

Peter-Jan Engelen *

Luc Van Liedekerke **

Handel met voorkennis vanuit het perspectief van corporate governance: een economische en een ethische analyse

Trefwoorden: corporate governance; verloningssysteem; aandelenopties; handel met voorkennis

Een van de mechanismen in het debat over corporate governance om de doelstellingen van het management en de aandeelhouders op één lijn te brengen is het gebruik van verloningssystemen die gekoppeld zijn aan de waarde van de onderneming. Een overzicht van dergelijke verloningssystemen beperkt zich stevast tot aandelenopties, winstbewijzen en aandelenpakketten. Handel met voorkennis door het management wordt hierbij a priori uitgesloten. Dit artikel tracht deze dogmatische zienswijze te doorbreken en toont aan dat handel met voorkennis een valabel alternatief kan vormen voor een gepaste verloning van het management. Zowel op basis van efficiëntiegronden als uit moreel oogpunt wordt aangetoond dat handel met voorkennis de enige verloningsvorm is die een correcte markt-conforme vergoeding toekent voor de waardecreatie door het management. Bovendien wordt aangetoond dat optiepakketten veeleer een second-best oplossing vormen ten opzichte van handel met voorkennis.

* UFSIA (Universiteit Antwerpen), Vakgroep Bedrijfseconomie,
e-mail: peterjan.engelen@ufsia.ac.be

** UFSIA (Universiteit Antwerpen), Centrum voor Ethiek

1. Corporate governance

De organisatie, de leiding en het bestuur van vennootschappen kennen sinds enkele jaren een hernieuwde belangstelling, die beter bekend is onder de naam *corporate governance*. Vooral in de Verenigde Staten kende deze problematiek begin jaren tachtig al veel aandacht.¹ Toch werd de term *corporate governance* pas echt gelanceerd met de publicatie van het Britse Cadbury-rapport in 1992.

Een van de aanleidingen van de Cadbury-commissie waren de schandalen rond de enorme weddes van topmanagers in Groot-Brittannië. Ook vandaag nog is deze verloningsproblematiek brandend actueel. Zeer interessant is de "Executive Paywatch"-website van de Amerikaanse vakbond AFL-CIO², die een databank bijhoudt met het inkomen van de topmanagers van 417 ondernemingen die deel uitmaken van de Standard&Poors-500 beursindex.³ Zo bedroeg de jaarlijkse vergoeding van de *Chief executive officer* (CEO) van *Conseco* 16,3 miljoen USD en incasseerde hij 23,5 miljoen USD bij de uitoefening van aandelenopties. Hij ontving nog voor 3,4 miljoen USD bijkomende aandelenopties bovenop het pakket onuitgeoefende aandelenopties dat hij nog aanhoudt ter waarde van 145,8 miljoen USD! De CEO van *Health South* ontving 13,4 miljoen USD als jaarlijkse vergoeding, oefende 93,4 miljoen USD aandelenopties uit, ontving bijkomende opties ter waarde van 15,9 miljoen USD en bezat op dat moment nog 216 miljoen USD onuitgeoefende aandelenopties. Ook de CEO van *Fleet Financial Group* incasseerde 6 miljoen USD jaarlijkse vergoeding en 3,7 miljoen USD uitgeoefende aandelenopties, ontving nog voor 16,4 miljoen USD bijkomende aandelenopties en bezat daarnaast nog 22,2 miljoen USD onuitgeoefende aandelenopties.⁴ Deze concrete voorbeelden tonen duidelijk de verloningsproblematiek in het debat over corporate governance aan.

1 Zie bijvoorbeeld Williamson (1984), Fischel (1982), Dent (1981), Soderquist (1980) en Weiss (1981). Reeds in 1980 publiceerde de Securities and Exchange Commission een document (*Staff Report on Corporate Accountability*) over deze problematiek, terwijl ook het American Law Institute in 1982 al een eerste versie publiceerde van haar *Principles of Corporate Governance and Structure: Restatement and Recommendations*.

2 American Federation of Labor - Congress of Industrial Organizations.

3 De geïnteresseerde lezer kan desgevallend surfen naar:
<http://www.aflcio.org/paywatch/index.htm>

4 De cijfers voor Health South en Fleet Financial Group slaan op 1997 en die voor Conseco op 1996.

Zeer ruim gesteld is corporate governance een verzamelterm die specifieke problemen omvat die voortvloeien uit de interactie tussen het directiecomité, de raad van bestuur, aandeelhouders en andere belangengroepen in een vennootschap (Cochran en Wartick, 1994, blz. 9). Hoewel corporate governance zeer ruim kan worden opgevat, merken we in de economische literatuur dat de agency-problematiek het dominante probleem is. Binnen deze agency-problematiek is de verloning een van de meest in het oog springende problemen. Aldus vindt de problematiek inzake corporate governance haar oorsprong in de scheiding tussen de leiding en de eigendom van een vennootschap. Hierdoor is het mogelijk dat managers een eigen nutsfunctie gaan nastreven en hierdoor niet meer noodzakelijk in het belang van de aandeelhouders gaan optreden bij het nemen van investeringsbeslissingen (Jensen en Meckling, 1976; Berle en Means, 1997). Voornamelijk de Angelsaksische literatuur over corporate governance is hierdoor geconcentreerd op het probleem van het disciplineren van het management, zodanig dat managers beslissingen zouden nemen die de aandeelhouderswaarde of de *shareholder value* maximaleren.

Om dit deugdelijk bestuur te bewerkstelligen, bestaan er een aantal disciplineringsmechanismen. Moerland (1995) deelt deze disciplineringsmechanismen in vier categorieën in volgens, enerzijds, de aard van hun werking (direct of indirect) en, anderzijds, de rechten die verbonden zijn aan het aandelenbezit (vermogensrechten of stemrechten). Tabel 1 geeft een overzicht van deze disciplineringsmechanismen: verloningssystemen, de aandelenmarkt, de bestuursstructuur en de overnamemarkt.

Tabel 1. Indeling van de disciplineringsmechanismen.

	vermogensrechten	stemrechten
directe werking	verloningssystemen	bestuursstructuur
indirecte werking	aandelenmarkt	overnamemarkt

Zo oefent de aandelenmarkt een disciplinerende werking uit via de aandelenkoers. Warner, Watts en Wruck (1988) vinden een negatieve relatie tussen de aandelenrendementen en de kans op ontslag van het topmanagement. Diverse empirische studies bevestigen dit disciplineringsmechanisme: Coughlan en Schmidt (1985), Weisbach (1988), Kaplan (1994), Franks, Mayer en Renneboog (1996) en Renneboog (1996).

Een tweede disciplineringsmechanisme is de overnamemarkt. Deze *market for corporate control* kan verder uitgesplitst worden in drie mechanismen: een vijandige overname, een *proxy fight* en de markt voor controlepakketten (Engelen, 1997b) (zie verder).

Als derde disciplineringsmechanisme onderscheiden we de bestuursstructuur. Dit omvat topics als: de verhouding tussen de raad van bestuur en het directiecomité⁵, het optimale aantal bestuurders in de raad van bestuur⁶, de scheiding van de functie van voorzitter van het directiecomité en voorzitter van de raad van bestuur⁷, de opname van onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur⁸ en de belangenconflicten tussen referentieaandeelhouders en minderheidsaandeelhouders in de raad van bestuur.⁹

Een vierde disciplineringsmechanisme zijn verloningssytemen. Dit artikel onderzoekt handel met voorkennis als verloningssysteem voor ondernemingsinsiders en kan eventueel een bijkomend argument bieden voor een decriminalisatie van handel met voorkennis voor ondernemingsinsiders. Deze problematiek zal uit twee oogpunten benaderd worden: enerzijds uit een efficiëntie-oogpunt en anderzijds uit een moreel oogpunt.

