



Zichzelf verarmende topmanagers

Auteur(s):

Veld, C.H.,

Veld-Merkoula, Y.

De auteurs zijn verbonden aan de Universiteit van Tilburg, respectievelijk aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en het Tinbergen Instituut.C.H.Veld@uvt.nl**Verschenen in:**

ESB, 87e jaargang, nr. 4380, pagina 764, 25 oktober 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

strategie

Het verplicht aanhouden van aandelen beneemt topmanagers de mogelijkheid tot het spreiden van risico. Dit kost veel rendement, vooral op termijn. Wie wil er nog topmanager worden?

In de Nederlandse pers verschijnen met grote regelmaat berichten over zichzelf verrijkende topmanagers. Deze berichten ontstonden tijdens de beurs hausse van de tweede helft van de jaren negentig. In deze periode bereikten de aandelenkoersen topniveaus, hetgeen leidde tot hoge waarden voor de opties bij uitoefening. Deze optiewaarden konden bovendien belastingvrij worden geïncasseerd, omdat het Nederlandse belastingstelsel nu eenmaal voorziet in een heffing bij toekenning van de opties. Het is opmerkelijk dat de retoriek over de zelfverrijking van de managers op dit moment in dezelfde vaart doorgaat. De aandelenkoersen zijn immers gekelderd en het is waarschijnlijk dat veel van de eerder toegekende opties onuitgevoerd zullen aflopen. Dit betekent dat de managers in het verleden belasting hebben betaald, terwijl zij daar niets voor terug ontvangen.

Naar onze mening worden veel van de berichten over zelfverrijking veroorzaakt door de kritische houding die de Nederlandse pers heeft ten opzichte van topmanagers. In vergelijking met landen als Canada, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten is de Nederlandse pers veel negatiever ten aanzien van topmanagers en bestaat nogal snel de neiging om te praten over zelfverrijking. Bij lang niet alle grote ondernemingen is echter sprake van zelfverrijking door managers. In sommige gevallen is zelfs sprake van een regelrechte zelfverarming. Hiervan is sprake als managers grote aantallen aandelen in hun eigen bedrijf aanhouden.

Aandelen als molenstenen

In NRC Handelsblad van 5 oktober 2002 wordt een overzicht gegeven van aandelenbezit in het eigen bedrijf van Nederlandse bestuursvoorzitters ¹. Uit dit overzicht blijkt dat 10 van de 25 bestuursvoorzitters van bedrijven uit de aex-index een aandelenbelegging in het eigen bedrijf hebben van meer dan € 200.000. In sommige gevallen wordt dit door de huisregels voorgeschreven, bijvoorbeeld bij Aegon, Unilever en Reed Elsevier. In andere gevallen is het een eigen keuze van de manager (zoals bij Gerard Kleisterlee van Philips). Een interessant geval vormt cmg ². De huisregels van deze onderneming schrijven voor dat iedere adjunct-directeur met 25 consultants onder zich voor de helft van zijn of haar bruto jaarsalaris aandelen cmg moet aanhouden. Directeuren en mensen daarboven moeten het hele bruto jaarsalaris in aandelen van het eigen bedrijf aanhouden.

Het gedwongen aanhouden van een groot deel van het privé-vermogen in aandelen van het eigen bedrijf leidt tot een fors lagere waarde van die aandelen voor de manager. De reden hiervoor is dat een belegger in dat geval niet kan profiteren van een volledige spreiding van zijn of haar vermogen over een portefeuille van aandelen. In de beleggingstheorie en

-praktijk bestaat een volledige consensus dat een rationele belegger zijn of haar vermogen moet verdelen over een groot aantal verschillende aandelen. Op deze wijze kan immers een deel van het risico dat is verbonden aan het beleggen in aandelen worden weggediversificeerd. Aangezien dit zogenaamde niet-systematische risico kosteloos kan worden weggediversificeerd, wordt een belegger hier niet voor gecompenseerd door middel van een hoger rendement. Als een belegger nu gedwongen wordt, bijvoorbeeld vanwege de huisregels van zijn of haar bedrijf, om een groot deel van het vermogen in hetzelfde aandeel te beleggen, wordt deze dus gedwongen om een extra risico te lopen dat niet wordt beloond door middel van een hoger verwacht rendement. Om deze reden is de waarde van die aandelen lager voor de manager dan de waarde van de aandelen op de markt.

Hoe groot is de korting?

