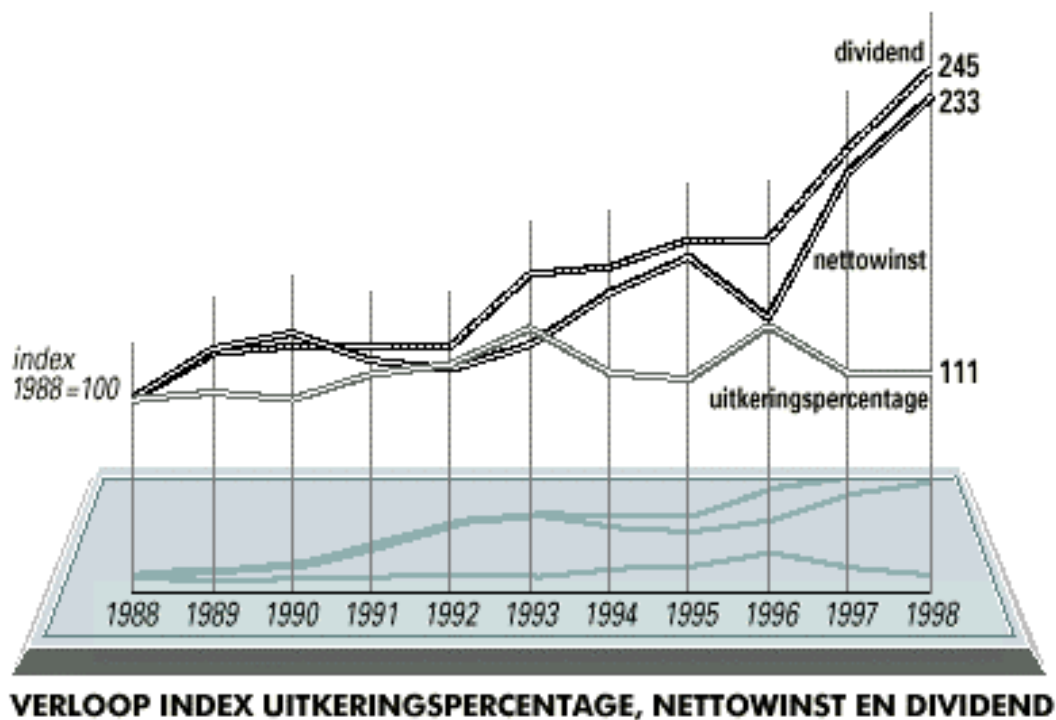


Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

Redenen, manieren, regels, voorwaarden, en inkoop van eigen aandelen in de praktijk



Naam:	Hans Schreuders
Studentnummer:	0024236
Datum:	31-08-2007
Afstudeercommissieleden:	H. Kroon & R.A.M.G. Joosten
Onderwijsinstelling:	Universiteit Twente
Periode:	16-03-2007 tm 15-08-2007

Voorwoord

Voor u ligt mijn afstudeerscriptie over het onderzoek naar de inkoop van eigen aandelen. Deze scriptie is bedoeld als naslagwerk voor iedereen die geïnteresseerd is in inkoop van eigen aandelen door vennootschappen. In dit onderzoek zal aandacht worden besteed aan de verschillende manieren van inkoop. Ook de motieven van inkoop van eigen aandelen worden beschreven. De inkoop van eigen aandelen is verbonden aan allerlei regels en voorwaarden. De verschillende aspecten zullen worden toegelicht. Ook zal er onderzoek naar gedaan worden hoe de inkoop van eigen aandelen in de praktijk plaatsvindt. Er zullen interviews worden gehouden met een aantal bedrijven. Verder wil ik iedereen bedanken die mij behulpzaam is geweest met het uitvoeren van het onderzoek. In het bijzonder wil ik mijn afstudeercommissie, te weten H. Kroon en R.A.M.G. Joosten voor het leveren van goed onderbouwd commentaar en ondersteuning tijdens het afstudeerproces.

