19/3/'9

De inkoop van aandelen als strategisch wapen

Als financiële transactie is een aandeleninkoop niet interessant (zie ons eerdere artikel over dit onderwerp in Het Financieele Dagblad van 19 maart jongstleden), maar is het een strategisch wapen? Is het een signaal van kracht? Misschien wel. Het betekent in ieder geval dat je niet echt op de rand van de afgrond staat, anders had je het je niet kunnen veroorloven. Aandeleninkoop vermindert de flexibiliteit van de onderneming, hetzij door de afname van de liquide middelen, hetzij door de extra financiering van vreemd vermogen. Er is een buffer verdwenen waardoor snel handelen moeilijker wordt; maar ook financiële tegenvallers moeilijker kunnen worden opgevangen.

De bereidheid om deze nadelen te accepteren is juist bij de sterkere ondernemingen aanwezig. Dit maakt dat een aandeleninkoop grosso modo goed nieuws is. Een bijkomend (positief) effect is dat de onderneming met de aandeleninkoop ook aangeeft dat zij de huidige aandelenkoers zeker niet te hoog vindt. Het is dus niet verrassend dat de markt doorgaans licht positief reageert op een aandeleninkoop. Hierbij spelen kracht en imago van de onderneming een belangrijk rol.

Met name succesvolle ondernemingen met een heldere strategie, die altijd betrouwbare informatie hebben verstrekt en voorspellingen hebben gedaan zullen hun koers door aandeleninkoop per saldo zien stijgen. Voorbeelden hiervan zijn Ahold, Unilever, Wolters Kluwer en Elsevier-Reed. Deze ondernemingen hebben een vrij duidelijke acquisitie-/investeringsstrategie, voortbouwend op een indrukwekkend 'track record'.

Bovendien, wanneer zich acquisities of projecten voordoen die waarde kunnen creëren dan zullen dergelijke ondernemingen zonder al te veel moeite in staat zijn aandeelhouders daarvan te overtuigen en nieuw vermogen aan te trekken. Het 'commitment' om geen vrij besteedbare middelen te verkwanselen — groei om de groei — zal een sterke signaalwerking hebben. Per saldo zal voor dergelijke ondernemingen de aandelenkoers stijgen en zullen de vermogenskosten dalen.

Het verraderlijke van de problematiek van aandeleninkoop is dat oorzaak en gevolg voortdurend door elkaar gegooid worden. Weliswaar kopen sterke ondernemingen aandelen in, maar aandeleninkoop maakt een onderneming niet sterk! Dus hoewel het 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.

Een ander gevaar is misbruik middels management-opties of verkoop van eigen aandelen. In de Verenigde Staten komt het voor dat aandeleninkoop wordt gebruikt om de aandelenkoers te doen stijgen en zodoende eigen aandelen te verkopen of (extra) opties uit te oefenen. Daardoor komen aandeleninkopen in een kwaad daglicht te staan en moeten de goeden lijden onder de 'kwaden'. Wanneer de wettelijke beperkingen in Nederland worden versoepeld zou de wetgever of de beurs er verstandig aan doen lering te trekken uit jarenlange Amerikaanse ervaringen en, evenals de SEC, beperkingen te stellen aan aandeleninkoop.

Het gevaar van de liberalisering van aandeleninkoop is dat de remmen worden losgegooid. Niet alleen worden foutieve financiële voordelen (zoals een stijgende winst per aandeel) toegekend aan de inkoop van aandelen, maar ook kunnen ondernemingen — ook zij die het zich niet kunnen veroorloven — door financiële analisten worden gedwongen hieraan mee te doen. Dit gevaar is verre van denkbeeldig. Maar dan nog, waarom zou aandeleninkoop niet eenzelfde (grote) populariteit kunnen krijgen als in de Angelsaksische wereld? Een belangrijke reden is gelegen in het feit dat het aanpassingsvermogen en de mogelijkheden om snel herstructureringen door te voeren in de Verenigde Staten groter zijn. De Amerikaanse economie wordt gekenmerkt door een grotere dynamiek, mede veroorzaakt door een geringere bescherming van werknemers en minder regelgeving. Ook het surséance- en faillissementsproces is efficiënter, en minder stigmatiserend. Deze factoren, vanuit een sociaal en/of maatschappelijk perspectief soms positief maar soms ook negatief, verminderen de noodzaak van een financiële buffer en staan toe dat ondernemingen scherper aan de wind kunnen gaan varen. Het geringere aanpassingsvermogen, veroorzaakt door de sterkere (sociale) beperkingen bij herstructureringen van bedrijven maakt financiële buffers voor bedrijven in continentaal Europa van groter belang en zou een rem op inkoopoperaties moeten zetten.

Het is misschien makkelijk om de dynamiek van het Amerikaanse bedrijfsleven aan te grijpen om de continentaal-Europese ondernemingen te veroordelen. Maar hier past een waarschuwing. 'Stakeholder relations' zijn belangrijk. Het Amerikaanse model van corporate governance schiet hier misschien tekort. Loyaliteit van werknemers en andere participanten bij het ondernemingsgebeuren verhoudt zich niet altijd even goed tot de dynamiek (en hardheid) van het Amerikaanse bedrijfsleven. En voor wie is loyaliteit niet een concurrentie-voordeel bij uitstek?

K. COOLS
A. BOOT

Dr. K. Cools RA is manager bij The Boston Consulting Groep te Baarn. Prof. dr A.W.A. Boot is hoogleraar ondernemingsfinanciering en financiële markten aan de Universiteit van Amsterdam. Een eerste artikel van hun hand over dit onderwerp verscheen in Het Financieele Dagblad van 19 maart jongstleden.