Bestuurders van ondernemingen, houd rug recht

Bedrijven laten zich nog steeds te gemakkelijk opjagen door financiële markten om eigen aandelen in te kopen

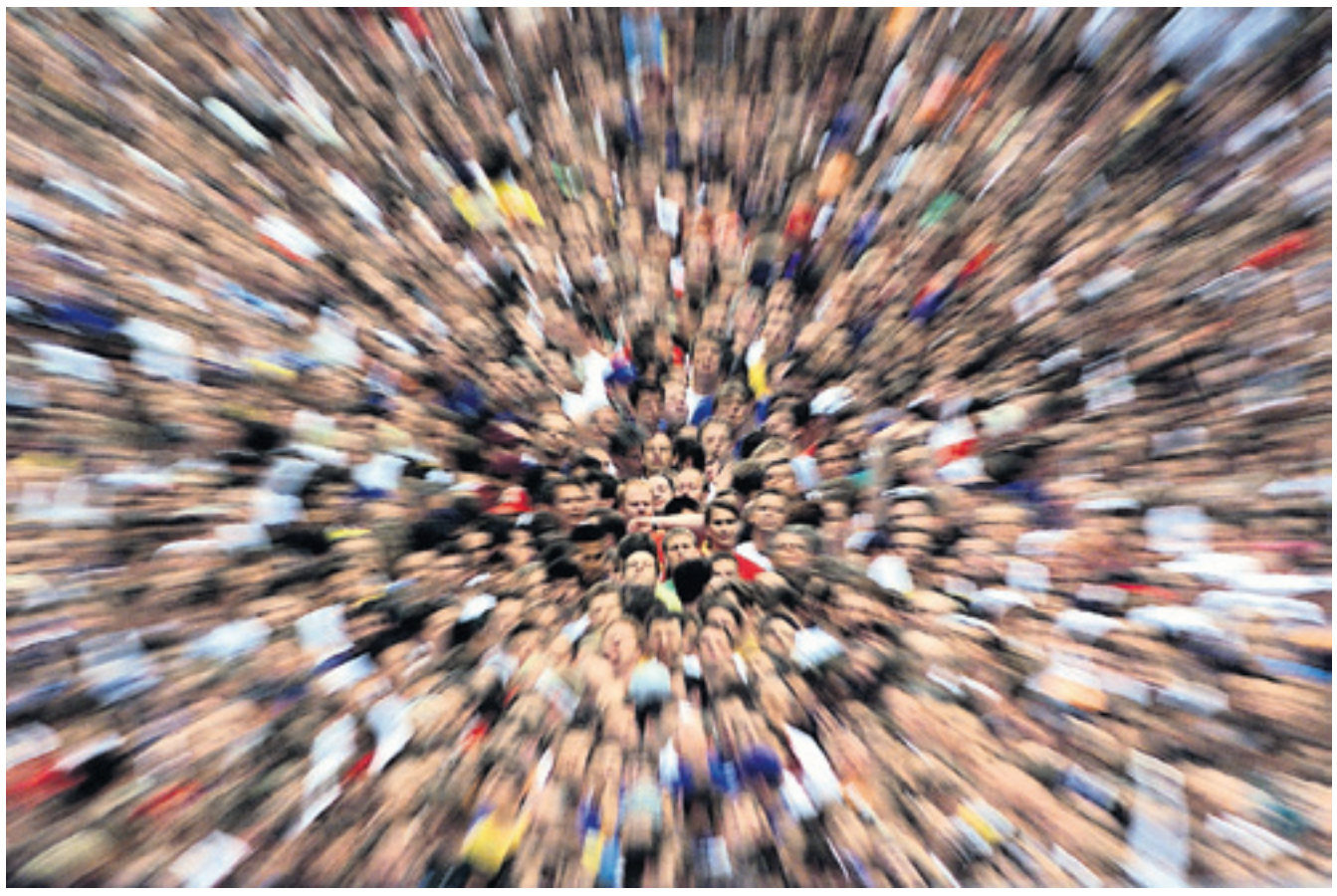
Arnoud Boot en Kees Cools

Eindelijk een belangrijke discussie. Vorige week betoogden wij in deze krant dat ondernemingen zich vaak laten opjagen door financiele markten. In plaats van weloverwogen invulling te geven aan een langetermijnstrategie, laten ondernemingen zich meeslepen door de waan van de dag. Een manifestatie hiervan is de druk van analisten en aandeelhouders op ondernemingen om meer en meer aandelen in te kopen. Maar ceo's en cfo's moeten zich niet laten opjagen door kortetermijnpressie van analisten en bankiers om aandelen in te kopen als dat niet verantwoord is. Dat was de essentie van ons artikel in het FD van 4 juni.

Twee dagen later stelde professor en tegenwoordig vooral belegger Theo Vermaelen dat we ons baseren op slechts één casus: KPN. Zijn stelling, gebaseerd op een eigen artikel uit 2009, luidde dat inkoop van aandelen wel degelijk wat kan opleveren voor langetermijnaandeelhouders omdat ondernemingen vaak aandelen inkopen als het aandeel is ondergewaardeerd. Het zou schadelijk zijn als het exposé van Vermaelen door de lezers van het FD als het finale oordeel over aandeleninkoop zou worden beschouwd, temeer daar we geleerd hebben van de financiële crisis dat we niet klakkeloos achter de parade van beleggers en bankiers aan moeten lopen.