Summary

In recent years the purchase of own shares is growing, not only for companies with stock quotation. In practice many problems and questions occur, such as:

- What are the reasons for purchasing own shares?
- What kind of methods can we distinguish?

In this study we shall try to give answers on the various questions.

The aim of this study is to recover and to research the phenomena of purchasing own shares. We also concern the rules, accounting principles and legal instructions from various points of view.

Purchase of own shares can be realised in different manners. We mention:

- purchasing by public bid;
- Dutch auction;
- private purchase;
- open market purchase;
- options agreements;
- Kempen version;
- Second office ('tweede loket').

The influence on the profit and loss account and on the balance sheet has been taken into account. The purchase transaction has only an effect on the balance sheet.

There are in practice different reasons of purchasing own shares. We can discern the following reasons:

- surplus of cash;
- purchasing own shares in stead of dividend distributions;
- adjustments of the financial structure;
- support of the shareholders stock prices;
- warning function;
- principal-agent effects;
- obligations to deliver shares;
- adjustments of the power of authority;
- bondholder expropriation thesis;
- supply curve;
- neutralization of the dilution of equity;
- to meet the interests of the shareholders and the investors;
- realisation of growth.

The fact that purchasing own shares should give a protection against mergers and hostile bids is not a valid reason. A purchase of own shares reinforces the effect of the – percentage of - interest in the shareholders equity. The own shares of the company do not count in determining the total interest of the shareholders equity. In contrary of the general opinion a purchase of own shares cannot prevent an undesired merger or hostile bid. Only an issue of shares can obstruct this.

There are legal restrictions of purchasing own shares. Principles and legal rules are given. Misuses of prior knowledge are forbidden. The management of the company in question has a lot of prior knowledge in respect of the shareholders. It is not allowed to use this knowledge.

In the first place the rules and principles in the Netherlands have been discussed in this study. The Dutch legislation indicates what is permitted and what is not. In most cases the managing directors are severally responsible for the losses due to breaking the legal rules such as using prior knowledge.

The influence of the European rules is increasing, especially for companies operating in the international market. The European rules emphasise the obligation of disclosure of the purchase plan. There are special rules for the period during the purchase of own shares and some specific transactions. Not in all cases requirements of the level of the shareholders equity are given. In actual practice it is possible to represent a negative equity.

The European Union dictates many rules for purchasing own shares, not only general rules but also special rules, such as trading conditions, restrictions, stabilization of the financial instruments, disclosure, reporting standards and price conditions. The policy in regard to purchasing own shares has become very stringent.

From the fiscal point of view there are also obstacles. In the first place rules are given concerning dividend distributions. If a company decides to purchase own shares in view of avoiding dividend taxes, the fiscal authorities can enforce an additional claim to recover the dividend taxes. Within the fiscal law there are specific conditions for investment funds, for mergers and the like. Special attention is given in this study to the recent Dutch Resolution concerning dividend taxes in the case of purchasing own shares.

The International Financial Reporting Standards (IFRS) is within the scope of the purchase of own shares object of this study too. There is no direct application, but if a company her liabilities pays in shares instead of paying by cash, the company were obliged to purchase own shares.

Specific rules are given for the presentation in the balance sheet.

Purchase of own shares occurs by companies with stock quotation, but private limited companies can also use it. Only the possibilities are limited. In most cases the shares are not unrestricted negotiable, the current shareholders have the obligation to deliver their shares according to the articles of association.

Finally there are practical cases given. A comprehensive description is object of this study.

The companies are as follows;

- Nutreco
- TNT Group
- Koninklijke DSM BV
- Aegon NV
- Arcelor Mittal
- Beter Bed
- ASML NV
- Wessanen
- ABN AMRO
- Vastnet Retail

For these companies the methods, reasons and volume has been researched.

