

Aandeleninkoop en waardecreatie

Arnoud W.A. Boot en Kees Cools

SAMENVATTING Tussen 2000 en 2012 is het bedrag dat Nederlandse beursfondsen besteden aan aandeleninkoop vertienvoudigd, van 2 miljard euro in 2000 tot 20 miljard euro in 2011. Modigliani en Miller (M&M) hebben ons al in 1958 geleerd dat schuiven met geld, dus ook aandeleninkoop, geen waarde creëert, behalve als de fiscus meebetaalt in de vorm van aftrekbaarheid van rente op vreemd vermogen. Een tweetal op asymmetrische informatie gebaseerde verfijningen kunnen duiden op waardecreatie, veelal is echter sprake van misvattingen. Misvattingen duiden meestal op gebrek aan inzicht in de kern M&M-inzichten en/of een geloof in boekhoudkundige grootheden – zoals winst per aandeel – die door aandeleninkoop te beïnvloeden zijn maar ten principale niets met waardecreatie van doen hebben. Het bestaan van asymmetrische informatie tussen management en beleggers kan aandeleninkoop een positieve signaalwerking geven, en eveneens van waarde zijn als een soort commitment dat overtollige kasmiddelen niet kunnen worden verspild. We gaan in op de druk die analisten en beleggers uitoefenen op het management om excessief aandelen in te kopen. Verder bespreken we machogedrag van bestuurders dat tot een onverantwoord agressieve inkoop van aandelen kan leiden. We beschrijven ook de recente ervaringen van KPN met aandeleninkoop.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Veel ondernemingen kopen aandelen in of overwegen dat. De druk uit de markt om hieraan mee te doen is groot, maar niet zonder risico's. Management moet derhalve een goede afweging kunnen maken. Omgekeerd moeten ook analisten en beleggers beter begrijpen wat wel en niet de merites van aandeleninkoop zijn.

1 Inleiding

De populariteit van het terugkopen van aandelen door ondernemingen is weer gestaag stijgende. Nadat in de Verenigde Staten aandeleninkoop al decennia lang een standaard-financieringsinstrument was, vond in 1989 de eerste aandeleninkoop in Europa plaats, althans, in het Verenigd Koninkrijk (Cools en Vermaelen, 1991). Daarna is het verder de Noordzee overgewaaid en is het ook op het Europese vasteland toegevoegd aan het standaard-financieringsinstrumentarium van ondernemingen. Tussen 2000 en 2012 is het bedrag dat Ne-

derlandse beursfondsen besteden aan aandeleninkoop vertienvoudigd, van 2 miljard euro in 2000 tot 20 miljard euro over heel 2011.

De moeilijke economische situatie van de afgelopen jaren leidde tot enige terughoudendheid, maar de remmen zijn (weer) los. Met name in de Verenigde Staten lijkt het wel dat analisten niets liever hebben dan dat ondernemingen op massale schaal permanent aandelen terugkopen. Bestuurders voelen zich – al dan niet gedwongen – geroepen hierop in te gaan. Voor Europa is de realiteit niet veel anders. Het Angelsaksische enthousiasme voor aandeleninkoop lijkt ook onze ondernemingen te infecteren. In eigen land startte in maart 2013 Ahold met de inkoop van aandelen ter waarde van € 500 miljoen en ook bijvoorbeeld Nutreco en Reed Elsevier hebben rond diezelfde tijd aangekondigd aandelen te zullen inkopen, nadat Randstad een aandeleninkoopprogramma net had afgerond. Aan de andere kant van het Kanaal kondigde oliegi-gigant BP eind vorig jaar aan voor € 4,7 miljard aandelen in te zullen kopen en bij de oosterburen kocht Siemens rond dezelfde tijd voor € 1,1 miljard aandelen in.

Aandeleninkoop kan gezien worden als een manier om overtollige kasmiddelen terug te geven aan beleggers of om puur de financiële leverage te verhogen. Zeker in het eerste geval lijkt het verdacht veel op het uitkeren van dividend. Er zijn echter aanzienlijke verschillen in de manier waarop beide instrumenten worden gebruikt. Dividendbeleid is er doorgaans op gericht een relatief stabiele stroom middelen naar beleggers te laten lopen, veelal proportioneel aan een afgevlakt gemiddelde van de geprognosticeerde winststroom. Doorgaans wordt tussen de 40% en 50% van de winst aan dividend uitgekeerd.

Aandeleninkoop is vaak agressiever en mogelijk wispelturiger dan dividenduitkeringen. Een belangrijke vraag is of het verschijnsel aandeleninkoop, en de grote aandacht hiervoor bij analisten en sommige beleggers, een voorbeeld is van hoe financiële markten beursgenoteerde ondernemingen onder druk kunnen zetten waardoor ondernemingen te scherp aan de wind gaan varen door

hun kapitaalbasis – de solvabiliteit en ook liquiditeit – al te zeer uit te hollen. Zo kocht ING tot zelfs in het jaar 2008 aandelen in terwijl ze later in dat jaar – met nieuw aandelenkapitaal – gered moest worden door de Nederlandse overheid. De leverage liep in de aanloop tot de crisis van 2008 dusdanig sterk op dat ING nog maar 1,5% eigen vermogen op de balans had staan. Meer recentelijk is KPN in de problemen gekomen na een jarenlange agressieve inkoop van aandelen. Op de casus KPN gaan wij in paragraaf 5 uitgebreid in.

