



Aandeleninkoop nog niet gewaardeerd

Auteur(s):

Roosenboom, P.G.J.

Goriaev, A.P.

Beemt, A., van den

*Roosenboom en Goriaev zijn verbonden aan het Finance Department van de Faculteit Economie, Katholieke Universiteit Brabant. Van den Beemt is werkzaam bij SPF Beheer.***Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4296, pagina 184, 23 februari 2001

Rubriek:**Trefwoord(en):**

financiering

Ondanks de belastingherziening blijft inkoop van eigen aandelen onaantrekkelijk. Dat blijkt ook uit de waardering van aandeleninkoop door beleggers.

Recordwinsten, gecombineerd met omvangrijke verkopen van bedrijfsonderdelen, hebben in de afgelopen jaren grote geldsommen in het laatje gebracht van Nederlandse beursvennootschappen. Ongetwijfeld valt een gedeelte van deze kasvoorraad als overtollig te bestempelen. Ziet de ondernemingsleiding geen rendabele investeringsmogelijkheden voor een uitpuilende kasvoorraad, dan moet ze deze overtollige geldmiddelen aan de aandeelhouders retourneren, zo luidt het adagium.

De ondernemingsleiding kan het geld naar de aandeelhouders terugsluizen door de eigen aandelen in te kopen. De inkoop van eigen stukken kan een grote omvang aannemen. Zo kocht verzekeraar Aegon gedurende de jaren 1998-1999 voor bijna twee miljard gulden van haar eigen aandelen in. Het inkopen van eigen aandelen is in Nederland echter niet onbeperkt toegestaan. De wetgever heeft het maximaal in te kopen percentage eigen aandelen vastgesteld op tien procent van het geplaatste aandelenkapitaal. Daarenboven moeten Nederlandse ondernemingen in vergelijking met het buitenland onevenredig veel geld aan de belastingdienst afdragen. Om die reden is een reguliere aandeleninkoop onaantrekkelijk. Wie koopt immers eigen aandelen in als daarvan een aanzienlijk gedeelte naar de fiscus vloeit?

Superdividenden

De ondernemingsleiding kon tot december 2000 de overtollige kasmiddelen aan aandeelhouders teruggeven door het uitkeren van een superdividend in combinatie met een omgekeerde aandelensplitsing ofwel aandelensamenvoeging. Omdat er op die manier geen aandelen werden ingekocht, werd de belastingheffing berustend op een reguliere inkoop van eigen aandelen vermeden. De constructie sorteerde daarentegen precies hetzelfde effect als een inkoopoperatie. Deze synthetische aandeleninkoop, welke niet was gebonden aan de wettelijke eis van tien procent, is onlangs nog toegepast door KNP BT, Philips en Unilever.

In dit artikel zullen we een bondig overzicht bieden van de fiscale aspecten van de inkoop van eigen aandelen onder het nieuwe belastingstelsel. Daarnaast bespreken we de belangrijkste resultaten van ons onderzoek naar de invloed van aandeleninkopen en superdividenden op de ondernemingswaarde.

Belastingherziening

Aandeleninkopen hebben de laatste tijd veel stof doen opwaaien in verband met de belastingherziening 2001. Onder het oude belastingstelsel werd het verschil tussen de inkoopprijs van de aandelen en het indertijd gestorte aandelenkapitaal aangemerkt als een belastbare winstuitkering, waarover 25 procent dividendbelasting moest worden afgedragen. Niet verwonderlijk dat het Nederlandse bedrijfsleven, met Shell voorop, al jaren lobbyt voor een meer vriendelijke fiscale behandeling van aandeleninkopen. Minister Zalm van Financiën heeft recentelijk gehoor gegeven aan de roep van Nederlandse bedrijven. De inkoop van eigen aandelen zal in het nieuwe belastingstelsel 2001 niet langer leiden tot dividendbelasting indien het totaalbedrag waarvoor wordt ingekocht niet meer dan tienmaal het jaarlijkse contante dividend bedraagt ¹.