2. Corporate governance en verloningssytemen

Om de belangen van aandeelhouders en managers op één lijn te brengen, zijn verloningssytemen voor het management die gekoppeld worden aan de evolutie van de aandeelhouderswaarde van de onderneming

5 Zie Blumberg (1998).

6 De Belgische Commissie voor Corporate Governance van de Effectenbeursvennootschap van Brussel adviseert dat het aantal leden van de raad van bestuur niet hoger mag zijn dan 12 (aanbeveling nr. 1.8).

7 Zie hierover Fizel en Louie (1990), Yungsan (1993), Rechner en Dalton (1991) en Harrison, Torres en Kukalis (1988).

8 Diverse empirische studies bevestigen de positieve invloed van externe bestuurders op het ondernemingsbeleid: betere ondernemingsprestaties (Baysinger en Butler, 1985; Rosenstein en Watt, 1990), lagere vergoedingen voor het topmanagement (Brickley en James, 1987), hoger verloop van het topmanagement na een daling van de aandelenkoers (Weisbach, 1988; Renneboog, 1996), minder aansprakelijkheidsvorderingen tegen de raad van bestuur (Kesner en Johnson, 1990).

9 Onder meer de bepalingen van art. 60 en art. 60bis Venn.W. Zie hierover: Wymeers (1995), Laga (1995), Stolle (1996), Cornelis en François (1995-96) en Schotel (1997).

uiterst geschikt (Brindisi, 1985; Baker, Jensen en Murphy, 1988). Dit *value-based management* zorgt er immers voor dat de doelstellingen van het management in mindere mate zullen afwijken van de doelstelling van aandeelhouderswaarde-maximalisatie. Door het opgeven van een deel vast loon in ruil voor een gedeelte variabele verloning zal deze doelstelling aldus beter gerealiseerd worden. Zo stellen Morck, Shleifer en Vishny (1988) vast dat, naarmate het aandelenpakket stijgt dat het management aanhoudt, dit management in hogere mate handelt in het belang van de aandeelhouders. Ook Larcker (1983), Brickley, Bhagat en Lease (1985), Murphy (1985) en Mehran (1995) bevestigen de positieve relatie tussen de aandelenprijs en de invoering van *equity-linked* verloningssytemen.

Een overzicht van dergelijke verloningssytemen beperkt zich stevast tot aandelenopties, bonussen, winstbewijzen, aandelenpakketten en dergelijke meer.¹⁰ Handel met voorkennis door de ondernemingsinsiders wordt hierbij a priori uitgesloten. Nochtans is deze dogmatische en stiefmoederlijke benadering niet geheel op zijn plaats. Immers, uit wetenschappelijk en maatschappelijk oogpunt verdient deze verloningsvorm een objectieve doorlichting. Niet alleen wordt handel met voorkennis veelvuldig gebruikt, bovendien kan men op loutere efficiëntiegronden dit mechanisme als verloningssysteem pas uitsluiten als men kan aantonen dat andere verloningssytemen dezelfde voordelen tegen lagere kosten opleveren (Engelen, 1997a; Carlton en Fischel, 1983).

3. Handel met voorkennis

Vooraleer in te gaan op handel met voorkennis als verloningssysteem past het even stil te staan bij dit fenomeen zelf. Algemeen kan men handel met voorkennis definiëren als handel op basis van niet-publieke informatie omtrent een bepaalde bedrijfsspecifieke gebeurtenis die de koers van een aandeel kan beïnvloeden (Engelen, 1996, blz. 1). Het betreft dus een situatie waarbij sommige marktactoren beter en andere minder goed geïnformeerd zijn over de relevante aspecten voor de waardering van een aandeel. Wanneer marktactoren deze informatievoorsprong gaan uitbuiten, dan spreken we van handel met voorkennis.

10 Voor een recent overzicht: De Koster, Denys en Vanderreken (1997), De Koster en Vanderreken (1997), De Koster, Dessers en Vanderreken (1998).

Deze marktactoren kunnen zeer divers zijn. Naast de klassieke ondernemingsinsiders, betreft het portefeuillebeheerders, marktprofessionelen, financiële analisten, financiële journalisten en quasi-insiders zoals consultants, advocaten en accountants (Engelen, 1998). Het vervolg van het artikel concentreert zich evenwel op de ondernemingsinsiders voor wie handel met voorkennis een vorm van verloning kan betekenen.

Merk op dat handel met voorkennis voor ondernemingsinsiders momenteel in België strafbaar is. Nochtans is een dergelijk verbod niet zo vanzelfsprekend.¹¹ Uit Engelen (1997a) blijkt immers dat een verbod op handel met voorkennis moeilijk te verdedigen valt op basis van economische motieven. Juist wegens de transacties van insiders zullen aandelenkoersen sneller de fundamentele waarde van het aandeel weerspiegelen. Zo draagt handel met voorkennis bij tot een hogere marktefficiëntie en een betere allocatie van financiële middelen (Vermaelen, 1986, blz. 439). Indien handel met voorkennis zou worden toegelaten, zou er bovendien een bijkomend kanaal ontstaan voor het communiceren van informatie naar de financiële markten toe (Carlton en Fischel, 1983, blz. 857). Aangezien handel met voorkennis de efficiëntie van de aandelenmarkt zal verbeteren, zal het vertrouwen van een rationele belegger niet geschaad worden. Immers, een belegger zal dan steeds het aandeel kunnen kopen of verkopen tegen een faire prijs, d.w.z. de fundamentele waarde van het aandeel. Daarnaast kan aangetoond worden dat de tegenpartij van de insider steeds beter af is dan in een situatie waarbij insiders niet handelen op basis van hun voorkennis (Haddock en Macey, 1986, blz. 1469).

Bovendien bevinden marktprofessionelen zich steeds in een positie waarin ze sneller kunnen inspelen op nieuwe informatie dan de gemiddelde marktdeelnemer. Gezien deze structurele informatieachterstand zullen kleine beleggers geen voordeel halen uit een algemeen verbod op handel met voorkennis (Engelen, 1997a).

Al met al is het verbod op handel met voorkennis van vrij recente datum en is het fenomeen nog maar tien jaar strafbaar in België. Handel met voorkennis is in België strafbaar sinds 1989 door de invoering van artikel 509quater in het Strafwetboek.¹² Naar aanleiding van een Europese

11 Zie het voorstel tot decriminalisatie van handel met voorkennis in Engelen (1997a).
12 Invoering van artikel 509quater in het Strafwetboek door artikel 27 van de Wet van 9 maart 1989 tot wijziging van het Wetboek van Koophandel en van het KB nr. 185 van 9

Richtlijn van 13 november 1989¹³ werd de betoelaging van handel met voorkennis herschreven in boek V (art. 181-193) van de Wet van 4 december 1990.¹⁴ Deze wet, die in werking trad op 1 januari 1991, werd opnieuw aangepast aan het nieuwe institutionele kader van de Belgische financiële markten door de Wet van 6 april 1995.¹⁵ Sindsdien werden er evenwel slechts twee veroordelingen in België uitgesproken: de zaak-Bekaert in Gent¹⁶ en de zaak-Bemat in Charleroi.¹⁷ In het najaar van 1998 startte evenwel een nieuwe zaak inzake handel met voorkennis met betrekking tot aandelen van de onderneming Ter Beke voor de correctionele rechtbank te Gent.¹⁸