A further explanation has been given for three companies i.e. TNT, ASML and Arcelor Mittal. The background and remarks from the analysts have been described.

In short:

1. TNT

Reasons:

to pay cash to shareholders;
to reduce the interest of the Government;
Optimizing the financial structure.

Background:

bonus determination by EBIT (earnings before taxes and interest) per share in stead of profit per share, liable to considerable price fluctuations.

2. ASML

Reasons:

a surplus of cash;
obligations for delivery of shares.

Background:

purchase by second office ('tweede loket'), resulting in a recovering of dividend taxes by the fiscal authorities;
disguising the bad results in the purchase plan;
bad experiences from the past concerning unsuccessfully takeovers.

3. Arcelor Mittal

Reasons:

ambitions to pay dividends of 30%;
cancelling the issue of shares from the recent past.

Background:

the merger (Arcelor and Mittal) is more successful than expected;
analysts of Merrill Lynch gave a prudent advice.

The interview by TNT, as a part of the study, was not surprising, except the remarks that more takeovers had been realised than foreseen. The purchase plan was focussed on the shareholders only.

Inhoudsopgave

1. Inleiding	8
2. Inkoopmanieren van eigen aandelen	9
3. Effecten manieren inkoop op balans en winst en verliesrekening	13
4. Redenen om eigen aandelen in te kopen	16
5. Juridische begrenzing van inkoop van eigen aandelen	23
5.1 Nederlandse regels	23
5.1.1 Inkoop eigen aandelen Toegestaan	23
5.1.2 Inkoop eigen aandelen niet toegestaan	24
5.2 Europese regels betreffende inkoop van eigen aandelen	25
5.2.1 Inkoop eigen aandelen toegestaan volgens Europese regels	25
5.2.2 Inkoop van eigen aandelen niet toegestaan volgens Europese regels	26
5.3 Juridische beperking bij leverage	27
6. Voorwaarden inkoop van eigen aandelen	29
6.1 Algemene voorwaarden	29
6.2 Handelsvoorwaarden	29
6.3 Beperkingen	30
6.4 Stabilisatie van een financieel instrument	30
6.5 Openbaarmakingverplichting en rapportageverplichting voor stabilisatie	31
6.6 Bijzondere prijsvoorwaarden	32
6.7 Voorwaarden voor aanvullende stabilisatie	33
7. Fiscale beperkingen inkoop eigen aandelen	35
7.1 Regels betreffend dividendbelasting	35
7.2 Regels bij fictieve vervreemding	36
7.3 Regels bij beleggingsinstellingen	37
7.4 Regels bij inkoop eigen aandelen bij fusies en overnames	37
7.5 Regels tijdelijke belegging	39
7.6 Beleidsbesluit over dividendbelasting bij inkoop eigen aandelen	39
7.6.1 Forward Purchase Agreement	40
7.6.2 Second Trading Line	40
8. Inkoop van eigen aandelen en de IFRS	43
8.1 Toepassingsgebied	43
8.2 Criteria voor opname in balans en waardering	44
8.3 bepaling van reële waarde van eigenvermogensinstrumenten	44
8.4 Behandeling van toekenningsvoorwaarden	45
8.5 Na de voorwaardelijke periode	45
8.6 Aanpassing van de toekenningsvoorwaarden	46
8.7 Transacties met aandelengerelateerde betaling in geld	46
8.7.1 Transacties met aandelengerelateerde betaling met de mogelijkheid om in geld af te wikkelen	46
8.7.1.1 Keuze bij wederpartij	47
8.7.1.2 Keuze bij onderneming	47
8.8 Openbaarmaking en toelichting	48
8.9 Uitzonderingsbepalingen IAS 32 en 39	49