Een belangrijke vraag is of aandeleninkoop ook maar iets met waardecreatie te maken heeft. Wat bepaalt de prestaties van een onderneming? Betreft dit niet de innovatieve kracht van een onderneming, het efficiënt en flexibel weten te voorzien in (en te anticiperen op) de behoeften van klanten, dus het bewerkstelligen van een superieure en competitieve positionering? Dergelijke vragen stellen is bijna hetzelfde als ze beantwoorden. De kern van ons antwoord zal zijn dat aandeleninkoop inderdaad weinig of geen waarde creëert, en dat het soms zelfs waarde kan vernietigen. Het kan soms zinvolle druk zetten om effectiever te opereren, maar die druk kan ook te hoog worden. Waarde wordt ten ene malen gecreëerd aan de linkerkant van de balans, namelijk bij de activiteiten van de onderneming. De passivakant – dus de wijze van financiering van de onderneming – moet faciliterend zijn. Een onderneming die door een te scherpe financiering speelruimte verliest, en zich dus belemmerd ziet in haar activiteiten, raakt achterop, loopt te grote risico's, gaat mogelijk sturen op dagkoersen, en verliest dan de lange termijn uit het oog.

Waardecreatie, en dus ook aandeelhouderswaarde, heeft met de lange termijn te maken – het gaat namelijk over de contante waarde van toekomstige kasstromen. Aandeleninkoop is ten principale een kortetermijnactie die weinig innovatiekracht vraagt. Het is in wezen even complex als het beleggen op financiële markten, iets wat u en wij elke dag naar believen zouden kunnen doen. Analisten die suggereren dat aandeleninkoop tot een hogere aandelenkoers leidt, moeten daarom met enige scepsis worden tegemoet getreden. Aandelen inkopen lijkt immers niet veel meer dan het verplaatsen van geld. Als tegen de juiste prijs aandelen worden ingekocht waarom zou dat geld opleveren, en voor wie?

Toch hechten partijen in de financiële markten vaak grote waarde aan aandeleninkoop. Er staat druk op ondernemingen. Dit ontkennen zou naïef zijn. Ondernemingen, zeker als de ontwikkeling van de aandelenkoers op de beurs even tegenvalt, lijken vaak weinig weerstand te kunnen bieden aan die druk.

Alle reden dus om dit verschijnsel serieus te nemen. Zijn ondernemingen 'overgeleverd' aan de druk vanuit

financiële markten? Het meer opportunistische karakter van aandeleninkoop en de pressie die ondernemingen hieromtrent ervaren, vormen in belangrijke mate de motivatie voor dit artikel.¹ Wij analyseren hoe tegen aandeleninkoop moet worden aangekeken. Wat zouden valide argumenten pro kunnen zijn, en waar is sprake van misconcepties? Deze analyse geeft ons ook de gelegenheid om de kerninzichten van de financieringstheorie, en de logica van het raamwerk van de financieringstheorie in het bijzonder, te schetsen. Wij zien te veel misvattingen in de toepassing van de financieringstheorie in de praktijk.

De indeling van het artikel is als volgt. In paragraaf 2 staat het denkkader van de financieringstheorie centraal, dat weinig ruimte laat voor aandeleninkoop als waardecreërende strategie. Paragraaf 3 gaat in op de mogelijke signaalwerking en commitment die van aandeleninkoop kan uitgaan, en mogelijk de wenselijkheid van aandeleninkoop kan rationaliseren. Boekhoudkundige drogredeneringen worden besproken in paragraaf 4. Paragraaf 5 gaat over de casus KPN. In paragraaf 6 gaan wij specifiek in op de financiële sector omdat in deze sector aandeleninkoop een nog dominantere rol lijkt te spelen. De conclusies zijn opgenomen in paragraaf 7.

2 Aandeleninkoop en de theorie van de financieringsleer

Een veel gehoorde redenering in de huidige discussie over aandeleninkoop luidt dat door aandeleninkoop de winst per aandeel stijgt, zeker als de inkoop wordt gefinancierd met laag renderende kasmiddelen. Wij zullen laten zien dat deze constatering juist is. Het is de kern van het probleem. Een op zich juiste en simpele constatering die nota bene ook nog goed klinkt, de winst per aandeel stijgt, moet met een ingewikkelder verhaal worden ontkracht. U ziet de bestuurders en commissarissen al afdwalen. Hogere winst per aandeel is goed, wat zeuren we dan nog? Het helpt meestal wel iets als je er tegen inbrengt dat het inkopen van een aandeel tegen de juiste koers, het bedrijf zelf niet vooruit brengt. Je betaalt immers de juiste prijs voor een aandeel, dat geld verdwijnt uit de onderneming, hoe kan er dan meer overblijven voor de overblijvende aandeelhouders? Maar de winst per aandeel stijgt, dus heeft het toch zin...

Hoe op te boksen tegen dergelijke misvattingen? Hoe uit te leggen dat een hogere winst per aandeel nooit als zuivere maatstaf mag worden gebruikt? Hoe uit te leggen dat winst per aandeel, maar ook rendement op eigen vermogen, niets zegt over waarde zolang niet gelijktijdig rekening wordt gehouden met het risico waar de aandeelhouder aan bloot staat? En inderdaad, inkoop van aandelen verandert niet alleen de winst per aandeel maar ook het risico.

Ons antwoord is dus: in principe creëert aandeleninkoop geen aandeelhouderswaarde. In een ideale wereld zonder belastingen leidt schuiven met geld niet tot waardecreatie. Dat was de les die Nobelprijswinnaars Franco Modigliani en Merton Miller ons al ruim vijftig jaar geleden hebben geleerd. Immers, het risico van de onderneming stijgt als aandelen worden ingekocht, ongeacht of de inkoop met overtollige kasmiddelen of met vreemd vermogen wordt gefinancierd. Beleggers gaan dan een overeenkomstig hoger rendement op het resterende eigen vermogen eisen. Dus hoewel het lijkt dat de onderneming waarde heeft gecreëerd door 'duur' eigen vermogen te vervangen door 'goedkoop' vreemd vermogen, verandert de waarde van de onderneming niet. De kostenvoeten van vermogen passen zich aan; in het bijzonder het eigen vermogen wordt duurder vanwege het hogere risico voor aandeelhouders.