4. Handel met voorkennis als verloningssysteem uit een efficiëntie-oogpunt

A. Voordelen van handel met voorkennis als verloningssysteem

Een onderneming kan opgevat worden als een open financieel systeem, waarbij de onderneming voortdurend in relatie staat met de financiële markt (Brealey en Myers, 1996). Via allerlei kanalen zal informatie de financiële markten bereiken, waar er vervolgens voortdurend een oordeel gevormd zal worden over de onderneming en het gevoerde beleid. Dit oordeel weerspiegelt zich dan in de marktprijs van het aandeel. Aangezien de verloning uit handel met voorkennis aldus afhankelijk is van de grootte van de koersstijging, bekomt het management een marktconforme vergoeding voor zijn inspanningen. Dergelijke verloningsvorm is daarom uitermate geschikt voor de verloning van innovatie door het management. Denk bijvoorbeeld aan R&D-projecten van hoogtechnolo-

juli 1935 op de bankcontrole en het uitgifteregime voor titels en effecten, B.S., 9 juni 1989, errata, B.S., 27 juni 1989.

13 Richtlijn van de Raad (89/592/EEG) van 13 november 1989 tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden, Pb.L., 334/30 van 18 november 1989.

14 Wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten, B.S., 22 december 1990, errata, B.S., 1 februari 1991. Tegelijk werd ook artikel 509quater uit het Strafwetboek geschrapt.

15 Wet 6 april 1995 inzake de secundaire markten, het statuut van en toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs, B.S., 3 juni 1995.

16 Corr. Gent, 27 september 1995, *Bank- en Fin.*, 9/1995, blz. 535-538.

17 Corr. Charleroi, 27 september 1995, *Bank- en Fin.*, 9/1995, blz. 539.

18 "Gents parket dagvaardt drie bestuurders Ter Beke", *De Financieel-Economische Tijd*, 30 mei 1998.

gische ondernemingen. De resultaten van dergelijke innovatieve projecten vallen moeilijk ex ante in te schatten, zodat de correcte vergoeding voor meer traditionele verloningsvormen zoals het toekennen van winstbewijzen, aandelenopties of aandelenpakketten moeilijker zal verlopen. Zo moeten bijvoorbeeld ex ante bij het toekennen van aandelenopties de volgende kenmerken worden vastgelegd: hoeveel opties toekennen? Welke looptijd aan opties toekennen? Wanneer kunnen de opties uitgeoefend worden? Welke uitoefenprijs moet er gekozen worden? Het is zeer moeilijk, om niet te zeggen onmogelijk, om ex ante deze kenmerken zo vast te leggen dat managers een correcte vergoeding voor hun waardecreatie ontvangen. Volgens auteurs als Marne (1966) is daarom enkel handel met voorkennis geschikt als verloningssysteem voor innovatieve managers of entrepreneurs.

Aangezien meer traditionele verloningssystemen maar moeilijk de ex ante correcte vergoeding voor innovatieve managementinspanningen kunnen vastleggen, zullen er tijdens de looptijd van de projecten nieuwe onderhandelingen tussen de vennootschap en het management moeten plaatsvinden om de vergoeding gepast bij te sturen. Herhaaldelijk dergelijke nieuwe onderhandelingsronden over de verloning van het management inlassen, zal een *dure* aangelegenheid vormen (Carlton en Fischel, 1983). Bovendien zullen de aanpassingen van de gepaste verloning dan *zeer traag* verlopen. Het unieke aan handel met voorkennis als verloningssysteem ligt hem precies in het feit dat dergelijke onderhandelingsrondes niet nodig zijn, omdat de verloning automatisch aangepast wordt aan de waardecreatie door het management. Dergelijke automatische marktconforme¹⁹ aanpassing van de verloning van het management zal dan veel efficiënter verlopen dan trage en dure onderhandelingsrondes tussen de vennootschap en het management. Indien men gelooft in de werking van de aandelenmarkt en van het creëren van aandeelhouderswaarde als ondernemingsdoelstelling, dan moet men deze conclusie durven trekken. Immers, handel met voorkennis vermijdt de

19 In een efficiënte markt weerspiegelen de aandelenkoersen alle relevante en beschikbare informatie omtrent de waarde van de onderneming. In een dergelijke markt vormen de marktprijzen aldus een betrouwbare maatstaf voor de waarde van de onderneming. In de mate dat de waarde van de onderneming toeneemt, zal dit vertaald worden in een toename van de aandelenprijs. Wanneer de verloning van het management dan gekoppeld wordt aan de aandelenprijs, zullen managers meer geneigd zijn om de waarde van de onderneming op te drijven. Bij handel met voorkennis is er dus een rechtstreekse en automatische koppeling tussen de waarde van de onderneming en de aandelenprijs die de basis van de verloning van het management vormt.

volgende kenmerken die zo typisch zijn voor andere verloningssystemen: (1) ze werken traag, (2) ze zijn duur en (3) ze werken niet marktconform.

B. Nadelen van handel met voorkennis als verloningssysteem

Klassieke tegenargumenten inzake handel met voorkennis als verloningssysteem zijn (Schott, 1980; Easterbrook, 1981):

1. managers kunnen ook bij *negatief nieuws* handelen op basis van voorkennis, zodat ze beloofd worden voor waardevernietigende ondernemingsstrategieën, terwijl de aandeelhoudersdoelstelling net het tegenovergestelde beoogt, nl. het creëren van *shareholder value*;
2. managers kunnen op *zeer korte termijn* al handelen op basis van voorkennis, zodat de samenloop van de langetermijndoelstellingen van het management en de aandeelhouders slechts zeer gebrekkig gerealiseerd zou worden;
3. managers kunnen zelf informatie creëren en *valse informatie* verspreiden om aldus winsten te behalen op basis van handel met voorkennis zonder dat de aandeelhouders daar beter van worden;
4. managers zullen *meer risicovolle projecten* selecteren dan aandeelhouders zouden verkiezen om aldus de volatiliteit van de aandelenkoersen te vergroten, waardoor ze grote winsten kunnen binnenhalen op basis van handel met voorkennis;
5. de algemene vergadering verliest de controle over de grootte van de vergoeding van het management indien handel met voorkennis wordt toegelaten.

Deze bezwaren kunnen stuk voor stuk weerlegd of genuanceerd worden. Het feit dat handel met voorkennis het management zou aanzetten tot het creëren en exploiteren van negatief nieuws wordt tegengegaan door twee andere disciplineringsmechanismen: de arbeidsmarkt en de *market for corporate control*. De arbeidsmarkt voor managers (Fama, 1980) zal managers ervan weerhouden om waardevernietigende strategieën uit te bouwen. Immers, dergelijk gedrag tast sterk hun reputatie en aldus de waarde van hun *human capital* aan. Illustratief in dit verband is de volgende uitspraak van Hans Manschot, ex-bestuursvoorzitter van het Nederlandse bedrijf Atag: "Het is toch een vak vol risico's. Zolang het goed gaat, is er niets aan de hand. Maar gaat het fout, dan hoef je [als manager] nergens meer te solliciteren" (Smit, 1999, blz. 76). Ook in België stelt Renneboog (1996) een groot verloop onder de voorzitter en de andere le-

den van het directiecomité vast, naarmate de aandelenreturn zowel op korte als op lange termijn beschouwd laag is, naarmate de bedrijfswinst vóór of na belastingen negatief is of naarmate de dividenduitkeringen met meer dan 25% dalen. Indien managers door negatief nieuws de waarde van de aandelen willen doen dalen, stippen ze de onderneming bovendien meteen aan als koopwaardig voor een eventueel vijandig overnamebod (Manne, 1965). Hoewel een vijandig bod in de Belgische context vrijwel uitgesloten is (Engelen, 1997b, blz. 12-14), bestaat er in België niettemin een markt in controlepakketten (Renneboog, 1996). Naarmate de prestaties van Belgische beursgenoteerde vennootschappen slechter zijn, stijgt de aandeelhoudersconcentratie in de daaropvolgende periode en volgen er ontslagen bij het slecht presterende management. Tot slot kan het uitbuiten van negatief nieuws door het management opgevangen worden door een verbod op *short-selling*. Hierdoor wordt het management verhinderd te verhandelen op basis van negatief nieuws (Macey, 1991).