9. Inkoop eigen aandelen bij BV	50
10. Voorbeelden van bedrijven die eigen aandelen inkopen	53
11. Redenen praktijkvoorbeelden	56
12. Manier van inkoop van eigen aandelen per bedrijf	58
13. Toelichting van praktijkvoorbeelden	61
14. Plan voor interview	69
14.1 Keuze van bedrijf	69
14.2 Interviewvragen met toelichting	69
14.3 Uitwerking interview	71
14.4 Gegevensanalyse interview	73
15. Conclusies en aanbevelingen	75
Addendum	82
Bijlage 1. verklaring van enkele begrippen	84
Bijlage 2. Interviewvragen	87
Literatuurlijst	88

1. Inleiding

Om het onderzoek naar inkoop van eigen aandelen goed in banen te kunnen leiden is er een probleemstelling en doelstelling nodig. De aanleiding voor dit onderzoek is dat er heel veel mogelijkheden zijn om aandelen in te kopen maar dat het onduidelijk is hoe deze worden toegepast. Ook is het van belang redenen van deze inkoop in kaart te brengen evenals de juridische begrenzing en voorwaarden voor deze inkoop. De doelstelling en aansluitend de vraagstellingen om de probleemstelling te beantwoorden zullen nu worden uiteengezet.

Doelstelling

In kaart brengen wat de mogelijkheden zijn van inkoop van eigen aandelen, welke manieren de vennootschappen kunnen gebruiken om deze aandelen in te kunnen kopen en wat de begrenzing van de inkoop van eigen aandelen, zowel in theorie als in praktijk is.

De vraagstelling

1. Wat zijn de redenen van ondernemingen om eigen aandelen in te kopen, wat zijn de mogelijkheden om aandelen in te kopen en wat is de begrenzing van inkoop van eigen aandelen?

2. Wat is in de praktijk vaak de reden van inkoop van eigen aandelen, welke manieren worden er gebruikt om eigen aandelen in te kopen, hoe zit het met de regels en welke problemen spelen er in de praktijk vaak een rol?

Om deze vraagstellingen te kunnen beantwoorden wordt het onderzoek opgedeeld in twee gedeeltes. Het eerste gedeelte is theoretisch en zal aan de hand van literatuur beschreven worden. In het tweede hoofdstuk zal worden beschreven wat de manieren zijn om aandelen te kunnen inkopen. In het derde hoofdstuk zal worden getoond wat de effecten zijn van de verschillende manieren op de balans en winst-en-verliesrekening. In het vierde hoofdstuk wordt beschreven wat de redenen zijn om de aandelen in te kopen. In het vijfde hoofdstuk zal worden ingegaan op de juridische begrenzing van de inkoop van eigen aandelen. In het zesde hoofdstuk zal worden beschreven wat de voorwaarden van inkoop van eigen aandelen zijn. In het zevende hoofdstuk wordt ingegaan op de fiscale regels van de inkoop van eigen aandelen. In hoofdstuk acht zal uiteengezet worden hoe de inkoop van eigen aandelen wordt toegepast op de International Financial Reporting Standards (IFRS). In het negende hoofdstuk zal ingegaan worden op de inkoop van eigen aandelen door BV's. Hier eindigt het eerste deel aansluitend zal het tweede deel van het onderzoek beschreven worden. Dit tweede deel gaat over inkoop van eigen aandelen in de praktijk. In het tiende hoofdstuk zullen praktijkvoorbeelden van de inkoop van eigen aandelen uitgewerkt worden. Daarna zal in het elfde hoofdstuk worden stilgestaan bij de redenen van deze inkoop van eigen aandelen. In het twaalfde hoofdstuk bij elk voorbeeld beargumenteerd worden in welke vorm de inkoop van eigen aandelen plaatsvindt. In het dertiende hoofdstuk worden drie voorbeelden nader toegelicht, in het bijzonder de achtergronden en eventueel commentaar van specialisten. In het veertiende hoofdstuk zullen interviewvragen geformuleerd worden met een toelichting per vraag en aansluitend zal het interview worden verwerkt en de gegevens verder worden geanalyseerd. In het vijftiende hoofdstuk worden de conclusies getrokken en zal de probleemstelling worden beantwoord.

