

Kapitaal: uitkeren of investeren?

Ongeveer een jaar geleden schreven de Amerikaanse senatoren Chuck Schumer en Bernie Sanders (inmiddels presidentskandidaat) een opiniestuk in de *New York Times*. De kop: *Limit Corporate Stock Buybacks*. Deze corporate self-indulgence is slecht voor werknemers en voor de gezondheid van de economie op lange termijn en is alleen maar goed voor de aandeelhouders en het management van de onderneming, aldus de twee democraten.

Wie denkt dat een dergelijke zienswijze onder (sociaal-)democraten of populisten voorkomt, heeft het mis. Ook Larry Fink, de hoogste baas van 's werelds grootste vermogensbeheerder, Blackrock, deed in 2017 al een oproep aan bedrijven om minder uit te geven aan het uitkeren van kapitaal aan aandeelhouders en meer aan investeringen om toekomstige groei te realiseren. De uitgaven aan inkoop van eigen aandelen en dividend voor Amerikaanse bedrijven in de S&P 500 was gelijk aan hun totale nettowinst. Hij zag liever dat ze hun geld zouden investeren in toekomstige groei.

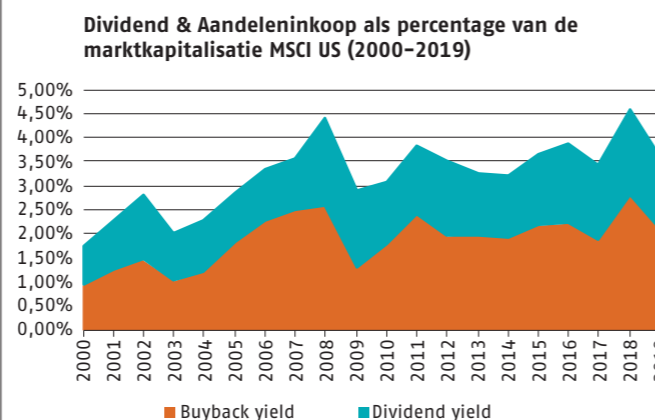
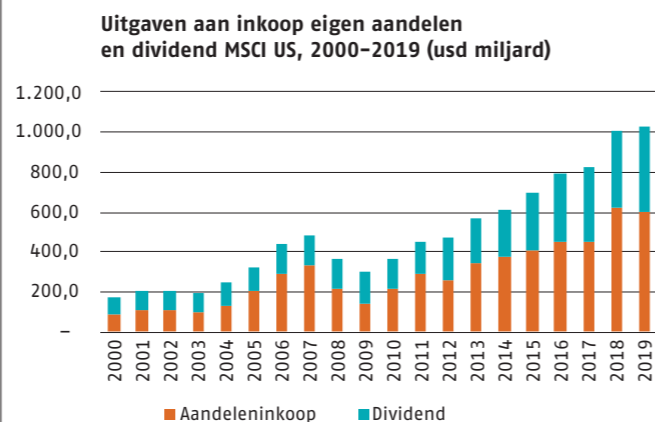
Uit diverse hoeken is er dus kritiek op het inkopen van eigen aandelen door bedrijven. We beginnen dit artikel met een analyse van de omvang van het veronderstelde probleem. Daarna nemen we het verschil tussen dividend en inkoop van eigen aandelen onder de loep. In paragraaf drie concluderen we dat inkoop van eigen aandelen in sommige gevallen goed is en, inderdaad, in andere gevallen niet. Aan de hand daarvan proberen we vraag te beantwoorden of het inkopen van eigen aandelen voor bedrijven nou een goed idee is of niet.

Drs. H. Bots is Head of Fundamental Equities bij APG Asset Management.



DE OMVANG VAN HET PROBLEEM

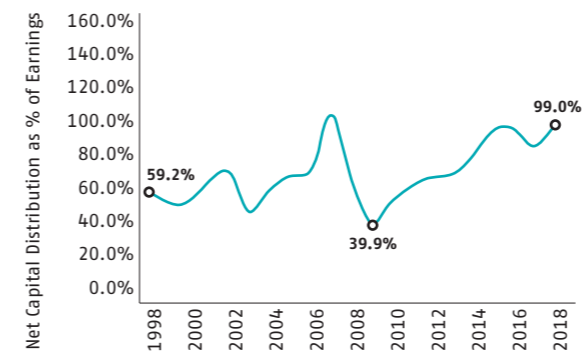
Wie een vluchtige blik op de cijfers werpt, zal moeten erkennen dat het probleem groot is en steeds groter wordt. Nog maar in 2012 kochten bedrijven in de VS ongeveer USD 200 miljard aan eigen aandelen. In 2019 was dit gestegen tot USD 600 miljard.