Maar er schuilt een adder onder het gras. Een andere maatregel legt van 2001 tot 2006 'excessieve' dividendbetalingen (waar ook de reguliere aandeleninkoop onder valt) een strafheffing van twintig procent op. Het uitkeren van een dividend boven tweemaal het jaargemiddelde sinds 1998, het uitkeren van meer dan vier procent van alle aandelen of een uitkering die de jaarwinst te boven gaat, gelden hierbij als buitensporig. Het nieuwe belastingstelsel blijft daarom de inkoop van grote pakketten aandelen bemoeilijken. Het nieuwe fiscale regime maakt zo een einde aan vluchtroutes uit voorgaande jaren.

Onderzoeksopzet

Onze steekproef bestaat uit veertig aandeleninkopen en zeven superdividenden, die gedurende de periode januari 1995-januari 2000 zijn aangekondigd in *Het Financieele Dagblad*. De onderzoeksvraag is of een aandeleninkoop of een superdividend ten tijde van de

aankondiging leidt tot significante en blijvende koerseffecten. De koerseffecten worden bestudeerd gedurende een periode van tien handelsdagen voorafgaande aan de aankondiging van de inkoopoperatie tot dertig handelsdagen nadien. Om de koerseffecten te bepalen wordt voor elk aandeel het dagelijkse rendement in de beschouwde periode verminderd met het op die dag behaalde rendement van de gehele aandelenmarkt volgens de CBS-herbeleggings-index. Hierbij wordt gecorrigeerd voor het systematisch risico van elk aandeel. Indien de aankondiging van de inkoopoperatie in *Het Financieele Dagblad* gepaard gaat met positieve en blijvende koerseffecten, betekent dit dat door het plan om eigen aandelen in te kopen de ondernemingswaarde structureel is toegenomen ².

Bevindingen

De redenen om de eigen aandelen in te kopen zijn legio. De door bestuurders genoemde drijfveren achter de veertig reguliere aandeleninkopen zijn: het uitkeren van overtollige kasmiddelen (acht keer genoemd), het afdekken van de uitoefening van personeelsopties (negen keer genoemd), het aanpassen van de vermogensstructuur (zes keer genoemd) en het tonen van vertrouwen in de eigen onderneming (zeventien keer genoemd). Het inkopen van eigen aandelen om overtollige kasmiddelen terug te sluisen naar de aandeelhouders is wegens de belastingheffing dus niet bijzonder populair. Alle zeven superdividenden hebben daarentegen van doen met het retourneren van overtollige kasgelden aan de aandeelhouders. Hier speelt de nadelige belastingheffing immers geen rol van betekenis.

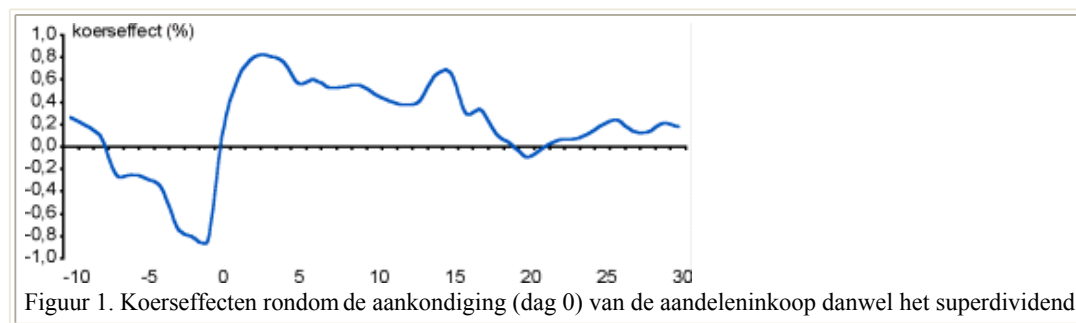
Met betrekking tot de omvang van de aandeleninkoop zijn grote verschillen te constateren. Indien het gaat om het terugsluisen van overtollige kasmiddelen, wordt gemiddeld 7,2 procent van de uitstaande aandelen ingekocht; bij het aanpassen van de vermogensstructuur handelt het om gemiddeld zes procent van de aandelen; bij het tonen van vertrouwen in de eigen onderneming betreft het gemiddeld 3,9 procent van de stukken en bij het afdekken van personeelsopties bedraagt de inkoop slechts 1,2 procent van het uitstaande aandelenkapitaal. Daartegenover staat de gemiddelde omvang van superdividenden, welke gelijk is aan 24 procent van de beurswaarde gemeten een handelsdag voorafgaande aan de aankondiging.