Daarnaast zal ook de bestuurdersaansprakelijkheid van artikel 62 van de Vennootschapswet²⁰ en een mogelijke minderheidsvordering overeenkomstig artikel 66bis van de Vennootschapswet acties van het management beperken die waardevernietigend werken voor de vennootschap. De minderheidsvordering wordt voor rekening van de vennootschap ingesteld door een of meer aandeelhouders die, op de dag waarop de algemene vergadering zich uitspreekt over de aan de bestuurders te verlenen kwijting, effecten bezitten die ten minste één procent vertegenwoordigen van de stemmen verbonden aan het geheel van de op die dag bestaande effecten (of op diezelfde dag effecten bezitten die een gedeelte van het kapitaal vertegenwoordigen ter waarde van ten minste vijftig miljoen frank). Indien de bestuurders niet handelen in het belang van de vennootschap, kan de algemene vergadering aldus de kwijting van de bestuurders op basis van art. 79 Venn.W. weigeren. Merk volledigheidshalve op dat de aansprakelijkheid uit hoofde van het dagelijks bestuur

20 De bestuurders zijn overeenkomstig het gemeen recht verantwoordelijk voor de vervulling van de hun opgedragen taak en aansprakelijk voor de tekortkomingen in hun bestuur. Zij zijn, hetzij jegens de vennootschap, hetzij jegens derden, hoofdelijk aansprakelijk voor alle schade die het gevolg is van overtreding van de bepalingen van de vennootschapswet of van de statuten van de vennootschap. Daarnaast moet ook de aansprakelijkheid voor een kennelijk grove fout die heeft bijgedragen tot het faillissement (art. 63ter Venn.W.) en de gemeenrechtelijke aansprakelijkheid op basis van art. 1382 B.W. vermeld worden.

wordt bepaald overeenkomstig de algemene regels van de lastgeving (art. 63 Venn.W.).

Het tweede bezwaar, dat handel met voorkennis als verloningssysteem het management zou aanzetten tot een gerichtheid op de korte termijn, geldt net zo goed voor het toekennen van aandelenopties of het toekennen van een aandelenpakket aan het management. Voor dergelijke verloningsvormen wordt dit opgelost door een verplichte minimale bezitsduur voor aandelenpakketten op te leggen of door het toekennen van Europese callopties (slechts uitvoerbaar op vervaldag) of van Bermuda callopties (slechts gedurende een bepaald gedeelte van de looptijd uitvoerbaar) in plaats van Amerikaanse callopties (de volledige looptijd uitvoerbaar). Dergelijke rem op kortetermijnacties vanwege het management kan ook in het geval van handel met voorkennis als verloningsvorm bekomen worden. De wetgever zou, naar analogie met sectie 16(b) van de Amerikaanse Securities Exchange Act van 1934, zogenaamde *short swing profits* kunnen verbieden.²¹ Deze bepaling viseert immers "officers"²², "directors"²³ en aandeelhouders die meer dan tien procent van de aandelen van de betrokken onderneming bezitten, die winsten behalen uit koop- en verkooptransacties (of omgekeerd) van aandelen waartussen een termijn van minder dan zes maanden ligt (Phillips en Zutz, 1984, blz. 71-72). Zij kunnen dan verplicht worden om deze *short swing profits* af te staan aan de betrokken vennootschap op vordering

21 Sectie 16(b) van de Securities and Exchange Act of 1934: "For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) within any period of less than six months, unless such security was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security purchased or of not repurchasing the security sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction of the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security involved, or any transaction or transactions which the Commission by rule and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection."

22 Dit zijn leden van de raad van bestuur van een vennootschap.

23 Deze groep omvat de volgende personen: president, vice-president, treasurer, secretary, comptroller en andere personen met een vergelijkbare functie. Zie Uniken Venema (1985, blz. 268, noot 16).

van de raad van bestuur of op vordering van een individuele aandeelhouder. Merk op dat sectie 16(b) toepassing vindt zonder dat moet worden nagegaan of er inderdaad sprake is van handel met voorkennis; in geval van dergelijke kortetermijnwinsten wordt het risico dat er met voorkennis gehandeld wordt dermate groot ingeschat dat de afgifte van de *short swing profits* zich volgens de wetgever opdringt (Uniken Venema, 1985, blz. 269).²⁴ Dergelijke bepaling kan ook opgenomen worden bij het toelaten van handel met voorkennis als verloningsvorm. De termijn van zes maanden kan eventueel verlengd worden tot bijvoorbeeld één jaar.

Een derde bezwaar stelt dat managers zelf valse informatie kunnen creëren en die vervolgens kunnen uitbuiten op basis van handel met voorkennis. Toch moet duidelijk ingezien worden dat het hier twee verschillende fenomenen betreft: handel met voorkennis en koersmanipulatie. Zo is het immers perfect mogelijk om handel met voorkennis als verloningsvorm toe te staan en tegelijk een verbod op koersmanipulatie te handhaven. Momenteel voorziet art. 148§2 van de Wet van 6 april 1995 uitdrukkelijk in een dergelijk verbod: "Wie door om het even welk bedriegelijk middel de prijs van financiële instrumenten heeft doen of trachten te doen stijgen of dalen, wordt gestraft met een gevangenisstraf van één maand tot twee jaar en met een geldboete van driehonderd frank tot tienduizend frank." Een dergelijke strafrechtelijke bepaling zal managers er aldus van weerhouden om valse informatie te verspreiden.

Het vierde bezwaar stelt dat handel met voorkennis als verloningssysteem het management zal aanzetten tot het selecteren van meer risicovolle projecten dan de aandeelhouders zouden verkiezen. Nochtans kan hetzelfde bezwaar geuit worden ten opzichte van het toekennen van aandelenopties (DeFusco, Johnson en Zorn, 1990). Wegens hun asymmetrisch risicoprofiel stijgt de waarde van de aandelenopties immers naarmate de volatilititeit van het onderliggende aandeel toeneemt.²⁵ In werkelijkheid zal voor managers het totale risico van de onderneming relevant zijn, terwijl voor aandeelhouders enkel het systematisch of marktrisico

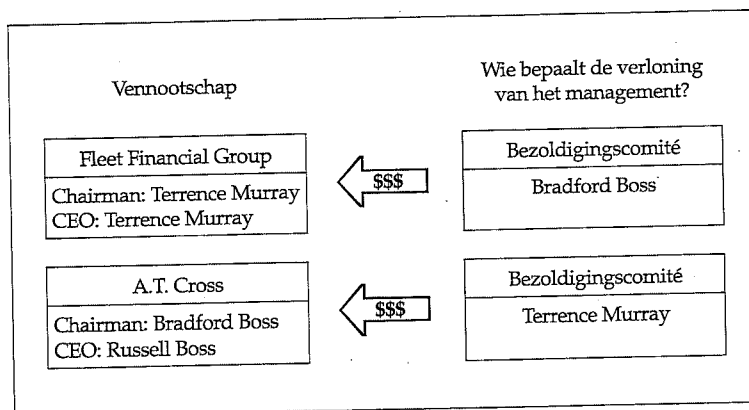
24 Deze bepaling moet samen gelezen worden met sectie 16(a), die aan dezelfde groep personen een publiciteitsvereiste oplegt inzake de eigendom van aandelen in de eigen onderneming.