Het idee achter deze abstracte redenering van Modigliani en Miller is niet anders dan het extra risico en mogelijk extra rendement dat een huiseigenaar op zijn 'eigen vermogen' tegemoet kan zien als hij zijn huis gedeeltelijk met een lening (hypotheek) financiert. Stel dat de waardeontwikkeling van een huis zich komend jaar bevindt tussen minus 10% en plus 30%, met een gemiddelde van 10%. Als een huiseigenaar zijn huis voor 50% met een hypotheek financiert, worden zijn risico en verwacht rendement aanzienlijk groter. In het geval de huizenprijs zakt met 10% gaat dit geheel ten koste van zijn 50% eigen middelen; de verplichtingen op de hypotheek blijven immers gelijk. Zijn eigen vermogen neemt af met maar liefst 20% in plaats van 10%!

Als de huizenprijs daarentegen stijgt met 10%, komt die volledige waardevermeerdering geheel te goede aan de 50% eigen middelen van de huiseigenaar. Die stijgen dan met 20%. Kortom, de mogelijke waardeontwikkeling van de huizenprijs vertaalt zich nu in een rendement op zijn eigen geld dat loopt van minus 20% tot plus 60%, met een gemiddelde van plus 20% (iets minder na betaling van de hypotheekrente). Zijn verwacht rendement is door de gedeeltelijke financiering met vreemd vermogen dus toegenomen, maar hier tegenover staat aanzienlijk meer risico. De afweging tussen risico en rendement is het belangrijkste mechanisme dat de prijsvorming in financiële markten bepaalt. Meer vreemd vermogen vergroot het risico op het eigen vermogen hetgeen de voordelen van een hoger verwacht rendement neutraliseert.

Maar hebben belastingen dan geen invloed? In principe wel. We weten van de financiering van ons eigen huis dat schulden maken wordt gesubsidieerd door de overheid – de aftrekbaarheid van rentebetalingen op hypotheekleningen vermindert de verschuldigde inkomstenbelasting. Als de inkoop van aandelen wordt gefinancierd

door meer vreemd vermogen te nemen geldt in principe hetzelfde; dat vermindert de verschuldigde vennootschapsbelasting. Merk wel op dat het voordeel wat dan wordt toegeschreven aan aandeleninkoop louter veroorzaakt wordt door de fiscale bevoorrechtiging van vreemd vermogen. De nadruk op aandeleninkoop door analisten is echter meestal niet op het belastingvoordeel van financiering met vreemd vermogen gericht, zie bijvoorbeeld de druk op Microsoft en Google. Deze bedrijven hebben meer dan genoeg kasmiddelen om de aandeleninkoop te financieren en hoeven dus geen vreemd vermogen hiervoor aan te trekken.

Voorstanders van aandeleninkoop baseren zich vaak op een ander argument. Aandeleninkoop is volgens hen de aangewezen route om overtollige kasmiddelen kwijt te raken. En dat zou toch geld moeten opleveren. Laag renderende liquide middelen worden immers van de balans verwijderd en de aandeelhouders kunnen elders een hoger rendement (proberen te) realiseren.

Dit argument lijkt overtuigend, maar is in principe onjuist. Aandeleninkoop om overtollige, laag renderende kasmiddelen kwijt te raken creëert als zodanig geen waarde voor de aandeelhouders. Het wijzigt enkel de verhouding tussen risico en rendement. Om dit in te zien beschouw het volgende. De onderneming heeft eigenlijk twee activa: de 'echte' activa die de onderneming vormen – met gegeven het risico een bepaald verwacht en geëist rendement – en het potje kasmiddelen. De kasmiddelen kunnen gezien worden als een beleggingsfonds in veilige overheidsobligaties of bankdeposito's met een dito laag verwacht en geëist rendement. Door in de onderneming te beleggen krijgt de belegger een combinatie van twee 'activiteiten': de veilige overheidsobligatie-activiteit en de 'echte' activiteit. De rendementseis van de belegger zal een gewogen gemiddelde van de twee zijn. Inderdaad is het verwacht rendement van de onderneming omlaag gebracht door het potje overheidsobligaties, maar hetzelfde geldt voor de rendementseis van beleggers.

Het verwijderen van de overheidsobligaties of bankdeposito's door hiermee aandelen terug te kopen zal dus geen waarde opleveren voor de aandeelhouder. Weliswaar gaat het gemiddelde rendement van de onderneming omhoog (de laag renderende obligaties verdwijnen), maar tegelijkertijd neemt het risico toe en stijgt dus de rendementseis van beleggers. IJzeren logica – er zijn geen free lunches...

We kunnen dit ook op een andere manier uitleggen. Mocht een belegger ontevreden zijn over de laag renderende kasmiddelen bij een onderneming, dan kan hij daar zelf iets aan doen. Een eenvoudige oplossing voor de belegger is om zelf bij te lenen en deze middelen te

gebruiken om extra aandelen in de onderneming te kopen. Met een dergelijke 'homemade leverage' stelt de belegger – identiek aan ons voorbeeld over de huiseigenaar – zelf de gewenste (hogere) verhouding tussen risico en rendement samen. Met behulp van de lening wordt meer risico en een hoger verwacht rendement gecreëerd en het effect van de laag renderende opgehoopte kas tenietgedaan. Wat is dan nog de waarde van aandeleninkoop?²

3 Inkoop van aandelen als signaal of commitment

In het voorgaande zijn we uitgegaan van een redelijk perfecte wereld. We hebben het niet gehad over mogelijke fricties tussen beleggers en onderneming en ook niet over een mogelijke informatievoorsprong die het management kan hebben ten opzichte van beleggers. Zodra we fricties en informatieproblemen introduceren kan een aandeleninkoop een andere rol vervullen. Normaliter zou je denken dat het agressief inkopen van aandelen in ieder geval betekent dat je niet echt aan de rand van de afgrond staat, anders zou je het je niet kunnen veroorloven. Aandeleninkoop vermindert immers de flexibiliteit van de onderneming, hetzij door de afname van de liquide middelen, hetzij door de extra financiering middels vreemd vermogen. Er is een buffer verdwenen waardoor snel handelen moeilijker wordt en ook financiële tegenvallers moeilijker kunnen worden opgevangen.