2. Inkoopmanieren van eigen aandelen

In dit hoofdstuk worden de verschillende manieren beschreven waarop de aandelen kunnen worden ingekocht. De opsomming is op basis van een aantal wetenschappelijke artikelen en de praktijk. Deze artikelen zijn: *Bedrijfseconomische redenen om aandelen in te kopen*, *Inkoop van eigen aandelen op de beurs* en *What do we know about stock repurchases?*

Openbaar bod¹

De eerste manier die beschreven wordt is inkoop van aandelen via openbaar bod. Bij dit zogenaamde openbaar bod stelt de onderneming de aandeelhouders voor een zeker aantal aandelen terug te kopen tegen een vaste prijs. Dat betekent dat er over de prijs niet onderhandeld wordt. Als een aandeelhouder ervoor kiest om 30.000 aandelen aan te bieden tegen verschillende prijzen dan wordt dat niet geaccepteerd door de onderneming/ Vooral niet beursgenoteerde ondernemingen hanteren deze techniek. Dit betreft dus BV's. Om te stimuleren dat aandeelhouders de aandelen verkopen wordt een premie aangeboden boven marktprijs. Het bedrijf kan bepalen dat er een minimaal aantal aandelen moet worden aangeboden om door te kunnen gaan met het inkoopprogramma. Doorgaans wordt ook een minimumgrens bepaald dat de onderneming zich ertoe verplicht om alle aandelen in te kopen zolang het vooropgestelde maximum aantal aandelen niet bereikt is. Indien meer aandelen worden aangeboden dan het vooropgestelde maximum, kan de onderneming vrij beslissen of ze al dan niet meer dan het vooropgestelde aantal aandelen zal terugkopen. Stel dat een onderneming 60.000 aandelen wil inkopen en er tot nu toe 55.000 zijn ingekocht en een partij er 10.000 aanbiedt dan kan de onderneming beslissen of alle 10.000 aandelen worden ingekocht of dat alleen de 5.000 worden ingekocht omdat de onderneming niet meer dan 60.000 aandelen wil inkopen.

Private inkoop

Bij private inkoop onderhandelt de ondernemer met een grootaandeelhouder om een aanzienlijk aandelenpakket te kopen tegen een bepaalde prijs. Ook de grootaandeelhouder kan het initiatief nemen, bijvoorbeeld wanneer deze zijn aandelenpakket wenst af te stoten, maar geen overnamekandidaat voor zijn participatie vindt. Verkoop via de beurs houdt het risico van koersdaling in. Bedrijven kunnen deze manier van inkopen gebruiken om zich te beschermen tegen vijandige overnames. Dit wordt ook voornamelijk door BV's gedaan omdat de aandeelhouders bekend zijn.

Open markt aankopen

Beursgenoteerde ondernemingen gebruiken meestal deze manier van inkopen. Ze geven opdracht aan een makelaar om kleine pakketten aandelen in te kopen op de markt. De verkoper van aandelen weet niet dat hij aan de onderneming zelf verkoopt, omdat de onderneming niet zelf actief deelneemt aan het inkoopproces. Bij deze manier van inkoop beschikt de raad van bestuur over een mogelijkheid om eigen aandelen in te kopen, maar dit is geen verplichting. Dit wordt alleen door beursgenoteerde ondernemingen gedaan omdat hiervoor een vrije direct toegankelijke markt is.

