



Unilevers superdividend

Auteur(s):

Jong, A. de
Veld, C.H.

Beide auteurs zijn verbonden aan de vakgroep financiering van de Katholieke Universiteit Brabant.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4192, pagina 163, 5 maart 1999

Rubriek:

Prikkel

Trefwoord(en):

aandelenmarkten, ondernemingsstrategie

Op dinsdag 24 februari maakte Unilever een superdividend van zestien miljard gulden bekend. Hierbij stelde bestuursvoorzitter Tabaksblat dat het bedrijf het geld gewoon niet nodig had. Om deze reden besloot Unilever dan ook om het terug te geven aan de aandeelhouders die f 14,50 per aandeel tegemoet mogen zien. In de pers verschenen veel negatieve reacties op dit bericht. In *BN De Stem* van 25 februari verklaarde de heer Gooskens van beleggersbank HSBC bijvoorbeeld "Moet je voorstellen dat Robeco het geld teruggeeft aan zijn beleggers omdat ze er niets mee weten te doen (...) Dat betekent dat zo'n onderneming eigenlijk gewoon geen plan heeft. Dat is dus eigenlijk heel negatief". Ook werknemersvertegenwoordigers reageerden sterk negatief op dit bericht. De heer Baltes, voorzitter van de Europese Ondernemingsraad van Unilever, noemde de dividendbetaling een teken van armoede van het management.

Deze negatieve reacties hebben ons sterk verbaasd. In een klassiek artikel uit 1986 stelt Michael Jensen het probleem aan de orde dat managers met een teveel aan kasgelden de neiging hebben om deze middelen te besteden aan het uitvoeren van verliesgevende projecten of aan het doen van onverstandige acquisities. Letterlijk zegt hij hierover: "The problem is how to motivate managers to disgorge the cash rather than investing it below the cost of capital or wasting it in organizational inefficiencies"¹. In de visie van Jensen moet een onderneming die overtollige kasmiddelen heeft deze dus teruggeven aan haar aandeelhouders. Dit kan dan gebeuren in de vorm van een dividend of in de vorm van een inkoop van eigen aandelen.

Het besteden van de middelen aan projecten met een negatieve netto contante waarde leidt tot waardevernietiging. In deze context wijst Jensen op Amerikaanse ondernemingen in de tabaks- en de olie-industrie die in de jaren zestig dit soort verliesgevende activiteiten uitvoerden, in plaats van geld terug te geven aan hun aandeelhouders. De reden voor dit gedrag is dat het aantrekkelijker is voor een manager om een grote onderneming te leiden dan een kleine onderneming. Een grote onderneming brengt meer status, macht en salaris met zich mee. Dit probleem staat ook bekend als het 'empire building'-probleem. Het betreft hier een serieus probleem dat ook regelmatig in Nederland optreedt. In een recent onderzoek vinden wij bijvoorbeeld dat Nederlandse ondernemingen die middelen aantrekken uit aandelenemissies zonder dat zij daar een concreet doel voor hebben, gestraft worden met een daling van hun aandelenkoers op het moment dat de aandelenemissie bekend wordt gemaakt². Bij Unilever speelt dus de omgekeerde situatie. De onderneming heeft geld over en zij geeft dit terug aan haar aandeelhouders. Dit is een daad die zinvoller is dan de besteding van middelen aan verliesgevende projecten.

De meest serieuze kritiek die gegeven zou kunnen worden is dat Unilever niet genoeg geld teruggeeft aan haar aandeelhouders. In een toelichting op de jaarcijfers stelt bestuursvoorzitter Tabaksblat immers dat, indien de kans zich voordoet, Unilever een acquisitie van tien miljard zou kunnen betalen. Dit betekent dat Unilever een volle oorlogskas houdt en dat zij feitelijk dus beter een nog hoger dividend uit zou kunnen keren.

De negatieve reactie van de vakbonden is dan ook vreemd. De alternatieven voor Unilever zijn namelijk beperkt. Het geld in liquide vorm beschikbaar houden is geen reële optie. Het geld besteden aan verliesgevende projecten is een optie die, ook voor de werknemers, op lange termijn negatief uit zal pakken. De laatste mogelijkheid is het besteden van het geld aan acquisities. Het feit dat Unilever haar oorlogskassen nog niet voor dit doel heeft gebruikt geeft allereerst al aan dat winstgevende acquisities zeer waarschijnlijk niet beschikbaar zijn. Daarnaast is het uiteraard de vraag of de Unilever werknemers gebaat zijn bij de overname door Unilever van andere bedrijven. De vraag of nu sprake is van een 'presentje' van Unilever aan haar aandeelhouders, zoals wordt gemeld in *de Volkskrant* van 25 februari, kan eveneens ontkennend worden beantwoord. Als het dividend al moet worden aangemerkt als een cadeau dan bestaat het cadeau uit een sigaar uit eigen doos. De aandeelhouders krijgen simpelweg hun eigen geld terug. Indien Unilever zou hebben besloten om geen dividend uit te keren, hadden de aandeelhouders een deel van hun aandelenpakket kunnen verkopen, en daarmee zichzelf een cadeau kunnen bezorgen.

Wij willen dan ook besluiten met een welgemeend compliment aan de directie van Unilever. Wij hopen tevens dat de directie volgend jaar wederom besluit een dergelijk hoog dividend uit te keren, waarmee de laatste overtollige kasmiddelen worden teruggegeven aan degenen die hier recht op hebben: de aandeelhouders

1 Zie M.C. Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance and take -overs, *American Economic Review*, 1986, blz. 323-329.

2 Zie A. de Jong en C. Veld, An empirical analysis of incremental capital structure decisions under managerial entrenchment, *CentER Discussion Paper*, Katholieke Universiteit Brabant, 1998, nr. 9883.

Copyright © 1999 - 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)