25 Deze relatie wordt traditioneel uitgedrukt als de "delta" van een optiecontract. Meer formeel is $\Delta = \frac{\partial C}{\partial S}$, waarbij C de waarde van de calloptie weergeeft en S de koers van het onderliggende aandeel.

relevant is, omdat zij het overige risico kunnen wegdiversifiëren in een voldoende gediversifieerde beleggingsportefeuille. Managers kunnen daarentegen hun *human capital* dat zij in de vennootschap hebben geïnvesteerd niet wegdiversifiëren. Immers, projecten met een hoger risicoprofiel doen ook de kans op faillissement toenemen, hetgeen een regelrechte bedreiging betekent voor de waarde van het *human capital* (dat vaak sterk ondernemingsspecifiek zal zijn) en voor de verloning van het management (Coffee, 1986). Door het uitvoeren van risicovolle projecten kunnen aandeelhouders bovendien waarde creëren, terwijl dit ten koste gaat van de schuldeisers. Immers, als de projecten mislukken, zal dit verlies volledig gedragen worden door de schuldeisers, terwijl bij succes de aandeelhouders alle baten binnenhalen. In dat opzicht sluit de positie van het management veeleer aan bij die van de schuldeisers. De opwerping dat handel met voorkennis het management zal aanzetten tot meer risicovolle projecten, is dus voor goed gediversifieerde aandeelhouders geen enkel bezwaar!

Het vijfde bezwaar, dat de algemene vergadering alle controle over de grootte van de vergoeding van het management verliest indien handel met voorkennis wordt toegelaten, is irrelevant, aangezien handel met voorkennis als verloningssysteem een automatische en marktconforme aanpassing voor de waardecreatie door het management bewerkstelligt zonder dat een beroep moet worden gedaan op dure en trage onderhandelingsrondes over loonvorming (zie boven). Bovendien "verliest" de algemene vergadering de controle over de verloning niet; ze beslist immers dat managers, naast hun vast loon, vergoed worden op basis van handel met voorkennis. Ze beslist dus enkel om een marktconforme vergoeding toe te kennen. Uit de bovenstaande analyse bleek immers dat er bij handel met voorkennis een rechtstreekse en automatische koppeling tussen de waarde van de onderneming en de aandelenprijs tot stand komt. Bovendien zou de algemene vergadering op deze beslissing kunnen terugkomen door aan het management een verbod op te leggen om nog verder te handelen op basis van voorkennis en dus te opteren voor een andere verloningsvorm.

Figuur 1. Werking van de bezoldigingscomités van Fleet Financial Group en A.T. Cross.



Bron: Executive PayWatch.

Merk verder op dat het bepalen van de grootte van de vergoeding voor het management door de algemene vergadering of door een bezoldigingscomité vaak niet zo efficiënt werkt als men op het eerste gezicht zou geloven. Zo is het oprichten van een bezoldigingscomité niet onprobleematisch of kosteloos. De leden van een dergelijk comité moeten vergoed worden. Hoe moet dit comité samengesteld worden? Wie houdt toezicht op dit comité? Een mooi voorbeeld van deze problematiek vormt de vergoeding van het reeds eerder genoemde voorbeeld van Terrence Murray, de CEO van Fleet Financial Group (FFG). Zijn jaarlijkse vergoeding wordt toegekend door een bezoldigingscomité. Tot zover geen vuiltje aan de lucht. Uit figuur 1 blijkt dat de voorzitter van het bezoldigingscomité van FFG Bradford Boss is, een persoonlijke vriend. Bradford Boss is de voorzitter van de raad van bestuur van A.T. Cross (ATC) en diens broer Russell Boss is de CEO van ATC. Voorzitter van het bezoldigingscomité van ATC is niemand minder dan Terrence Murray! Beiden zitten dus elkaars bezoldigingscomité voor! Bovendien is FFG de huisbankier van ATC en zorgt FFG tevens voor het pensioenfonds van ATC. Zelfs al is het bezoldigingscomité correct samengesteld of wordt er efficiënt toezicht op uitgeoefend, dan nog blijven de andere bezwaren overeind: traag, duur en niet marktconform. Met het hanteren van handel met voorkennis vermijdt men dergelijke problemen en kosten en bekomt men automatisch een correcte, marktconforme vergoeding voor het creëren van aandeelhouderswaarde.

5. Handel met voorkennis als verloningssysteem uit moreel oogpunt

Handel met voorkennis wordt niet enkel om strikte efficiëntieredenen al dan niet afgewezen; ook morele argumenten spelen een rol en zijn voor de wetgever vaak de meest doorslaggevende. We volgen hierna twee populaire argumenten tegen handel met voorkennis:

- handel met voorkennis toelaten creëert een onfaire situatie voor de kleine belegger;
- handel met voorkennis overtreedt de fiduciaire relatie tussen managers en aandeelhouders.

In de literatuur spelen ook andere argumenten een rol. We beperken ons echter tot deze twee, omdat ze naar onze mening nauw aansluiten bij de discussie over corporate governance in zoverre deze discussie de machtsbalans tussen (referentie)aandeelhouders, bestuurders en directeuren van de onderneming herschikt.

Het meest verspreide argument in ethische discussies over handel met voorkennis is dat er, door handel met voorkennis toe te laten, een inherent oneerlijke situatie ontstaat op de beurs, waarbij insiders een voor-sprong hebben op alle anderen. Een afgeleid argument is dat dergelijke situatie eventueel kan leiden tot een vertrouwensverlies in de goede werking van de beurs en in tweede instantie tot een suboptimaal niveau van investeringen, wat dan weer negatieve welvaartseffecten genereert voor de hele gemeenschap. Hoewel dit *fairness*-argument uitgebreid gehanteerd wordt, lijkt het in realiteit toch eerder een schaamlapje voor wat uiteindelijk een verdelingsprobleem is. Tighe en Michener (1994) tonen aan dat het vooral de professionele marktspelers zijn die zullen winnen bij een verbod op handel met voorkennis en nauwelijks de kleine beleggers. Het is trouwens erg onwaarschijnlijk dat die kleine beleggers voldoende politieke druk zouden kunnen uitoefenen om een dergelijk verbod tot stand te brengen. Van beursprofessionelen kun je dat veel eerder verwachten. Sercu en Vanherpe (1998) zien daarom het verbod voornamelijk als een signaal naar de internationale professionele beleggersgemeenschap dat nationale effectenmarkten betrouwbaar zijn en aantrekkelijk. In een land als België, waar referentieaandeelhouders nog steeds een grote rol spelen, zullen zij de grote winnaars zijn bij een door-gedreven verbod op handel met voorkennis, omdat na de directe insi-der, de referentieaandeelhouder en niet de gewone belegger in de beste positie staat om koersgevoelige informatie te ontdekken en te hanteren.