Figuur 1

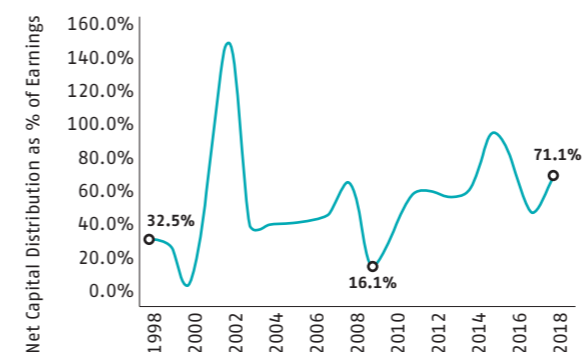
Het beeld verandert als we de *buyback activity* meten als percentage van de gecombineerde marktkapitalisatie van deze bedrijven. Deze analyse is gepresenteerd in de grafiek rechts. Daaruit blijkt dat dezelfde bedrijven in 2018 nauwelijks meer aandelen inkochten dan in 2012 – licht boven het langjarig gemiddelde van 2% – terwijl in de tussenliggende jaren zelfs minder werd ingekocht. Hogere koersen zijn natuurlijk de verklaring. In 2019 was de marktwaarde van de bedrijven gemiddeld iets meer dan twee maal zo hoog als in 2012, dus met USD 200 miljard kocht je in 2018 dezelfde hoeveelheid aandelen als je in 2012 met USD 100 miljard kocht.

Dan blijft de vraag of bedrijven niet teveel kapitaal distribueren (netto = aandeleninkoop plus dividend, minus uitgifte nieuwe aandelen). Met een beroep op de research van UBS, lijkt het daar in eerste instantie wel op.



Figuur 2a: In de VS in 2018 was de netto kapitaalverdeling 99,0% van de inkomsten

Bron: Factset/UBS

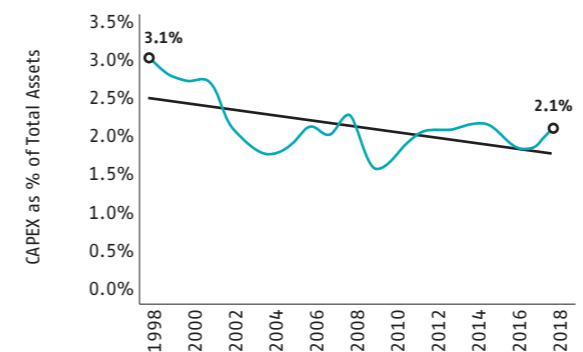


Figuur 2b: Terwijl het in de EU 71,1% was

Bron: Factset/UBS

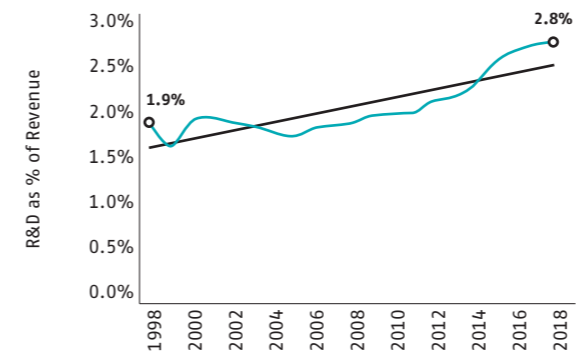
De netto distributie van kapitaal aan de aandeelhouders door bedrijven in de VS was in 2018 gelijk aan 99% van de totale nettowinst. In Europa was dat cijfer iets lager, maar de trend is vergelijkbaar, zij het iets minder scherp.

En daarmee komen we bij de hamvraag: leiden die hogere kapitaalverdelingen tot lagere investeringen.



Figuur 3a: De investeringsuitgaven in percentage van de totale activa zijn langzaam afgenomen

Bron: Factset/UBS



Figuur 3b: Interne investeringen in de VS in de vorm van R&D zijn niet afgenomen in de nasleep van afgenomen kapitaalverdeling

Bron: Factset/UBS

Figuur 3a zegt ja, figuur 3b zegt nee. De ratio tussen kapitaalverdelingen als en de waarde van bestaande activa laat een duidelijk dalende trend zien sinds 1998. De uitgaven aan onderzoek en ontwikkeling als percentage van de totale omzet laten echter een duidelijk stijgende trend zien over dezelfde periode.