De bereidheid om deze nadelen als onderneming te accepteren is mogelijk eerder aanwezig bij sterkere ondernemingen dan bij zwakke broeders. Dit signaleffect zou aandeleninkoop grosso modo tot goed nieuws moeten bombarderen met een dito positief effect op de aandelenkoers. Een bijkomend (positief) effect is mogelijk dat de onderneming met de aandeleninkoop aangeeft dat zij de huidige aandelenkoers zeker niet te hoog vindt, anders zou zij tegen de huidige aandelenkoers aandelen te duur inkopen. Het is dan mogelijk niet verrassend dat de markt doorgaans licht positief reageert op een aandeleninkoop. Hierbij spelen kracht en imago van de onderneming een belangrijke rol. Merk echter op dat een dergelijke signaalwerking alleen relevant is doordat er informatieproblemen zijn tussen onderneming en buitenstaanders. Immers als iedereen op elk moment alles weet, of althans hetzelfde weet, zijn er geen signalen af te geven. Signalen bestaan bij gratie van informatieverschillen.

Aandeleninkoop kan alleen een positief signaal zijn als slechtere ondernemingen minder genegen zijn een aandeleninkoop te doen. Alleen dan kan uit een aandeleninkoop de conclusie worden getrokken dat gemiddeld sprake moet zijn van een sterkere onderneming, en dus dat er een positief signaal met de aandeleninkoop wordt afgegeven. Dat het ook in de praktijk zo zal werken is niet onwaarschijnlijk. Immers bedrijven

die van zichzelf weten dat ze goed gaan presteren in de toekomst weten dat ze dan relatief gemakkelijk toegang zullen krijgen tot externe financiering. Ze kunnen zich dan nu een aandeleninkoop veroorloven. Dit geldt niet voor ondernemingen die problemen verwachten. Zij willen middelen achter de hand houden om enerzijds mogelijke verliezen op te vangen en anderzijds anticiperen zij op een moeilijkere toegang tot de financiële markt in de toekomst. Zij kunnen zich niet veroorloven scherp aan de wind te varen.

In de praktijk zien we echter dat ondernemingen overmoedig zijn – machogedrag vertonen – en/of de beleggers voor de gek proberen te houden. Als aandeleninkoop een positieve signaalwerking heeft, kunnen zwakkere ondernemingen geneigd zijn de markt (en zichzelf) voor de gek te houden en toch over te gaan tot aandeleninkoop. Door de gemiddeld positieve signaalwerking van aandeleninkoop zou daarmee een korte termijn positief koerseffect kunnen worden behaald. En dat terwijl het management weet dat dit beschadigend zal zijn voor de langere termijn, omdat het geld eigenlijk niet gemist kan worden. Een reden voor dergelijk gedrag kan zijn dat management verwacht promotie te hebben gemaakt of met pensioen te zijn tegen de tijd dat het slechte nieuws bekend wordt, of een beloningscontract heeft dat aanzet tot een dergelijk gedrag, bijvoorbeeld doordat hij op korte termijn kan cashen middels managementopties of verkoop van eigen aandelen.³

Het verraderlijke van de problematiek van aandeleninkoop is dat oorzaak en gevolg voortdurend door elkaar worden gegooid. Sterke ondernemingen kunnen zich veroorloven aandelen in te kopen, maar aandeleninkoop maakt een onderneming niet sterk. Dus hoewel het soms lijkt alsof inkoopoperaties ondernemingen succesvol maken, ligt de causaliteit omgekeerd. Hoogstens kunnen inkoopoperaties succes bestendigen door ondernemingen scherp te houden en zich niet te laten verleiden door de weelde van excessieve liquide middelen. En dit is dan misschien wel de meest overtuigende verdediging van aandeleninkoop. Als sprake is van een excessieve hoeveelheid kasmiddelen op de balans kan het middels aandeleninkoop opofferen hiervan een 'commitment' zijn om die middelen niet te verkwanselen. Vrij besteedbare middelen kunnen immers gaan 'branden' in de broekzakken van bestuurders.

4 Boekhoudkundige drogredenen

We hebben nog niet gesproken over de maatstaven waarmee analisten en bestuurders een waardecreërend effect van het inkopen van aandelen rechtvaardigen. Zo wordt door ondernemingen en analisten gestuurd op ROE (return on equity), EPS (earnings per share, winst per aandeel) en in mindere mate Book Value per Share (boekwaarde per aandeel).

Het inkopen van aandelen zal zowel de ROE als EPS verhogen. Zoals eerder aangegeven geldt dit ongeacht of de inkoop gefinancierd is uit kasmiddelen of met vreemd vermogen. Aandeleninkoop door het vreemd vermogen te verhogen zorgt er voor dat er na aftrek van de kosten van het relatief 'goedkope' vreemd vermogen meer overblijft per eenheid (afgenomen) eigen vermogen. Dat leidt tot een hogere ROE of winst per aandeel. Hier tegenover staat een hoger risico, zoals eerder aangegeven. Hetzelfde geldt als de aandeleninkoop is gefinancierd uit kasmiddelen. Nu verdwijnt een laag rendement op het overblijvende aandelenkapitaal stijgt hierdoor, maar het risico evenzeer.