Uiteindelijk zal een verbod op handel met voorkennis de unfaire situatie niet ongedaan maken, het zal hooguit de ranglijst van winnaars en verliezers herschikken.

Een tweede, sterk moreel geladen argument, dat onder andere door Amerikaanse rechtbanken gehanteerd wordt, is dat handel met voorkennis de fiduciaire relatie tussen aandeelhouders en managers doorbreekt (zie o.a. Moore, 1990, blz. 124). In een situatie van handel met voorkennis eigent de insider zich informatie toe die in feite toebehoort aan de eigenaars van het bedrijf en gebruikt hij deze informatie voor eigen gewin. Hij of zij overtreedt eigendomsrechten en is dus strafbaar. Een helder argument, dat tegelijk erg fundamentele vragen oproept, zoals: wie is de rechtmatige eigenaar van koersgevoelige informatie? Wat als die eigendomsrechten overgedragen worden? We zullen erg kort zijn wat betreft de eerste vraag en iets dieper ingaan op de tweede.

Kan een insider claimen dat hij en hij alleen de rechtmatige bezitter van de koersgevoelige informatie is? Indien dit zo zou zijn, dan vervalt het fiduciaire argument tegen handel met voorkennis. Vanuit een Lockiaans perspectief ligt het voor de hand om het eigendomsrecht op bepaalde informatie toe te kennen aan diegene die de informatie ontdekt of gegeneerd heeft. Maar kunnen we stellen dat informatie over de introductie van een nieuw product, het afsluiten van een grote verkoopovereenkomst of het op handen zijn van een overname toebehoort aan die personen binnen het bedrijf die verantwoordelijk zijn voor het project? Of moeten we niet veeleer stellen dat het uiteindelijk de volledige onderneming is die achter dergelijke, uit ondernemingsoogpunt belangrijke ontwikkelingen staat? De creator van de informatie is uiteindelijk nooit een individu, maar vergt de autoriteit en de kracht van de gehele onderneming. In die zin is de onderneming dan ook de rechtmatige eigenaar van de informatie, net zoals zij de rechtmatige eigenaar is van patenten die eventueel het gevolg zijn van een duidelijk toewijsbare individuele inspanning. Net zo min als de onderzoeker deze wetenschappelijke informatie tot eigen nut kan hanteren (tenzij zijn (fiduciair) contract dit anders bepaalt), net zo min kan de ontdekker van economische informatie deze voor eigen gewin gebruiken.

Het argument is ongetwijfeld niet geheel onproblematisch (kan men werkelijk claimen dat een bepaalde doorslaggevende wetenschappelijke ontdekking de eigendom is van een bedrijf binnen wiens muren de ontdekking gebeurde?), maar voorlopig zullen we aannemen dat koersge-

voelige informatie in eerste instantie toebehoort aan de onderneming zelf. Dit creëert de mogelijkheid om die informatie of minstens het gebruiksrecht ervan over te dragen aan derden. Bovendien kunnen er goede redenen zijn om die informatie effectief over te dragen. Om dat aan te tonen moeten we terug naar de fiduciaire relatie tussen aandeelhouders en managers.

Fiduciaire relaties worden gekenmerkt door afhankelijkheid en het schenken van vertrouwen. Je vindt ze doorheen onze hele maatschappij en ze zijn ontegensprekelijk essentieel voor de goede werking van de economie. In het geval van de onderneming schenken aandeelhouders hun vertrouwen aan managers van wie zij verwachten dat ze die onderneming zullen beheren in het belang van de eigenaars. Het is duidelijk dat, indien de belangen van eigenaars en managers op bepaalde punten uiteenlopen, dit de fiduciaire relatie bedreigt. En het is op dat moment dat de onder economen goed bekende agency-theorie haar nut bewijst. Het doel van de agency-theorie is een contract ontwerpen dat het mogelijk maakt om de belangentegenstelling tussen *principal* en *agent* minimaal te maken, met op de achtergrond de economische redenering dat, indien het eigenbelang van beide partijen in dezelfde richting wijst, de relatie het meest stabiel verloopt. Maar een insider heeft er per definitie geen voordeel bij om zijn informatie te delen, ook niet met de eigenaars van de onderneming. In die zin bedreigt handel met voorkennis de stabiliteit van de fiduciaire relatie en is er uit agency-oogpunt een reden om het gebruiksrecht op die informatie over te dragen naar de managers (creators) van de informatie. Daarnaast zijn er, zoals hierboven reeds aangetoond, goede efficiëntiegronden om het recht af te staan. Handel met voorkennis toelaten verzekert een marktconforme beloning voor de manager en geeft dus uitstekende incentives tot innovatie; het vermijdt dure, herhaalde loononderhandelingen met topmanagers en is voor de kleine belegger de goedkoopste manier om het topmanagement te betalen. Immers, de hogere variabele verloningsvorm maakt het mogelijk het basisloon laag te houden en de voorkennis die hij wegschenkt zou hem toch nooit bereikt hebben. Als de overdracht eenmaal voltrokken is, verdwijnt tegelijk het argument tegen handel met voorkennis dat steunt op een schending van de fiduciaire relatie.

Maar voor ethici is de kous hiermee niet af. Jennifer Moore (1990) wijst erop dat ook na overdracht van het gebruiksrecht, de fiduciaire relatie bedreigd wordt door handel met voorkennis toe te laten. De drie belangrijkste argumenten zijn:

1. managers kunnen negatief nieuws omzetten in persoonlijk gewin en zo waardevolnietigend werken voor de onderneming;
2. managers kunnen valse informatie hanteren om waarde te creëren; en
3. handel met voorkennis toelaten leidt de aandacht van het management af van het goede dagelijkse beheer van de onderneming.

Het is merkwaardig om te zien hoe gelijklopend zowel de ethische als de economische discussie op dit vlak zijn! We hoeven hier niet verder in te gaan op deze argumenten, de antwoorden werden reeds geformuleerd in punt 4.B.

De conclusie is duidelijk: indien we onze aandacht beperken tot twee groepen, aandeelhouders en managers, dan bestaat er geen goede reden om handel met voorkennis als verloningsvorm af te wijzen. Handel met voorkennis hoeft de fiduciaire relatie niet te bedreigen, er is een contract denkbaar dat het gebruiksrecht op deze informatie overdraagt zonder dat de aandeelhouders daar slechter van worden. Als beloningssysteem lijkt het ons bovendien niet erg ver af te staan van de op dit moment erg populaire optiepakketten. De betalingswijze van het management is vrijwel identiek, met een grote nadruk op het variabele loongedeelte, dat volledig gestuurd wordt door het fatum van de financiële markten en niet door de algemene vergadering. Zo evolueerde de waarde van de 24 miljoen aandelenopties in handen van Michael Eisner van 409,7 miljoen USD op 4 mei 1998 tot 21 miljoen USD op 9 oktober 1998 (*The Economist*, 28 november 1998, blz. 82). Alleen vormen optiepakketten een tweedebeste oplossing in de zin dat men de uitoefenprijs van de optie vrijwel blindelings dient te bepalen. Om het loon marktconform te houden, zal men verplicht zijn herhaaldelijk in loononderhandelingen te treden. Handel met voorkennis, daarentegen, is een marktconforme vergoeding die deze kosten vermijdt!

