteurs verzekerd dat er in het geheel geen boekingen in de balans of de resultatenrekening plaatsvinden inzake de toekenning van personeelsopties. Ook latere verliezen op deze derivatenpositie worden niet geboekt. Dit is in overeenstemming met het ons inziens achterhaalde standpunt van de regelgever dat de beloning in de vorm van personeelsopties geen invloed uitoefent op de balans en resultatenrekening.

Er zijn vanuit de financieringstheorie gezien vier ernstige tekortkomingen in de gepubliceerde jaarrekening inzake personeelsopties:

- » het niet boeken van de marktwaarde van de verstrekte opties in het jaar van toekenning als deel van de totale arbeidskosten (invloed: eenmalige winstoverschatting);
- » het niet boeken van de schuld in de balans die ontstaat wanneer opties voor verrichte arbeid worden toegekend, (invloed: te lage debt/equity ratio). Deze nalatigheid is vergelijkbaar met het achterwege laten van 'back service'-verplichtingen terzake van pensioenverplichtingen;
- » het niet boeken van vermogensverliezen of -winsten van niet-afgedekte optieposities in de resultatenrekening in de jaren tijdens de looptijd van de opties (effect: herhaalde winstoverschatting of, als de koers daalt, winstonderschatting);
- » het niet boeken van vermogenswinsten of -verliezen van dekkingstransacties (effect: herhaalde onder- of overschatting van de winst).

Conclusies

De presentatie van winst- en vermogensgegevens in de jaarrekening is als resultaat hiervan niet langer aanvaardbaar. Ondernemingen dienen zich af te vragen of zij onbedoeld niet de verdenking op zich laden bezig te zijn met 'earnings management' ¹², 'accounting gimmicks' en zelfs met moral hazard daar waar persoonlijke belangen van het personeel (met name het management dat een groot gewicht heeft in de specificatiegraad van de verslaggeving en over voorkennis beschikt) op korte termijn en de ondernemingsbelangen elkaar kruisen. Zelfs de schijn van dergelijke belangenverstrengeling zou moeten worden voorkomen.

De vraag kan zelfs worden opgeworpen of het verschijnsel personeelsoptie wel die vlucht zou hebben genomen als feitelijk het geval is, als de verslaggevingsregels scherper waren geweest. Dit laat echter onverlet de mogelijk positieve kwaliteiten van optieregelingen als prikkel voor het leveren van goede prestaties. Maar zelfs op dat deelonderwerp ontstaan ernstige twijfels als men ziet dat in een aantal gevallen bestaande optieregelingen eenvoudig worden herzien ten gunste van de optiehouder zodra de verhoopte gunstige ontwikkeling van de onderneming niet wordt gerealiseerd. Een concreet voorbeeld hiervan is de herziening (lees: verlaging) van de uitoefeningsprijs van de optie, zoals bij Baan is geschied.

Kortom: personeelsopties zijn derivaten die in de resultatenrekening van ondernemingen moeten worden gewaardeerd tegen de economische kosten van de verleende opties. Bovendien zijn personeelsopties object van risicomanagement. De praktijk van de Nederlandse jaarverslaggeving beantwoordt echter niet aan redelijkerwijs te stellen eisen aan de berichtgeving over personeelsopties. De winst wordt hierdoor vertekend, en dit geldt ook voor de debt/equity ratio die te laag wordt voorgesteld.

1 Commissie Corporate Governance, Aanbevelingen inzake *Corporate Governance in Nederland (De Veertig Aanbevelingen)*, Effectenbeurs Amsterdam, 1997.

2 H.G. Eijgenhuijsen, J.G.J.F. Oudejans en G. Rietkerk, Aandelenopties voor management en personeel sterk in opkomst, *De Naamloze Vennootschap*, januari-februari 1987, blz. 1-16.

3 F. den Adel en F. Krens, Personeelsopties, het jaar 1997 verslagen, *Onderzoek jaarverslaggeving Nederlandse ondernemingen 1998*, onder redactie van J.A.G.M. Koevoets, L.G.van der Tas en R.G.A.Vergoossen, *Nivra geschriften 68*, Kluwer, blz. 97-121.

4 Voor een kritische bespreking van deze voordelen wordt verwezen naar L.R.T. van der Goot, Hebben personeelsopties ook waarde voor beleggers?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, oktober 1996, blz. 519-528.

5 J.J. Kloet, Financieel-economische aspecten van personeelsopties, *Risico & Rendement*, oktober 1996, blz. D.10.2-01/20.

6 Een praktijkvoorbeeld is de onderneming UPC waarover is gepubliceerd dat in het eerste kwartaal 1999 f 36,6 miljoen werd verloren als gevolg van het hebben uitstaan van aandelenoptieplannen. Het totale bedrijfsresultaat werd hierdoor f 85,5 mln negatief (bron: *Beursplein 5*, 22-29 mei 1999).

7 P.J.W. Duffhues, Economische functies en verslaggevingsaspecten van financiële instrumenten, *fMA-Kroniek* 1994, blz. 89-108; J.J. Kloet, Financieel-economische aspecten van personeelsopties, *Risico & Rendement*, oktober 1996, blz. D.10.2-01/20.

8 De commotie in de financiële pers (en daarbuiten) over het uitoefenen van personeelsopties door managers heeft verrassend genoeg niet betrekking op deze verliezen. Een mogelijke verklaring kan zijn dat het optreden van deze verliezen niet wordt onderkend. Gewoonlijk zal het verlies vertraagd naar buiten komen omdat geruime tijd moet worden gewacht voordat de eerstvolgende jaarrekening verschijnt.

9 F. den Adel en F. Krens, Personeelsopties, het jaar 1997 verslagen, in J.A.G.M. Koevoets, L.G.van der Tas en R.G.A.Vergoossen (red.), *Onderzoek jaarverslaggeving Nederlandse ondernemingen 1998*, Nivra geschriften 68, Kluwer, blz. 97-121.

10 J. Backhuijs, Verslaggeving over personeelsaandelenopties, *Spotlight* (Vaktechnisch bulletin van Assurance and Business Advisory Services), 1999, nr.1, blz. 25-50.

11 G.M.H. Mertens, De verwerking van financiële instrumenten in de jaarrekening van ondernemingen, *Risico & Rendement*, december 1997, blz. L.2.2-01/24.

12 Vergelijk S.R. Matsunaga, The effects of financial reporting costs on the use of employee stock options, *The Accounting Review*, 1995, blz. 1-26.