De conclusie is dat bedrijven de laatste jaren iets meer kapitaal zijn gaan distribueren en iets minder zijn gaan investeren, maar dat de uitgaven aan onderzoek en ontwikkeling juist toenemen. Dat valt goed te rijmen met de verandering in veel business modellen die steeds minder fysieke activa nodig hebben (fabrieken, winkels) om goederen en diensten te produceren en te verkopen: het downloaden van een album, boek of film vergt nu eenmaal minder productiecapaciteit dan de fysieke versies ervan in huis halen. Met andere woorden: mogelijk is een hogere kapitaalverdeling niet een oorzaak van lagere investeringen, maar juist het gevolg ervan.

INKOPEN OF UITBETALEN: EEN KWESTIE VAN BELASTING EN INCENTIVES

Bedrijven die kapitaal willen distribueren hebben de keuze tussen inkoop van eigen aandelen of het uitkeren van dividend. Die keuze wordt in grote lijnen bepaald door twee factoren: het belastingregime van de meerderheid van de aandeelhouders en de wijze waarop de variabele beloning van het management wordt bepaald: de incentives. Aan weerszijden van de Atlantische Oceaan zijn er duidelijk verschillende preferenties met betrekking tot kapitaalverdeling.

BELASTING EN REGELGEVING

In de VS wordt belasting op winst op aandelen pas betaald bij realisatie (verkoop van het aandeel). Waardestijging van aandelen is dus onbelast zolang er niet wordt verkocht. Op dividend, daarentegen, wordt bij uitkering al belasting geheven. Voor langetermijnbeleggers zonder kortetermijnliquiditeitsbehoefte is een dividend derhalve niet aantrekkelijk. Het leidt tot hogere belasting op korte termijn en een herbeleggingsprobleem. In de meeste Europese landen is de belasting op waardestijging van aandelen vergelijkbaar met –of hoger dan– de belasting op dividend.

Een ander verschil is dat in Europa aandeleninkoopprogramma's moeten worden goedgekeurd door de aandeelhouders en deze goedkeuring verloopt in de meeste gevallen na 18 maanden. In de VS is voor programma's van minder dan 10% van het uitstaande aandelenkapitaal per jaar geen goedkeuring van aandeelhouders nodig.

INCENTIVES

Een belangrijke factor bij de keuze tussen investeren, inkopen of uitkeren zijn de incentives van het management. In veel incentive-programma's speelt de winst per aandeel een belangrijke rol. Het inkopen van eigen aandelen leidt tot een hogere winst per aandeel zolang het verschil in de netto rentelasten niet te groot is. Bij de huidige lage rentes moet het wel heel gek lopen, wil het inkopen van eigen aandelen niet positief uitpakken voor de winst per aandeel. Daarnaast gaan veel boards ervan uit dat inkoop van eigen aandelen positief uitpakt voor de koers van een aandeel en dus voor de *total shareholder return*. Zoals we zullen zien, is dit niet in alle gevallen waar, maar het verschil in langetermijnrendement tussen de 'terugkopers' en de bredere markt spreekt wel tot de verbeelding. Als APG zijn we overigens geen fan van beide elementen (winst per aandeel en total shareholder return als onderdeel van de criteria voor variabele beloning).

SOMS GOED, SOMS NIET

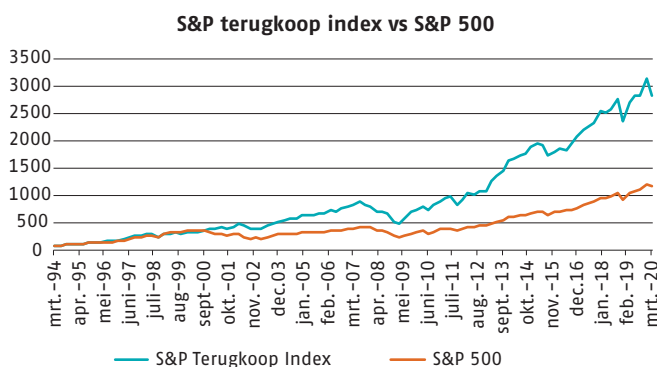
Dat brengt ons bij de vraag of het inkopen van eigen aandelen eigenlijk een goed idee is. Laten we eerst de veronderstelling bekijken dat het goed is voor de aandeelhouders.