Keren we even terug naar het debat over corporate governance. Lang vóór er sprake was van een Cadbury-rapport werd de verhouding tussen managers en aandeelhouders omschreven als een fiduciaire relatie. Ethici hebben erop gewezen dat dit een diepe relatie is, die ernstig genomen dient te worden, niet alleen omdat de goede werking van de individuele onderneming ervan afhangt, maar vooral omdat het afbrokkelen van fiduciaire relaties uiteindelijk de ondergang betekent van het economische uitwisselingsproces op zich. Handel met voorkennis lijkt een typevoorbeeld van een breuk in de vertrouwensrelatie. Verleid door een unieke kans, verlaat de agent-manager zijn vertrouwde rol en gaat solo.

De breuk is onherstelbaar. Maar wat als de aandeelhouders-managers het recht geven om die unieke kans te grijpen? Dan is er niet langer sprake van een vertrouwensbreuk en verdwijnt er minstens één verleiding die de fiduciaire verhouding zou kunnen verstoren. Voor *shareholder value*-filosofen als Warren Buffet moet dit betoog overtuigend klinken. Wanneer het aandeelhouderschap ruim verspreid ligt over de samenleving, dan stijgt het belang van de fiduciaire relatie. Welnu, handel met voorkennis toelaten bedreigt niet alleen de fiduciaire relatie *niet*, het versterkt ze veeleer in de zin dat een mogelijke conflictpool opgelost raakt en dit zonder de talrijke kleine beleggers te schaden, aangezien die toch nooit in een positie stonden om van de voorkennis gebruik te maken. Bovendien geeft deze verloningsvorm uitstekende incentives aan managers om meerwaarde voor de aandeelhouders te creëren.

Is er nog enige grond voor de ethicus om handel met voorkennis ter discussie te stellen? Het antwoord ligt in de inleiding van deze tekst: het schandaal van weddes van topmanagers. In de jaren vijftig verdiende de baas van een onderneming gemiddeld 40 maal meer dan zijn arbeiders, vandaag verdient hij in de VS zowat 300 maal meer. De topmanager heeft een "*star*"-statuut gekregen, met de daarbijhorende exuberante lonen. Dit is veel minder het geval in Japan, waar diezelfde baas zowat 30 maal meer verdient dan zijn arbeider. Een bedrijf zoals Herman Miller legt de limiet op 20 maal het loon van de arbeider en Ben & Jerry op slechts 7 maal het loon van de arbeider (Alexandra, 1998). Het gaat hier duidelijk om een andere visie op het bedrijf. Vanuit de *shareholder value*-filosofie die meer en meer de ideologie van de financiële wereld wordt, valt er geen enkel schandaal te bespeuren. De lonen van topmanagers zijn marktconform en het oordeel van de markt wordt gevormd door mensen met autonome preferenties die niet ter discussie gesteld dienen te worden door een paternalistische staat. Maar indien men het bedrijf denkt als een geïntegreerde gemeenschap, die niet functioneert als een eiland in deze maatschappij, dan zal het probleem van de *verdelende rechtvaardigheid* nauwlettend gevolgd moeten worden. Mensen zijn gevoelig voor ongelijkheden, zoals overigens blijkt uit het succes van websites als *Executive Paywatch*, en als die ongelijkheden uit de hand lopen, dan zal dit de inzet ten aanzien van de onderneming zeker beïnvloeden. Opgemerkt moet worden dat deze opmerking voor alle vormen van verloning geldt; dus zowel voor handel met voorkennis als voor aandelenopties en aandelenpakketten!

6. Besluit

Dit artikel heeft als enige ambitie om het dogmatische denken over de verloningssystemen voor managers te doorbreken. Het artikel toont in het bijzonder aan dat handel met voorkennis een valabele vorm van verloning kan zijn. Deze verloningsvorm verdient daarom mee in overweging genomen te worden, naast meer traditionele vormen als aandelenpakketten of aandelenopties. Zowel uit de economische als uit de ethische analyse komt naar voren dat handel met voorkennis een immens voordeel heeft ten opzichte van andere verloningsvormen. Door een automatische marktconforme verloning vermijdt men immers trage, dure en inefficiënte onderhandelingsrondes tussen de vennootschap en het management. Als verloningssysteem staat handel met voorkennis niet ver af van de momenteel erg populaire aandelenopties. Uit de bovenstaande analyse kwam evenwel tot uiting dat optiepakketten veeleer een *second best* oplossing vormen ten opzichte van handel met voorkennis.

Referenties

- ALEXANDRA, A. (1998), Executive Compensation, *Encyclopedia of Applied Ethics*, deel 2, blz. 197-201.
- BAKER, G.P., M.C. JENSEN en K.J. MURPHY (1988), "Compensation and incentives: practice versus theory", *Journal of Finance*, jg. 43, blz. 593-616.
- BAYSINGER, B. en H. BUTLER (1985), "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition", *Journal of Law, Economics and Organisation*, blz. 650-657.
- BERLE, A.A. en G.C. MEANS (1997), *The Modern Corporation and Private Property*, herziene versie, New York, Transaction Publishers, New Jersey.
- BLUMBERG, J.P. (1998), "Het directiecomité in het corporate governance debat", *V&F*, blz. 140-146.
- BRICKLEY, J. en C. JAMES (1987), "The Takeover Market, Corporate Board Composition and Ownership Structure: the Case of Banking", *Journal of Law and Economics*, jg. 30, blz. 161-181.
- BRICKLEY, J., S. BHAGAT en R. LEASE (1985), "The Impact of Long Range Managerial Compensation Plans on Shareholders' Wealth", *Journal of Accounting and Economics*, april, blz. 115-129.
- BRINDISI, L. (1985), "Creating Shareholder Value: a New Mission for Executive Compensation", *Midland Corporate Finance Journal*, winter.
- CARLTON, D. en D. FISCHER (1983), "The Regulation of Insider Trading", *Stanford Law Review*, blz. 857.
- COCHRAN, P.L. en S.L. WARTICK (1994), "Corporate governance: a review of literature", in: R.I. TRICKER, *International corporate governance: text, readings and cases*, New York, Prentice-Hall.
- COFFEE, J.C. (1986), "Shareholders versus Managers: The Strain in the Corporate Web", *Michigan Law Review*, jg. 85, blz. 37.
- COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE, december 1992, Londen.
- CORNELIS, L. en A. FRANÇOIS (1995), "De doorwerking van komende Europese regelgeving in het vennootschapsrecht. Europese beïnvloeding van de Belgische corporate governance?", *R.W.*, jg. 1995-96, 1180-1192.
- COUGHLAN, A.T. en R.M. SCHMIDT (1985), "Executive Compensation, Managerial Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation", *Journal of Accounting and Economics*, blz. 43-66.
- DAEMS, H. (1997), "De Vlaamse Corporate Governance-variant", in: KEULENEER, L., R. KAMERLING en W. VERHOOG, *Vijftien over Governance*, Samsom.
- DEFUSCO, R., R. JOHNSON en T. ZORN (1990), "The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders", *Journal of Finance*, juni, blz. 617-628.
- DE KOSTER, P., T. DENYS en I. VANDERREKEN (1997), "Financiële participatie voor werknemers", *V&F*, blz. 355-368.
- DE KOSTER, P., D. DESSERS en I. VANDERREKEN (1998), "Aandeelhouderschap voor werknemers", *V&F*, blz. 73-82.
- DE KOSTER, P. en I. VANDERREKEN (1997), "Winstparticipatie", *V&F*, blz. 203-214.
- DENT (1981), "The revolution in corporate governance, the monitoring board, and the director's duty of care", *B.U.L. Review*, jg. 61, blz. 623.
- EASTERBROOK (1981), "Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information", *Supreme Court Review*, blz. 309.
- ENGELN, P.J. (1996), "De regelgeving omtrent handel met voorkennis. Een juridisch-economische benadering", *KB-Weekberichten*, 27 september, nr. 24.
- ENGELN, P.J. (1997a), "In Defense of Insider Trading. An Economic Analysis of Belgian Insider Trading Regulation", *Cahiers Économiques de Bruxelles*, nr. 156, blz. 349-372.
- ENGELN, P.J. (1997b), *Corporate governance in België: een tour d'horizon*, Working paper, Departement Bedrijfseconomie, UFSIA, nr. 97-259, december, 49 blz.
- ENGELN, P.J. (1998), "Journalisten, koersgevoelige informatie en handel met voorkennis", *V&F*, nr. 3, blz. 305-315.
- FAMA, E. (1980), "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, blz. 288-307.
- FISCHER, D.R. (1982), "The corporate governance movement", *Vanderbilt Law Review*, vol. 35, blz. 1259-1292.
- FIZEL, E. en K. LOUIE (1990), "CEO Retention, Firm Performance and Corporate Governance", *Managerial and Decision Economics*, jg. 11, blz. 167-176.
- FRANKS, J., C. MAYER en L. RENNEBOOG (1996), *The Role of Large Stakes in Poorly Performing Companies in the UK*, KUL, Departement TEW, onderzoeksrapport nr. 9636, 27 blz.
- HARRISON, J., D. TORRES en S. KUKALIS (1988), "The Changing of the Guard: Turnover and Structural Change in the Top-management Positions", *Administrative Science Quarterly*, jg. 33, blz. 211-232.