In de financieringstheorie staat ROE voor het rendement op de marktwaarde van het eigen vermogen. Deze ROE moet hoger zijn naarmate er meer risico is (vandaar dat een aandeleninkoop moet leiden tot een hogere ROE). Analisten en bestuurders gebruiken ROE echter veelal als het rendement op de boekwaarde van het eigen vermogen. Normaliter geldt dan ook dat aandeleninkoop een positief effect heeft op de in boekwaarde gemeten ROE.

Het criterium boekwaarde per aandeel is een meer subtiële. Als de marktwaarde van de aandelen veel hoger is dan de boekwaarde leidt een aandeleninkoop tot een groot 'boekverlies' – veel middelen worden opgeofferd voor een relatief bescheiden aantal 'dure' aandelen dat kan worden ingekocht. De boekwaarde per overblijvend aandeel vermindert dan. Als de marktwaarde lager is dan de boekwaarde geldt het tegenovergestelde. Veel aandelen kunnen worden ingekocht, dus de boekwaarde per overblijvend aandeel wordt verhoogd. Op zich heeft dit geen enkele betekenis. De boekwaarde zegt immers niets over de echte economische waarde – de marktwaarde. Toch zijn bestuurders en analisten geneigd waarde toe te kennen aan een hogere boekwaarde per aandeel. En inderdaad, als aandelen een marktwaarde hebben lager dan de boekwaarde, kun je door aandelen in te kopen de boekwaarde per aandeel verder verhogen en daarmee jezelf en de markt voor de gek proberen te houden.

Een ander probleem is dat de waardecreatie van een onderneming gemeten moet worden als de totale marktwaarde van de onderneming verminderd met het totaal in de onderneming geïnvesteerde vermogen. Dit zijn absolute getallen, en de uitkomst is afhankelijk van rendement en omvang. Een maatstaf zoals ROE geeft alleen het rendement weer en niet de omvang. Maximalisatie van ROE, even los van de onjuistheid ervan om andere redenen, vergeet de omvang. Zo is een rendement van 20% over tien miljoen waarschijnlijk beter dan een rendement van 30% over slechts één miljoen.

5 De casus KPN

Een onderneming uit eigen land die op grote schaal jarenlang aandelen inkocht en direct daarna in problemen kwam is KPN. In 2004 begon KPN met de inkoop van aandelen en is daarmee doorgegaan tot en met 2011. Het jaarlijkse dividend steeg ieder jaar, beginnend met € 0,35 per aandeel in 2004, eindigend met € 0,85 in 2011. Over die periode heeft KPN voor 10 miljard euro aandelen ingekocht en 8 miljard euro dividend betaald. Tegenover die uitkering van 18 miljard euro aan aandeelhouders stond een cumulatieve winst gedurende die jaren van 'slechts' ruim 14 miljard euro. Anders gezegd, gedurende die acht jaar heeft KPN ruim 125% van haar totale winst aan aandeelhouders uitgekeerd. In het laatste jaar, 2011, werd nog voor 1 miljard euro aandelen ingekocht en voor 1,2 miljard euro aan dividend betaald. Het dividend steeg dat jaar nog van € 0,80 naar € 0,85 per aandeel terwijl in datzelfde jaar de EBITDA al daalde van 5,5 miljard naar 5,1 miljard euro. Het jaar daarna, in 2012, daalde de EBITDA verder naar 4,5 miljard euro en halveerde de winst van 1,55 miljard euro naar 0,77 miljard euro. Aanvankelijk werd voor 2012 nog een dividend van € 0,90 per aandeel voorgespiegeld, maar uiteindelijk werd in dat jaar het dividend verlaagd naar 12 eurocent per aandeel en kondigde KPN aan dat voor 2013 vrijwel geen dividend meer zal worden betaald. Inmiddels was de financiële situatie van KPN door teruglopende resultaten dermate slecht geworden dat de onderneming in februari 2013 een claim-emissie aankondigde om daarmee bij aandeelhouders 3 miljard euro op te halen en bij vreemdvermogensverschaffers 1 miljard euro, in de hoop het hoofd boven water te kunnen houden.

Jarenlang was KPN een van de lievelingen van de beurs, onder meer omdat het als zogenaamd 'value stock' ruim meer dan de winst uitkeerde aan aandeelhouders. Bij de start van de aandeleninkoop, op 1 januari 2004, stond het aandeel KPN op € 6,21. Bij het aantreden van de nieuwe CEO in april 2011 was de aandelenkoers tot € 12,26 gestegen en een kleine twee jaar later, op 1 maart 2013 was die in een vrijwel rechte lijn ingezakt tot een schamele € 2,54. Binnen twee jaar ging bijna 80% van de marktwaarde van KPN verloren. Toen KPN in januari 2012 het einde van het aandeleninkoopprogramma aankondigde, was de koers inmiddels al gezakt tot € 8, ongeveer een derde van de marktwaarde was in acht maanden verloren gegaan. In juli van dat jaar werd de dividendverwachting over 2012 verlaagd van € 0,90 naar € 0,35 en vijf maanden later, in december 2012, werd betaling van het slotdividend geschrapt, waardoor voor 2012 slechts het eerder betaalde interimdividend van € 0,12 resteerde. Voor 2013 werd € 0,03 dividend per aandeel aangekondigd. Op 5 februari 2013 kondigde KPN aan dat het via de eerder ge-

noemde claimemissie 3 miljard moest gaan ophalen en daalde de koers die dag met 24%.

Er was niet alleen sprake van een financieel debacle, ook moest KPN toestaan dat de onderneming onder curatele van de grootaandeelhouder – América Móvil – kwam te staan. Essentieel was dat grootaandeelhouder América Móvil zou participeren in een noodzakelijke claimemissie. América Móvil, in handen van 's werelds rijkste man Carlos Slim, kondigde in juni 2012 aan zijn aandelenpakket in KPN uit te willen breiden van 4% tot 27% van de uitstaande aandelen, tegen een koers van € 8. Dat was ruim boven de beurskoers op dat moment, maar het management van KPN vond het bod te laag. Slim slaagde er in 27,7% van de aandelen te kopen, grotendeels via openmarkttransacties. Dat kostte hem in totaal ruim 3 miljard euro.

