

Nieuwe aandelen uitgeven is een veelgebruikte manier voor beursgenoteerde bedrijven om extra geld op te halen. Bij KPN bleek dat afgelopen jaren anders te werken. Sinds 2004 heeft het concern per saldo 1,8 miljard aandelen uitgegeven, maar in plaats van geld ontvangen moest het concern daarvoor zeven miljard euro betalen, zo becijferden hoogleraren Boot en Cools onlangs (zie kader).

KPN is daarmee het ultieme voorbeeld hoe aandeleninkoop een bedrijf en zijn aandeelhouders veel geld kan kosten.

UITGEVEN, TERUGGEVEN OF INKOPEN

Op de keper beschouwd kan aandeleninkoop een gerechtvaardigde besteding zijn van overtollige contanten. Maar dan moet het aandeel op de beurs wel aantrekkelijk gewaardeerd ("goedkoop") zijn.

De beleggingstheorie zegt dat wanneer de beurskoers lager staat dan de intrinsieke waarde, een wat diffuus en moeilijk vast te stellen cijfer, een aandeleninkoop bijdraagt aan het creëren van aandeelhouderswaarde voor de beleggers die hun stukken aanhouden.

Of een bedrijf een aandeleninkoop kan overwegen, zal allereerst moeten afhangen van de mate waarin de kas voldoende gevuld is om de inkoop te betalen.

Een bedrijf dat voldoende

cash heeft, zal daar vroeg of laat een bestemming voor willen zoeken. Uitgeven, teruggeven (in de vorm van dividend) of inkopen zijn dan de drie opties voor het management. Niets doen kan ook, al is het stallen van geld bij de bank tegen een minieme rentevergoeding nauwelijks aantrekkelijk.

Beleggers zien bij voorkeur dat een bedrijf het beschikbare kapitaal inzet voor gerichte en zinvolle investeringen. Bijvoorbeeld om organische groei een slinger te geven of voor een overname die waarde creëert.

TERUGGEVEN

Maar als extra investeringen volgens de sommetjes van bestuurders maar marginaal zullen renderen en aantrekkelijke overnames niet voorhanden zijn, hebben beleggers vaak de voorkeur voor het teruggeven van geld. Het idee is dan dat beleggers zelf een doel voor dat geld kunnen kiezen. Anderzijds is het voor bedrijven meestal niet goed te veel contanten te hebben omdat het management daar onzorgvuldig mee kan omspringen.

Meestal geven bedrijven geld terug via een reguliere dividenduitkering, een periodieke winstuitkering aan beleggers. Nadeel hiervan is dat dit verwachtingen schept. Beleggers kunnen het als vanzelfsprekend gaan beschouwen en bovendien op verhogingen gaan rekenen. Bovendien eist de fiscus een deel van de dividenduitkering op.

Een aandeleninkoopprogramma is een alternatieve route om geld terug te sluisen naar beleggers.

Het idee is eenvoudig. Door de inkoop verdwijnen aandelen uit de markt, waardoor beleggers die

OM AANDEEL- HOUDERSWAARDE TE CREEËN VIA EEN AANDELEN- INKOOP MOET AAN EEN VOORWAARDE ZIJN VOLDAAN: DE AANDELEN MOGEN NIET TE DUUR AANGESCHAFT WORDEN

hun stukken niet hebben verkocht een groter deel van de waarde die de onderneming creëert kunnen opeisen. Op de kortere termijn zal de winst per aandeel, bij gelijkblijvende winst, een impuls krijgen als de ingekochte aandelen worden verscheurd.

NIET TE DUUR

Om aandeelhouderswaarde te creëren via een aandeleninkoop moet aan één voorwaarde zijn voldaan: de aandelen mogen niet te duur aangeschaft worden.

Warren Buffett verwoordt dat als volgt: "Bedrijven zouden uitsluitend tot inkoop van eigen aandelen moeten overgaan indien de beurskoers lager noteert dan de conservatief berekende intrinsieke waarde en er geen betere investeringsalternatieven voorhanden zijn."

Buffett is cynisch over de manier waarop bedrijven inkoopprogramma's uitvoeren. De topbelegger schermt graag met lijstjes van omvangrijke aandeleninkopen tegen

KPN: VAN INKOOPFANAAT NAAR BEURSSCHLEMIEL

In 2009 waagde bijna geen enkele topman van een Damrak-bedrijf zich aan aandeleninkoop. KPN was de spreekwoordelijke uitzondering. Het bedrijf kocht voor ongeveer één miljard euro aandelen in.

Tot 2011 was KPN fanatiek met het terugsluisen van cash naar beleggers. Tussen 2004 en 2011 kocht het bedrijf voor tien miljard euro aandelen in en keerde KPN voor acht miljard euro aan dividend uit. De uitkeringen lagen aanzienlijk hoger dan de winsten en cash flows van het concern. KPN moest dus schulden aangaan om het verschil te financieren.

Toen de inkomsten begonnen terug te lopen, werd het inkoopprogramma en het dividend in korte tijd naar nul euro afgebouwd.

Begin 2013 maakte KPN bekend dat het voor een bedrag van drie miljard euro aandelen wilde ophalen om de balans te versterken. Een fractie van de 18 miljard euro die het concern tussen 2004 en 2011 teruggaf aan aandeelhouders. Maar door de gemarginaliseerde koers en het feit dat KPN een fikse korting moest geven om beleggers over de streep te trekken mee te doen met de emissie, nam het aandelenkapitaal met 2,8 miljard aandelen toe.

Hoogleraren Arnoud Boot en Cees Cools rekenden voor dat KPN sinds 2004 per saldo 1,8 miljard aandelen heeft uitgegeven en daar zeven miljard euro voor moest betalen, in plaats van geld te ontvangen, zoals gebruikelijk is als het aandelenkapitaal wordt uitgebreid.