Scenario	Prijs = Waarde		Prijs > Waarde		Prijs < Waarde	
	Voor	Na	Voor	Na	Voor	Na
Operationele Waarde	900	900	900	900	900	900
Overtollige liquiditeiten	100	0	100	0	100	0
Aandeelhouderswaarde	1000	900	1000	900	1000	900
Aantal aandelen	100	90	100	95	100	80
Waarde per aandeel	10.00	10.00	10.00	9.47	10.00	11.25
Prijs per aandeel	10.00		20.00		5.00	

De bovenstaande tabel toont drie scenario's waarin een imaginaire onderneming aandelen terugkoopt. In de (naïeve) veronderstelling dat we de operationele waarde objectief kunnen vast stellen op 900 en dat de overtollige liquiditeiten (dus liquide middelen die niet noodzakelijk zijn voor het uitvoeren van de bedrijfsactiviteiten) 100 bedragen. Gegeven 100 uitstaande aandelen, is de waarde per aandeel 10. In het eerste scenario is het aandeel correct gewaardeerd (prijs is gelijk aan waarde). Het aanwenden van de 100 voor het inkopen van 10 aandelen leidt tot een afname van de aandeelhouderswaarde met 10% en een afname van het aantal uitstaande aandelen met 10%. Per saldo is er voor de aandeelhouders dus niets veranderd. In het tweede scenario is het aandeel overgewaardeerd (prijs > waarde). In dit scenario leidt de inkoop van eigen aandelen tot een afname van de waarde per aandeel. De ondernemingswaarde daalt meer dan het aantal uitstaande aandelen. In het derde scenario is de prijs lager dan de waarde en leidt de inkoop van eigen aandelen tot een hogere waarde per aandeel.

Hoewel in werkelijkheid de waarde niet eenduidig kan worden vastgesteld, blijft het principe overeind: bedrijven die hun aandelen tegen een te hoge prijs inkopen vernietigen waarde voor de achterblijvende aandeelhouders. Inkoop van aandelen is dus niet per definitie gunstig voor aandeelhouders.

Er is echter één krachtig bewijsstuk dat nadrukkelijk suggereert dat de inkoop van eigen aandelen wel degelijk een goed idee is. Van de S&P 500 wordt naast de gewone index ook een index bijgehouden van de 100 bedrijven in die index die relatief het meest eigen aandelen inkopen. Het verschil in rendement tussen de index van terugkopers en de brede index is spectaculair.



Figuur 4

De terugkoopindex is in 26 jaar 28 maal zoveel waard geworden, de brede index slechts ruim 11 maal. De verklaring voor het verschil wordt doorgaans gezocht in het concept kapitaaldiscipline. Bedrijven die veel uitkeren of inkopen houden minder geld over om onverstandige dingen mee te doen, zoals laag renderende projecten of te dure overnames. En daarmee komen we tot de essentie.

Het is een wetmatigheid dat succesvolle bedrijven na verloop van tijd meer geld verdienen dan ze tegen een goed rendement kunnen herinvesteren. Op dat moment is het beter voor de aandeelhouders van de onderneming dat het geld wordt terug gegeven aan de aandeelhouders dan geïnvesteerd in laag renderende groei. Voor veel bedrijven die aan het eind van een groeifase komen is dat dan ook de beste keuze.

EN DUS

En dus eindigen we met een enerzijds-anderzijds conclusie. Bedrijven die geen goede mogelijkheden voor toekomstige groei hebben doen er goed aan om overtollig kapitaal uit te keren aan aandeelhouders, in de vorm van dividend of inkoop van eigen aandelen, afhankelijk van de preferenties van de aandeelhouders. Niemand zit immers te wachten op een oliemaatschappij die eindeloos investeert in nieuwe productiecapaciteit terwijl de wereld de transitie naar hernieuwbare energiebronnen overduidelijk heeft ingezet. Dit leidt tot misallocatie van kapitaal, toekomstige afschrijvingen en faillissementen en het weghouden van kapitaal bij aantrekkelijker projecten. Anderzijds moeten bedrijven niet te gemakkelijk de handdoek in de ring werpen. Microsoft had in 2007 kunnen concluderen dat het bedrijf alles uit Windows en Office heeft gehaald wat eruit te halen viel en al het overtollige kapitaal terug te geven aan aandeelhouders. Het bedrijf besloot echter de nieuwe wereld van cloud computing, software as a service en sociale netwerken middels gerichte investeringen en overnames te omarmen. Het resultaat is een omzetgroei van 250% over de 12 daaropvolgende jaren en een toename van het aantal arbeidsplaatsen met 50.000. Het rendement is in de tussenliggende jaren ruimschoots boven de kostenvoet van het kapitaal gebleven.

En daarmee moeten we concluderen dat Bernie Sanders en Larrie Fink het waarschijnlijk goed zien. Bedrijven moeten beter hun best doen om goed renderende investeringsmogelijkheden te vinden. We leven in een wereld die sneller verandert dan ooit en elke dag nieuwe mogelijkheden biedt. Als bedrijven als Microsoft, maar ook Shell en Unilever en Aegon die kansen benutten is dat goed voor iedereen, niet in de laatste plaats de aandeelhouders. ■