- HADDOCK, D. en J. MACEY (1986), "A Coasian Model of Insider Trading", *Northwestern University Law Review*, blz. 1469.
- HOPT, K.J. (1994), "Labor Representation on Corporate Boards: Impacts and Problems for Corporate Governance and Economic Integration in Europe", *International Review of Law and Economics*, blz. 203 e.v.
- JENSEN, M.C. en W.H. MECKLING (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, jg. 3, blz. 305-360.
- KAPLAN, S.N. (1994), "Top Executives, turnover and firm performance in Germany", *Journal of Law, Economics and Organisation*, jg. 10, blz. 142-159.
- KESNER, I. en R. JOHNSON (1990), "An Investigation of the Relation Between Board Composition and Stockholder Suits", *Strategic Management Journal*, jg. 11, blz. 327-336.
- LAGA, H. (1995), "Belangenconflicten, aantal bestuurders en schriftelijke besluitvorming in de N.V.", in: *De Nieuwe Venootschaps wetten van 7 en 13 april 1995*, Jan Ronse Instituut (ed.), verslagboek van de Leuvense venootschapsdagen van 18 en 19 mei 1995, Biblio, blz. 175-223.
- LARCKER, D. (1983), "The Association Between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment", *Journal of Accounting and Economics*, blz. 3-30.
- MACEY, J. (1991), *Insider Trading: Economics, Politics and Policy*, AEI Press, Washington, DC.
- MANNE, H.G. (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, blz. 110-120.
- MEHRAN, H. (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, jg. 38, blz. 2 e.v.
- MOERLAND, P.W. (1995), "Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems", *Journal of Economic Behavior and Organisation*, jg. 26, blz. 19.
- MOERLAND, P.W. (1995), "Corporate Ownership and Control Structures: An International Comparison", *Review of Industrial Organisation*, jg. 10, blz. 446.
- MOORE, J. (1990), "What is really unethical about insider trading?", *Journal of Business Ethics*, jg. 9, blz. 171-182.
- MORCK, R., A. SHLEIFER en R.W. VISHNAY (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, blz. 293-315.
- MURPHY, K. (1985), "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, blz. 179-203.
- PHILLIPS, R.M. en R.J. ZUTZ (1984), "The Insider Trading Doctrine: A Need for Legislative Repair", *Hofstra Law Review*, blz. 71.
- RECHNER, P. en D. DALTON (1991), "CEO Duality and Organisational Performance: a Longitudinal Analysis", *Strategic Management Journal*, jg. 12, blz. 155-160.
- RENNEBOOG, L. (1996), *Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange*, KUL, Departement TEW, onderzoeksrapport nr. 635, 37 blz.
- ROSENSTEIN, S. en J. WATT (1990), "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, jg. 26, blz. 175-192.
- SCHOTTEL, B. (1997), "Wie is de onafhankelijke bestuurder van art.60bis?", *V&F*, blz. 277-295.
- SCOTT (1980), "Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Pricing", *Journal of Legal Studies*, blz. 801.
- SERCU, P. en G. VANHERPE (1998), Insider-trading: een economische beoordeling, *Tijdschrift voor Economie en Management*, jg. 43, blz. 105-136.
- SMIT, J. (1999), *De nieuwe rijken. Miljonairs in Nederland*, Prometheus, 164 blz.
- SODERQUIST (1980), "Reconciling shareholders' rights and corporate responsibility: close and small public corporations", *Vanderbilt Law Review*, jg. 33, blz. 1387.
- STOLLE, L. (1996), *Belangenconflicten na 1 juli 1996*, Ced-Samsom, 94 blz.
- TIGHE, C. en R. MICHENER (1994), "The political economy of insider trading", *Journal of Finance*, jg. 47, nr. 5, blz. 1661-1699.
- UNIKEN VENEMA, C. (1985), "Misbruik van voorwetenschap", *T.V.V.S.*, blz. 265-280.
- VAN HULLE, C. (1996), "Corporate governance: een overzicht van disciplineringsmechanismen en empirische evidentie", *Tijdschrift voor Economie en Management*, blz. 81-129.
- VERMAELEN, T. (1986), "Encouraging information disclosure", *Tijdschrift voor Economie en Management*, blz. 439.
- WARNER, J.B., R.L. WATTS en K.H. WRUCK (1988), "Stock Prices and Top Management Changes", *Journal of Financial Economics*, blz. 461-492.
- WEISBACH, M. (1988), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, blz. 431-460.
- WEISS (1981), "Social Regulation of Business Activity: Reforming the Corporate Governance System to Resolve an Institutional Impasse", *U.C.L.A. Law Review*, jg. 28, blz. 343.
- WILLIAMSON, O. (1984), "Corporate Governance", *Yale Law Journal*, jg. 93, blz. 1197-1230.
- WYMEERSCH, E. (1995), "Nieuwe regelen inzake bestuur", in: E. WYMEERSCH en H. BRAECKMANS (ed.), *Het gewijzigde venootschapsrecht 1995*, blz. 139.
- YUNGSAN, K. (1993), *Reputation, Managerial Labor Market and Chief Executive Officer Turnover in Large Companies*, proefschrift, University of California at Los Angeles.

Abstract

Insider Trading from a Corporate Governance Perspective: An Economic and an Ethical Analysis

A corporate governance mechanism to align the interests of management and shareholders is the usage of equity-linked remuneration schemes. A review of such remuneration schemes is invariably limited to stock options, profit sharing and shares of stock. Insider trading by management is a priori excluded as remuneration scheme. This article attempts to go beyond this dogmatic view and demonstrates that insider trading can be a valid alternative as an appropriate remuneration of management. Both from an efficiency point of view and from a moral point of view, it is demonstrated that insider trading is the only remuneration scheme that delivers a correct market-based compensation for the creation of company value by management. Moreover, it is demonstrated that stock options are only a second-best solution for the remuneration of management compared to insider trading.