Dit probleem is uitgebreid onderzocht door Lisa Meulbroek ³. In haar artikel berekent zij de korting die op de beurskoers van dergelijke aandelen moet worden toegepast. Deze korting is afhankelijk van een aantal factoren. Een belangrijke factor wordt gevormd door de correlatie van het bewuste aandeel met de rest van de markt. Als deze correlatie lager is, is de korting hoger. De reden hiervoor is dat de belegger een minder efficiënte spreiding van zijn of haar vermogen heeft. Een tweede belangrijke factor wordt gevormd door het risico van het aandeel, de zogenaamde volatiliteit. De volatiliteit geeft de beweeglijkheid van het aandeel weer. Als deze hoog is, wordt de belegger geconfronteerd met een groter risico dat niet geheel kan worden weggediversificeerd. Deze tweede factor leidt tot een grotere korting voor bijvoorbeeld internetaandelen, omdat deze een grotere volatiliteit hebben. De derde factor is de houdingstermijn. De korting

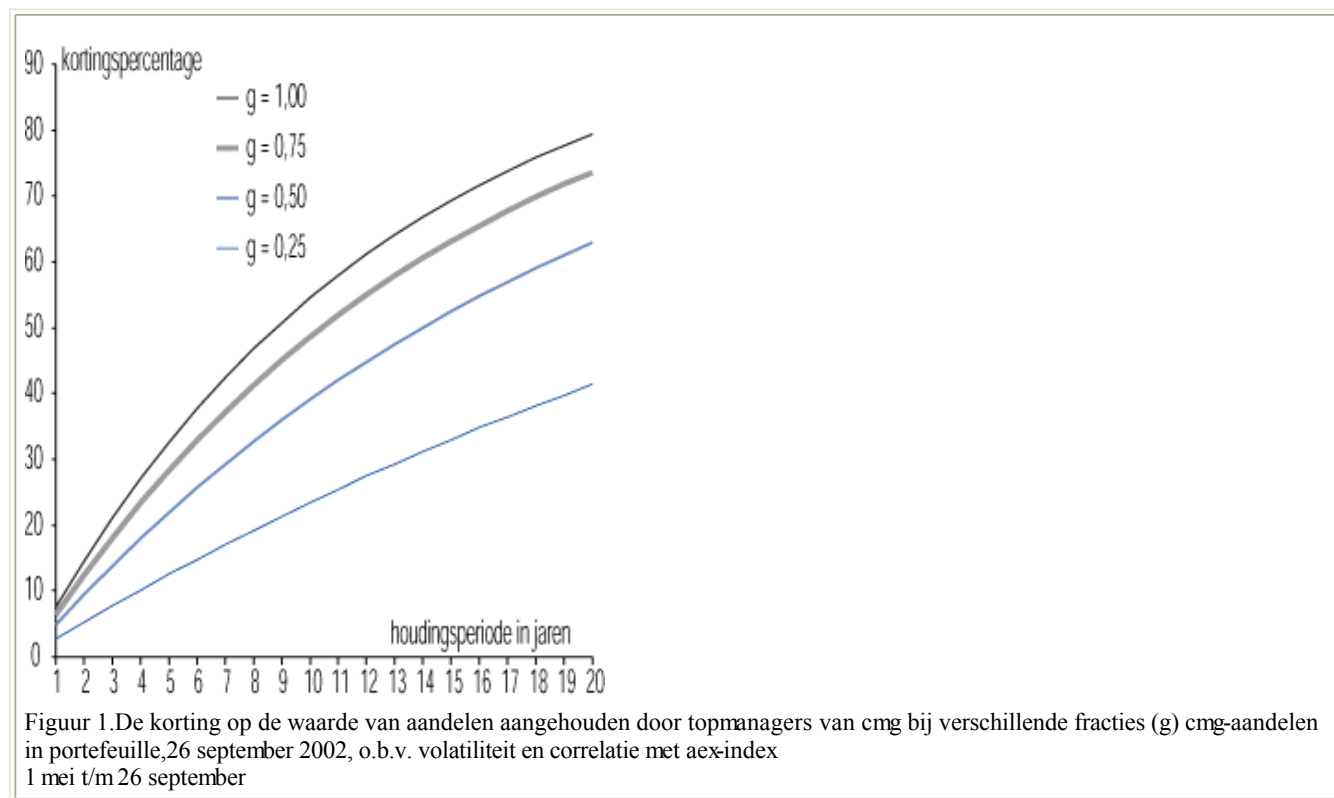
is hoger als de houdingstermijn lager is. De belegger loopt immers ieder jaar een bepaald rendement mis. Dit accumuleert over de loop van de tijd. Tenslotte is de korting hoger als het aandelenbezit een groter deel van de portefeuille vormt. Het is immers logisch dat een aandeel dat een procent van de totale portefeuille uitmaakt, tot een lagere korting leidt dan een aandeel dat de hele portefeuille vormt.

