Bedrijf moet stoppen met inkopen eigen aandelen

Arnoud Boot en Kees Cools
dinsdag 04 juni 2013, 10:02



ANP

Schuiven met geld, dus ook aandeleninkoop, creëert geen waarde en is slechts op de korte termijn gericht gedrag.

De tucht van de (aandelen-)markt moet ervoor zorgen dat topmanagers lange termijn waarde creëren voor aandeelhouders en andere belanghebbenden. Maar die tucht van de markt staat ter discussie. Een van de meest populaire gezelschapspelen op de beurs is ondernemingen aan te zetten tot het inkopen van eigen aandelen. Aandeelhouders schijnen dat prettig te vinden.

Koers

Zo heeft KPN tussen 2004 en 2012 voor ruim €10 mrd aandelen ingekocht tegen een gemiddelde koers van zo'n €10 en daarna kwam de onderneming in problemen. Nu staat het aandeel op €1,60. ING kreeg in oktober 2008 €10 mrd steun van de Nederlandse Staat en beëindigde vier maanden daarvoor een aandeleninkoopprogramma ter waarde van €5 mrd. En voor wie denkt dat er nu sprake is van enige terughoudendheid het laatste nieuws: het feest is weer begonnen. In maart startte Ahold met de inkoop van aandelen voor een bedrag van €500 mln. Ook Nutreco en Reed Elsevier hebben rond diezelfde tijd

aangekondigd aandelen te zullen inkopen, nadat Randstad een aandeleninkoopprogramma juist had afgerond.

En in het bankwezen, hoe labiel het ook moge zijn, is het ook weer raak. HSBC kondigde onlangs een 'buyback'- programma aan van drie miljard.

Driest gedrag

Wat moeten we hiervan vinden? Wij zien het als hernieuwd op de korte termijn gericht driest gedrag. Men is niet bezig met het optimaal leiden van een onderneming, maar met iets anders, te weten het door middel van financiële machinaties proberen beleggers mild te stemmen. Vandaar onze oproep dat bestuurders voor de lange termijn moeten kiezen en hun rug recht moeten houden tegen het circus van analisten, consultants en op korte termijn gerichte aandeelhouders. De top van het bedrijfsleven moet toch iets geleerd hebben van de gekte van de afgelopen tien jaar?

We zullen proberen wat ratio te leggen in wat aandeleninkoop werkelijk betekent. De Nobelprijswinnaars Franco Modigliani en Merton Miller leerden ons al ruim vijftig jaar geleden dat schuiven met geld, dus ook aandeleninkoop, geen waarde creëert. Behalve als de inkoop wordt gefinancierd met extra leningen, dan wordt waarde voor aandeelhouders gecreëerd voor rekening van de fiscus dankzij de aftrekbaarheid van rente. Maar financiële leverage kent zijn grenzen, dat is de afgelopen jaren duidelijker geworden dan ooit.

Winst per aandeel

Aandeleninkoop wordt vaak aangeprezen omdat dan de leverage toeneemt en daarmee ook de winst per aandeel en het rendement op eigen vermogen stijgen. Maar dat betekent niets. Dat zijn boekhoudkundige maatstaven waar analisten en journalisten en ook management graag naar kijken, maar die niets hebben te maken met waardecreatie. De verwáchte winst per aandeel en het verwácht rendement op eigen vermogen nemen inderdaad toe, maar het risico neemt evenredig toe, waardoor aandeelhouders er per saldo niets mee opschieten. Ook wanneer de aandeleninkoop wordt gefinancierd met laag renderende kasmiddelen creëert aandeleninkoop geen waarde. Als die kasmiddelen aan aandeelhouders zijn uitgekeerd neemt het risicoprofiel van de onderneming immers toe en is een hoger verwacht rendement voor beleggers nodig om ze niet slechter af te maken.

Dan is er nog de echte waaghalzerij. Als beleggers door een informatieachterstand niet weten hoe goed een onderneming is dan kun je als onderneming proberen signalen af te geven die zwakkere ondernemingen zich niet kunnen permitteren. Aandeleninkoop is zo iets. Sterke bedrijven kunnen overtollige kasmiddelen uitkeren (met aandeleninkoop) omdat ze weten dat ze in de toekomst toch wel weer aan kapitaal kunnen komen mocht dat nodig zijn. Zwakkere ondernemingen zijn als het goed is hier niet snel toe genegen, vandaar dat aandeleninkoop als signaal in het verleden vaak een positieve koersreactie liet zien.

Logica

Maar zie de logica. Sterke ondernemingen kunnen zich een aandeleninkoop veroorloven, maar een aandeleninkoop maakt ondernemingen nog niet sterk. Zwakke broeders kunnen immers een te grote broek aantrekken en proberen financiële markten (en zichzelf?) voor de gek te houden door ten onrechte en met groot risico toch aandelen in te kopen. Machogedrag dreigt. Een belangrijke boosdoener daarbij zijn die financiële markten zelf. Het wispelturige circus van analisten, investment banks, consultants en aandeelhouders voert de druk telkens hoger op: 'management, keer geld aan aandeelhouders uit, kies voor eenvoudig kortetermijngewin, desnoods ten koste van langetermijninvesteringen en waardecreatie'.

Inderdaad, de druk is groot, maar moeten topmanagers zich als makke schapen laten leiden door de korte termijn gesel van de beurs? Zeker niet. Management heeft de ruimte om een eigen koers te varen, en is daar ook toe verplicht.

Tabaksblatt

Zo schrijft bijvoorbeeld de Code Tabaksblat voor dat een onderneming moet streven naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Management met visie en track record kan ruimte opeisen voor een standvastige langetermijnstrategie. Zwak management laat zich de wet voorschrijven en wordt een speelbal in handen van de hofmeiers van de financiële markten.

De populariteit en soms schrijnende voorbeelden van aandeleninkoop laten zien hoe groot de druk van financiële markten op ondernemingen kan zijn, hoe sterk die druk wordt ervaren en hoe graag ondernemingen daar soms aan lijken toe te willen geven.

Beiden, zowel de circusartiesten van de financiële markten als bestuurders, hebben de verantwoordelijkheid ondernemingen niet onnodig in gevaar te brengen en het vizier op de lange termijn te richten. De circusartiesten zijn zeer groot in getal, topmanagers zijn er slechts enkelen. Laat hen de wijsten zijn en als eersten gezond verstand de boventoon laten voeren. Desnoods met de gesel geslagen en tegen de stroom van de hofmeiers in.

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.