Direct na de aankondiging van de claimemissie, in februari 2013, was de koers gezakt tot onder de 3 euro. América Móvil zag in acht maanden tijd twee derde van zijn investering in KPN verdampen. KPN stond zwak. De operationele prestaties vielen tegen en KPN had América Móvil hard nodig voor de claimemissie. América Móvil stelde een aantal forse eisen die KPN min of meer onder onder curatele stelden. Perspublicaties meldden dat América Móvil het vertrek van de CEO en ook de CFO zou eisen, América Móvil vroeg en kreeg twee zetels in de Raad van Commissarissen en vrijwel alle belangrijke strategische, financiële en operationele beslissingen kunnen door de Raad van Bestuur niet meer worden genomen zonder toestemming van América Móvil. Ruim een jaar nadat het aandeleninkoopprogramma werd stopgezet, stond de onderneming aan de financiële afgrond en nam de grootaandeelhouder de touwtjes in handen.

Ook vanuit een ander perspectief ziet de aandeleninkoop er achteraf erg slecht uit. Laten we aannemen dat KPN voor de 10 miljard euro aandeleninkoop gemiddeld € 10 per aandeel heeft betaald; er zijn dan 1 miljard aandelen ingekocht. Bij de claimemissie van 3 miljard euro die nu voor de deur staat ontvangt KPN slechts € 2 à € 2,50 per aandeel, dus moet KPN daarvoor tussen de 1,2 en 1,5 miljard aandelen uitgeven. Anders gezegd, over die tien jaar (2004-2013) heeft KPN een kleine half miljard aandelen uitgegeven, waarvoor het per saldo zo'n 7 miljard euro heeft moeten betalen. De omgekeerde wereld, normaal gesproken ontvangt een onderneming geld als aandelen worden uitgegeven.

Het voorbeeld van KPN laat zien hoe financiële markten een onderneming kunnen 'dwingen' om de extreem hoge betalingen aan aandeelhouders vol te houden, tot ruim voorbij het moment waarop dat nog langer verantwoord is. De wederom toenemende populariteit van

aandeleninkoop is dus reden voor zorg. Het betekent dat ondernemingen zich moeten wapenen tegen deze dwang. Ter illustratie wordt in onderstaand kader verder ingegaan op de druk vanuit financiële markten en de positie van het management.

Aandeleninkoop onderdeel van veelheid van pressies uit de financiële markt

Veel beursgenoteerde ondernemingen percipiëren een enorme druk van aandeelhouders, financiële markten en het circus eromheen: analisten, consultants, investment bankers en niet te vergeten de media. Veelal wordt dit toegeschreven aan de grote invloed van aandeelhouders en financiële markten. Management zou niet anders kunnen dan te voldoen aan deze druk. Deze slachtofferrol is onterecht, management heeft wel degelijk ruimte om een eigen koers te varen. Ook hier in Nederland kunnen aandeelhouders niet 'zomaar' ingrijpen. Bestuurders hebben hun rug niet recht gehouden; ze zijn gaan meewaaien met de mode van de dag en dus met het wispelturige circus van de financiële markten. Het paradoxale is dat bestuurders door dit gedrag de poorten voor kortetermijnvloeden hebben opengezet en hun eigen beschikkingsmacht hebben ingeleverd. Een topmanager met visie en een track record heeft ruimte voor een standvastige langetermijnstrategie. Hiervoor is wel moed nodig.

Het perspectief van beleggers – en erger nog de dagkoersen op de beurs – zijn gaan domineren in het gedrag van ondernemingsbestuurders. Geconstateerd kan worden dat het management hierdoor veel te transactiegericht en weinig standvastig opereert waardoor het belang van zaken als samenwerking, synergie, kennis, human capital etc. voor het functioneren en presteren van ondernemingen wordt verwaarloosd. Door deze eenzijdige invalshoek zo'n grote invloed te laten krijgen op het ondernemingsbeleid heeft management toegelaten dat de bijl aan de wortels van de onderneming wordt geslagen.

Aandeelhoudersdenken in de top van ondernemingen kan scherpte verschaffen en inefficiënties tegengegaan. Maar je laten sturen door de wispelturigheid van financiële markten is niet in het belang van de onderneming, noch overigens van dat van de aandeelhouders zelf. Management heeft zich hierdoor in een loyaliteitsconflict geplaatst, waarbij het als speelbal van de financiële markt dreigt te vervreemden van de onderneming. Dit laatste is zeer onwenselijk. Het wezen van de onderneming berust op samenwerking tussen mensen. Loyaliteitsconflicten kunnen de organisatie uiteen doen vallen. Calculerend gedrag – "what is in for me?" – gaat dan overheersen.

Management moet terug naar af: standvastig, op basis van eigen strategie, invulling geven aan de missie van de onderneming. De ruimte hiervoor is wel degelijk aanwezig, maar het Nederlandse ondernemingsbestuur – en het bijna verdwenen "old boys netwerk" – heeft zich laten overrompelen door het circus van de financiële markten. Meer stabiele aandeelhouders kunnen het management helpen bij het bewerkstelligen van de noodzakelijke gedragsverandering.

Uit *De Ontwortelde onderneming*, Boot (2010)

6 Een bijzonder geval: aandeleninkoop in de financiële sector

De sector waar aandeleninkoop misschien wel het meest wordt besproken (en gepraktiseerd) is de financiële sector. Daar komt bij dat de mogelijke gevolgen van onvoldoende eigen vermogen bij financiële instellingen groter zijn dan elders het geval is. Het ten onder gaan van financiële instellingen heeft vaak grotere externe effecten op de economie; zie bijvoorbeeld het effect van de bancaire crisis van de afgelopen jaren op de maatschappij als geheel. Reden om apart stil te staan bij deze sector.