De koerseffecten

Uitgaande van het niet uitlekken van informatie voor de aankondiging treedt het koerseffect op de aankondigingsdatum zelf. In het onderzoek wordt echter eventuele lekkage van informatie in overweging genomen door het gemiddelde koerseffect op de aankondigingsdatum (dag 0) en een dag voorafgaande aan de bekendmaking (dag -1) te sommeren. De optelsom van het gemiddelde koerseffect bedraagt 1,4 procent. Dit houdt in dat op deze beide dagen tezamen de aandelen van de inkopende beursfondsen gemiddeld sterker in koers zijn gestegen dan op basis van hun systematische risico en van het destijds vigerende beursklimaat verwacht zou mogen worden.

Opnieuw zijn grote verschillen te constateren. Omvangrijke aandeleninkopen met als reden het teruggeven van overtollige kasmiddelen of het aanpassen van de vermogensstructuur tonen een koerseffect van gemiddeld twee procent. Superdividenden spannen echter de kroon. De optelsom van het gemiddelde koerseffect op dag 0 en dag -1 levert een totaal koerseffect van 3,3 procent op. Bescheiden inkopen van eigen aandelen met als motivatie het afdekken van personeelsopties of het tonen van vertrouwen in de eigen onderneming gaan niet gepaard met significante koerseffecten.

[figuur 1](#) cumulatieve gemiddelde koerseffecten gedurende tien handelsdagen voorafgaande aan de aankondiging van de inkoopoperatie tot dertig handelsdagen nadien. Deze worden berekend door het gemiddelde koerseffect van een bepaalde dag op te tellen bij de gemiddelde koerseffecten van alle voorafgaande dagen in de beschouwde periode.



De koerseffecten blijken niet blijvend te zijn. Alhoewel op dag 0 en dag -1 een positief koerseffect wordt behaald, wordt dit effect in de daaropvolgende handelsdagen teniet gedaan. Een dergelijk patroon doet zich voor ongeacht de motivatie van de aandeleninkoop. De aanvankelijk positieve koerseffecten verbonden aan superdividenden smelten evenzo in de daaropvolgende handelsdagen weg. De ondernemingswaarde wordt door aandeleninkopen en superdividenden niet structureel verhoogd. Het cumulatief gemiddelde koerseffect dertig handelsdagen na de aankondiging is dan ook niet significant verschillend van nul.

Conclusies

Ondanks dat het nieuwe belastingstelsel sommige van de fiscale belemmeringen inzake aandeleninkoop uit de weg ruimt, zal ook in de toekomst de inkoop van eigen aandelen een heet hangijzer blijven. De bekendmaking dat de ondernemingsleiding voornemens is eigen aandelen in te kopen danwel een superdividend uit te keren gaat gepaard met een gemiddeld koerseffect ter grootte van 1,4 procent. Wanneer daarentegen gekeken wordt naar de structurele koerseffecten, blijkt het aanvankelijk positieve koerseffect van korte duur te zijn. Inkoopoperaties en superdividenden blijken de ondernemingswaarde niet blijvend te verhogen. Ongeacht de fiscale behandeling, gaan aandeelhouders er per saldo niet op vooruit wanneer een ondernemingsleiding besluit eigen aandelen in te kopen

1 Fiscale oplossing inkoop eigen aandelen in zicht, *Het Financieele Dagblad*, 12 januari 2000.

2 De koersdata komen uit Datastream.

Copyright © 2001 - 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)