In ons eigen werk hebben wij de afgelopen 15 jaar telkens gewaarschuwd tegen de kortzichtigheid waar de gekte op financiële markten toe kan leiden. Maar let op, dat betekent niet dat wij het nut van financiële markten en aandeelhouders ontkennen. Integendeel. Financiële markten en aandeelhouders spelen hun rol, maar bestuurders hebben hun eigen verantwoordelijkheid om de (soms perverse) prikkels van financiële markten in goede banen te leiden. Doen ze dat niet dan bewijzen ze de onderneming, en ook de aandeelhouders, een slechte dienst.

Jan Maarten Slagter van de VEB, dé belangenbehartiger van particuliere aandeelhouders, reageerde in De Telegraaf als door een wesp gestoken op ons artikel. Hij realiseert zich blijkbaar niet dat riskante aandeleninkopen en managers zonder rechte rug juist erg schadelijk zijn voor aandeelhouders, zijn eigen achterban.



Jaarlijkse loop Chase Manhattan Bank in Frankfurt: ... niet klakkeloos achter bankiers aan rennen. FOTO: REUTERS

En dat is de kern van onze boodschap: de druk van de op korte termijn gerichte acteurs op de financiële markten is groot, maar ceo's en cfo's moeten zich door hen niet gek laten maken en terughoudend zijn met het inkopen van aandelen. En zo bijzonder is onze stelling niet. Bestuurders, haal het initiatief terug. Vermaelen met zijn beleggerspet op vindt dit maar niets en verzuimt dan ook het academische onderzoek te noemen dat onze stelling juist bekrachtigt. Het meest volledige en meest recente onderzoek, gebaseerd op 4710 aandeleninkopen over een periode van 18 jaar, biedt een solide wetenschappelijke onderbouwing voor ons betoog.

Druk op bedrijf van de op korte termijn gerichte acteurs op de financiële markten is groot

Sheng-Syan Chen en Yanzhi Wang tonen aan in hun artikel 'Financial constraints and share repurchases' (Journal of Financial Economics, 2012) dat ondernemingen die zich financieel geen aandeleninkoop kunnen permitteren, maar zich toch daartoe laten verleiden, hun aandeelhouders opzadelen met negatieve rendementen. Ondernemingen met onvoldoende cash en/of te hoge 'leverage' genereren in de vier jaar na een onverantwoorde aandeleninkoop een negatief rendement voor hun aandeelhouders van tussen de -1,4% en -6% per jaar. Bovendien blijkt de kans aanzienlijk dat dergelijke ondernemingen na de (onverantwoorde) aandeleninkoop in ernstige financiële problemen terechtkomen. Ook laten de onderzoekers zien wat de oorzaak is van onverantwoorde aandeleninkopen: overmoedig management. Wat zij noemen de 'managerial hubris explanation' van aandeleninkoop en wat Rotterdammers Bokito-gedrag noemen.

En wat te zeggen over de recent aangekondigde aandeleninkoop van Ahold? Het FD plaatste in het hart van ons artikel een foto van het embleem van Ahold en gaf ons stuk een titel die de lading niet dekte. Dat wekte sterk de indruk dat elke aandeleninkoop volgens ons onverstandig zou zijn. Dat is niet zo, en ieder die ons stuk leest kan dat beamen. Maar gun de krant ook wat. Door zaken via foto's en extreme koppen op scherp te zetten, worden mensen wakker geschud. Hopelijk is het nu duidelijk dat een onderneming iets uit te leggen heeft als ze tot aandeleninkoop besluit. En soms is het wel verantwoord. Als Ahold mede door de verkoop van een deelneming (het 60% belang in ICA) € 4,2 mrd in kas heeft en weinig schuld heeft, dan is het geen gek idee om een deel daarvan uit te keren.

Helaas geldt dit niet voor de vele ondernemingen die zich door onverantwoord gedrag de afgelopen 15 jaar in de nesten hebben gewerkt. KPN is een voorbeeld, maar vrijwel de hele financiele sector kwam voor de financiële crisis in de problemen door eigen vermogen te verlagen. ING kocht vier maanden voor de reddingsactie door de Staat in 2008 nog aandelen in, terwijl het eigen vermogen amper boven de 2% uit kwam. En wat zien we vandaag?

De inkoop van aandelen in de financiële sector is weer begonnen. Nog niet in Nederland — banken hier staan er wel heel slecht voor —, maar veel Amerikaanse banken zijn wel weer begonnen. Dit is verontrustend. Het Amerikaanse bankwezen mag dan iets sterker zijn dan het Nederlandse, maar het niveau van het eigen vermogen is ongeveer 4%, veel te laag dus. Veel hogere buffers overal in de wereld zijn voor banken nodig.

We geven niet op. We zijn geneigd een beweging op te richten die pleit voor ondernemingsbestuur dat verantwoordelijkheid neemt, met als missie, indachtig het managerial hubris fenomeen van Chen en Wang: bestuurders houd uw rug recht en laat het gezond verstand de boventoon voeren. Bied weerstand aan de kortetermijngesel van de beurs en aan de lokroep van de circus-sirenen op de financiële markten.

Arnoud Boot is hoogleraar Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam en **Kees Cools** is partner bij Booz & Company en hoogleraar Corporate Finance and Governance aan de Universiteit van Tilburg.