In de financiële sector schijnt een vaste overtuiging te heersen dat eigen vermogen zo duur is dat het (bijna) ten koste van alles moet worden geminimaliseerd. Dit verklaart waarom kapitaalregulering – het woord ‘kapitaal’ in het bankwezen is min of meer synoniem aan eigen vermogen⁴ – een zeer belangrijke rol speelt. Er is schijnbaar een derde partij nodig (de toezichthouder) die zorgt dat met name het bankwezen voldoende eigen vermogen aanhoudt.

Er is niet alleen een mogelijke misconceptie over de prijs van kapitaal (eigen vermogen), maar ook over de status ervan. Bankiers spreken over ‘redundant’ kapitaal, kapitaal dat ‘over’ is en bij wijze van spreken ongebruikt op de plank ligt. Dit is een groot en gevaarlijk misverstand: kapitaal dat op de plank ligt, is een bezitting links op de balans, maar het kapitaal van banken staat toch echt aan de rechterkant van de balans. Het is eigen vermogen, verkregen van beleggers, en wordt gebruikt om de activiteiten aan de linkerkant van de bank te financieren. Het is dus niet ‘redundant’, het is niet ongebruikt, neen het is een wijze van financieren van de ondernemingsactiviteiten.⁵

De gedachte dat kapitaal duur is en dus geminimaliseerd moet worden lijkt onuitroeibaar in deze sector. Het is dan ook niet verrassend dat aandeleninkoop juist in deze sector zo populair is. Dat is zorgwekkend want het stimuleert de structurele onderkapitalisatie van banken en sommige verzekeraars. Het is een paradox dat juist de sector die gespecialiseerd is in de financiering van ondernemingen niet onderkent dat voor haar zelf a) kapitaal, lees solvabiliteit, noodzakelijk is voor lange termijn gezond bankieren en b) dat het hebben van meer kapitaal niet zonder meer duurder is; het risico per eenheid kapitaal neemt dan immers af en daarmee ook het geëiste rendement.⁶

Er zijn verschillende verklaringen voor de neiging van banken om kapitaal te minimaliseren. Eén ervan is dat banken linksom of rechtsom kunnen terugvallen op een overheid die ten tijde van financiële moeilijkheden te hulp zal schieten. Als dit betekent dat verschaffers

van vreemd vermogen min of meer verzekerd zijn van terugbetaling, dan is dit vreemd vermogen heel goedkoop aan te trekken door banken. Het is dan immers gesubsidieerd: niet alleen via het belastingstelsel, maar ook via de impliciete of expliciete garantie van de overheid. Het is dan optimaal voor banken om zoveel mogelijk van deze gesubsidieerde vorm van vermogen op de balans te nemen, en dus weinig kapitaal (eigen vermogen). De risico's worden afgewenteld op de samenleving. De grote(re) neiging tot aandeleninkoop in de financiële sector is hiermee verklaard.⁷

7 Conclusies

Modigliani en Miller leerden ons in 1958 dat aandeleninkoop vanuit een oogpunt van aandeelhouderswaardecreatie in beginsel irrelevant is. Van schuiven met geld wordt niemand wijzer. Wanneer de fiscus om de hoek komt kijken en de inkoop wordt gefinancierd met (fiscaal aftrekbaar) vreemd vermogen, dan heeft het een positief effect omdat de overheid vreemd vermogen subsidieert.

Wanneer we nog een stap verder in de reële wereld zetten en de effecten van asymmetrische informatie meenemen dan kan aandeleninkoop een positieve signaalwerking hebben omdat het mogelijk een teken van kracht is: het management zegt het zich te kunnen permitteren de leverage te verhogen en/of overtoollige kasmiddelen terug te geven aan aandeelhouders waardoor verspilling wordt tegen gegaan. In de praktijk kan het management echter ook misbruik maken van deze signaleringseffecten en ten onrechte aandeleninkoop gebruiken als een teken van kracht.

Nog meer perverse effecten treden op door het hantieren van boekhoudkundige maatstaven als winst per aandeel en rendement op eigen vermogen als indicatoren voor de positieve effecten van aandeleninkoop. Die indicatoren stijgen immers altijd na inkoop maar dat heeft niets te maken met waardecreatie, met name omdat de factor risico niet in die maatstaven wordt meegenomen.

Een ander fenomeen rondom aandeleninkoop is de wijze waarop het vaak tot stand komt. Vaak is er sprake van pressie van analisten om aan aandeleninkoop te doen. Het is schadelijk in die gevallen dat ondernemingen het zich niet kunnen permitteren. Zo kan het ook aanzetten tot machogedrag waardoor ondernemingen te scherp aan de wind varen. Het door ons besproken voorbeeld van KPN is een sprekend voorbeeld uit eigen land.

De druk vanuit kapitaalmarkten kan ook tot zinvolle disciplinerende werken. Het kan zuiverend werken, maar kapitaalmarkten zijn te vaak gericht op de korte termijn – vaak ook omdat ze door informatieproblemen de lange termijn niet kunnen overzien. Dat kan scha-

delijk zijn voor ondernemingen; het management moet dan een rechte rug tonen.

De enorme populariteit van aandeleninkoop in de praktijk en de problematische onderbouwing die vanuit de theorie van de financiering hieraan kan worden gegeven, roept de vraag op of we iets missen in ons begrip van de theorie en/of praktijk van het fenomeen aandeleninkoop. Het belangrijkste dat wij zien is dat de financiële sector sterk stuurt op gebruiken en verwachtingen over het gedrag van marktparticipanten – de ‘bedrijfscultuur’ speelt een belangrijke rol. Er lijken een soort impliciete spelregels te bestaan waaraan niemand mag ontsnappen.⁸ Onze analyse laat zien dat dit verre van kosteloos is.