In haar artikel komt Meulbroek tot de conclusie dat op dergelijke aandelen forse kortingen moeten worden toegepast. Ten aanzien van een manager van een gemiddelde onderneming op de New York Stock Exchange die tien jaar lang gedwongen wordt om aandelen van zijn of haar eigen bedrijf aan te houden met een marktwaarde van honderdduizend Amerikaanse dollars vindt zij, dat de werkelijke waarde van de aandelen voor de manager slechts \$ 45.000 bedraagt. Dit is een korting van maar liefst 55 procent op de marktwaarde. Deze korting wordt kleiner als de rest van de aandelenportefeuille van de belegger groter wordt. Meulbroek vindt aanzienlijk hogere kortingen voor

Nasdaq-aandelen. Een manager van een gemiddelde onderneming die genoteerd staat aan de Nasdaq en tien jaar lang aandelen van zijn eigen bedrijf aan moet houden zonder verder andere aandelen te bezitten, moet rekening houden met een kortingspercentage van tachtig procent. Dit betekent dat het aanhouden van honderdduizend Amerikaanse dollars aan aandelen van het eigen bedrijf, leidt tot een waardevermindering van \$ 80.000 voor deze manager.

Cmg als casus

In [figuur 1](#) hebben wij de kortingspercentages berekend voor het eerder genoemde aandeel cmg. Deze percentages zijn berekend met behulp van de methode van Meulbroek en hebben betrekking op een cmg-manager die op



26 september 2002 begint met een belegging in de aandelen van het eigen bedrijf. Gebruik is gemaakt van de volatiliteit van het aandeel cmg alsmede van de correlatie van cmg en de aex-index over de periode van 1 maart 2002 tot en met 26 september 2002. De grafiek geeft de kortingspercentages weer voor verschillende houdingstermijnen. De bovenste lijn in de grafiek geeft het kortingspercentage voor een cmg-manager die enkel en alleen aandelen binnen zijn of haar onderneming aanhoudt. In [figuur 1](#) wordt dit aangeduid met $g = 1$, waarbij g staat voor het deel cmg-aandelen in de portefeuille van de manager. In dat geval loopt het kortingspercentage op van acht procent voor een periode van een jaar tot maar liefst 79 procent voor een periode van twintig jaar. Het percentage wordt lager als het aandeel van cmg binnen de portefeuille afneemt. Als het belang van cmg daalt naar 75 procent ($g = 0,75$), dalen de kortingspercentages naar zes procent voor een jaar en 74 procent voor twintig jaar. Zelfs als het aandeel in de eigen onderneming binnen de portefeuille beperkt is tot 25 procent ($g = 0,25$), zien we dat het kortingspercentage nog steeds drie procent is voor een jaar en 41 procent voor twintig jaar.

De berekeningen die we aan de hand van de methode van Meulbroek kunnen maken, zijn gebaseerd op vooruitkijken. In het geval van cmg kunnen de effecten van het aanhouden van de eigen aandelen achteraf worden beoordeeld. Gegeven een koersval van 28 euro in begin 2000 naar een niveau beneden één euro nu, kan worden geconstateerd dat de managers van cmg zichzelf behoorlijk hebben verarmd door te beleggen in hun eigen aandelen. Hier komt nog bij dat degenen die twee jaar geleden aandelen hebben gekocht voor het niveau van een bruto jaarsalaris, op dit moment stevig bij moeten kopen. De marktwaardedaling van de aandelen betekent immers dat op dit moment niet meer wordt voldaan aan het criterium dat in de huisregels wordt genoemd, namelijk de regel dat topmanagers het hele bruto jaarsalaris in aandelen cmg dienen aan te houden.

Conclusie

Wij denken dat het goed is om te constateren dat niet alle topmanagers in Nederland zich schuldig maken aan zelfverrijking. De cmg-casus lijkt eerder een vorm van zelfverarming. Hier ligt een taak voor degenen die de bezoldiging van de topmanagers bepalen. Een aanpassing van de prikkel-

structuur is noodzakelijk.

Tevens denken wij dat hier een taak voor de overheid ligt. Het is maatschappelijk gewenst dat managers hun lot met dat van hun eigen bedrijf verbinden. Dit leidt ertoe dat managers de juiste beslissingen nemen en daardoor waarde creëren voor zowel de onderneming als de maatschappij. Het is dan ook niet meer dan redelijk dat managers die al dan niet gedwongen in hun eigen bedrijf beleggen worden gecompenseerd voor de waardevermindering van hun aandelen. Tot op heden bestaat hiervoor evenwel geen afdoende belastingfaciliteit.

1 Zie Topman wilt lot niet verbinden, NRC Handelsblad, 5 oktober 2002.

2 Zie Verplicht beleggen in baas doet pijn, NRC Handelsblad, 28 augustus 2002.

3 ie L.K. Meulbroek, The efficiency of equity-linked compensation: understanding the full cost of awarding executive stock options, Financial Management, zomer 2001, blz. 5-44.