Aan commissarissen is de schone taak om het evenwicht te vinden tussen terechte en onterechte disciplineren van het management, en in hoeverre ze wil meedoen aan de ‘bedrijfscultuur’ in de financiële sector. Lange termijn waardecreatie moet het doel zijn. ■

Prof. dr. Arnoud W.A. Boot is hoogleraar Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam.

Prof. dr. Kees Cools RA is partner bij Booz & Company en hoogleraar Corporate Finance en Governance aan de Universiteit van Tilburg.

Noten

¹ De mogelijk perverse interactie tussen financiële markten en onderneming komt nadrukkelijk naar voren in Cools (2009) en Boot (2010). In een door ons vijftien jaar geleden geschreven tweeluik hebben wij geanticipeerd op het steeds meer gangbaar geworden verschijnsel van aandeleninkoop (*Het Financieele Dagblad*, 19 en 20 maart 1998). De daar gepresenteerde analyse is onderdeel van deze bijdrage.

² Natuurlijk zullen deze strategieën niet altijd kosteloos zijn, maar dat zijn cijfers achter de komma.

³ Zie ook Chan, Ikenberry, Lee en Wang (2010) over de potentiële misleiding verbonden aan aandeleninkoop.

⁴ Er zijn verschillende misverstanden rond het woord kapitaal. Op zich is kapitaal een woord waarmee in het algemeen spraakgebruik rijkdom en bezit wordt uitgedrukt: “Jantje is rijk, hij heeft veel kapitaal op de bank.” In het bankwezen slaat het niet op bezit, maar juist op de passivkant van de balans – namelijk bronnen van financiering van de bank die als buffer kunnen dienen. Dit is in principe wat eigen vermogen is. In de recente kapitaalregulering (Basel III) wordt onder kapitaal dan ook precies eigen vermogen verstaan, namelijk vermogen dat verliezen kan absorberen en dus voorkomt dat een bank (te snel)

in solvabiliteitsproblemen komt. In eerdere regulering was het mogelijk vermogen te laten meetellen als kapitaal dat niet, of slechts beperkt risicoabsorberend was. Met name mochten vormen van lang vreemd vermogen (onder omstandigheden) meetellen als eigen vermogen. Dit was onderdeel van een complexe tier 1- en tier 2-onderscheiding van toegestane vermogensvormen. Basel III is geschreven in antwoord op de financiële crisis waaruit de les is getrokken dat de ‘kwaliteit’ van het kapitaal bepalend is voor de mate waarin het bijdraagt aan het bewaken van de solvabiliteit van een instelling. Dit betekent in wezen dat het toegestane kapitaal is teruggebracht tot het eigen vermogen. Alleen dat vermogen is werkelijk robuust: het is risicoabsorberend en kan niet zo maar verdwijnen (lees: er is geen vervaldatum zoals veelal bij vreemd vermogen). Het is verrassend dat dit überhaupt een discussie is geweest. In wezen overall – behalve in de financiële sector – is dit ook altijd de praktijk geweest.

⁵ Zie Admati en Helwig (2013) voor een uitgebreid overzicht van de ‘fallacies’ waaraan banken onderhevig zijn.

⁶ De genoemde overwegingen in paragraaf 2 illustreren dit.

⁷ Een andere verklaring voor de grotere druk

in juist de financiële sector om het kapitaal te verminderen is mogelijk gelegen in het onderscheid in activiteiten ten opzichte van niet-financiële ondernemingen. Financiële activiteiten – het verstrekken van leningen bijvoorbeeld – zouden gezien kunnen worden als ‘low-margin-high-volume’-activiteiten, terwijl een nieuwe activiteit van bijvoorbeeld Apple een huizenhoog rendement kan hebben. Bijvoorbeeld de iPad kent voor Apple een verwacht rendement dat zeer hoog is. De unieke – innovatieve – kwaliteiten van Apple en bescherming via patenten spelen hierbij een rol. De activiteiten van financiële instellingen zijn veeleer faciliterend en volgend (bijvoorbeeld het efficiënt verstrekken van een lening) en zijn dus minder onderscheidend en rechtvaardigen dus geen exorbitant rendement. Vanuit deze gedachtegang is een vermeend duur eigen vermogen van groter gewicht in de financiële sector dan in de niet-financiële sector.

⁸ De populariteit van het afgeven van winstverwachtingen, en sturen hierop (in meest extreme zin op kwartaalbasis), is een voorbeeld van een dergelijke cultuur (zie ook Hribar, Jenkins en Johnson, 2006). Chemmanur, Cheng en Zhang (2010) trachten de empirische motieven voor aandeleninkoop bloot te leggen.

Literatuur

- Admati, A., & Helwig, M. (2013). *The bankers' new clothes: What's wrong with banking and what to do about it*. Princeton University Press.
- Boot, A.W.A. (2010). *De ontworpen ondernem-*

ing, tweede druk. Assen: Koninklijke Van Gorcum.

- Chan, K., Ikenberry, D.L., Lee, I., & Wang, Y. (2010). Share repurchases as a potential tool to mislead investors. *Journal of Corporate*

Finance, 16, 137-158.

- Chemmanur, T.J., Cheng, Y., & Zhang, T. (2010). Why do firms undertake accelerated stock repurchase programs? Geraadpleegd op <http://ssrn.com/abstract=1570842>.

- Cools, C. (2009). *Controle is goed, vertrouwen nog beter*, vierde druk. Assen: Koninklijke Van Gorcum.
- Cools, C., & Vermaelen, Th. (1991). *Financial innovation: Self tender offers in the U.K.; the rise and fall of International Business Communications*, INSEAD.
- Hribar, P., Jenkins, N.T., & Johnson, J.B. (2006). Stock repurchases as an earnings management device. *Journal of Accounting and Economics*, 41, 3-27.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of Capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48(3), 261-297.