Optiecontracten

Amerikaanse ondernemingen maken sinds begin jaren '90 gebruik van optiecontracten. Callopties geven de onderneming immers het recht om aandelen te kopen tegen een bepaalde uitoefenprijs. Uitoefenprijs en de

¹ Verwijzing naar Edward de Weird et al.2004 *Bedrijfseconomische redenen om aandelen in te kopen* PP 3-5

premie bepalen de uiteindelijke kosten die verbonden zijn aan de inkoop van eigen aandelen. Bij een beurskoers lager dan de uitoefenprijs zal het contract niet uitgeoefend worden, aangezien de onderneming de aandelen goedkoper via de beurs kan verwerven. Wanneer de onderneming een Putoptie schrijft, neemt ze de verplichting op zich om de aandelen in te kopen aan een vooraf bepaalde prijs. Deze opties worden toegerekend aan de aandeelhouders in overeenstemming met het aantal aandelen dat ze bezitten. Om de aandeelhouders ertoe aan te zetten hun recht uit te oefenen, moet de uitoefenprijs hoger zijn dan de marktprijs. Aangezien optierechten verhandelbaar zijn, kan de aandeelhouder die zijn aandelen wil behouden deze rechten verkopen aan degene die meer aandelen wenst te verkopen dan op grond van ontvangen optierechten mogelijk is. Dit wordt alleen door beursgenoteerde ondernemingen gedaan omdat alleen deze verhandelbare optiecontracten hebben.

Kempen variant ²

De zogenaamde Kempen variant houdt in dat de vermogensstructuur wordt aangepast in combinatie met een afname van het aantal aandelen. Bij deze manier worden fiscale consequenties door middel van inkoop van eigen aandelen vermeden. Dit komt doordat het gestorte kapitaal uit het verleden gedeeltelijk wordt terugbetaald aan de aandeelhouders. Dit is dus geen echte inkoop maar hetzelfde effect als inkoop van eigen aandelen wordt bereikt. De aanpassing van de vermogensstructuur wordt in drie stappen bereikt.

1. Bijschrijven van het nominaal kapitaal ten laste van het fiscaal vrije agio reserve, zodat voor de transactie voldoende nominaal kapitaal beschikbaar is.
2. Terugbetaling van het kapitaal als bijdrage van een bepaald percentage X van de aandelenkoers.
3. Consolidatie van elke 100/X aandelen in (100-X)/X nieuwe aandelen.

De aandeelhouders ontvangen voor iedere 100/X (100-X)/X aandelen plus eenmaal de aandelenkoers in contacten in handen. Om de derde stap te verduidelijken zal er een grafiek worden gemaakt van de hoeveelheid oude aandelen in nieuwe aandelen. Dit is bedoeld om duidelijk te maken hoe de formule werkt. Het effect in de praktijk komt neer op het feit dat er in aandeel minder zal worden ontvangen per honderd aandelen. Geschikt voor zowel beursgenoteerde ondernemingen als BV's omdat beide type ondernemingen kunnen streven naar een optimale kapitaalstructuur.

X	Effect voor Kempenvariant	effect na Kempenvariant
	100/X	(100-X)/X
1	100	99
2	50	49
3	33	32
4	25	24
5	20	19
6	17	16
7	14	13
8	13	12
9	11	10
10	10	9

Tabel 2.1 Het effect van de Kempen variant op de hoeveelheid aandelen.

² Voor het hele artikel wordt verwezen naar Drs. C.F.A. Baltus & M.B.J.Schouten *Inkoop van eigen aandelen op de beurs*, pp3Jan/Feb 2000 TFM

Aankoop per opbod ook wel Dutch auction genoemd³

Bij de aankoop per opbod legt de onderneming het aantal aandelen vast die ze wenst in te kopen en eventueel een prijsvork. Een prijsvork komt neer op het bepalen van een bandbreedte van de prijs wat de onderneming bereid is te betalen voor de aandelen. Aandeelhouders die geïnteresseerd zijn, kunnen hun minimumprijs bekend maken en het aantal aandelen dat ze bereid zijn te verkopen. Ieder bod wordt gerangschikt naar stijgende prijs. De onderneming start de inkoop met de goedkoopste bieding en gaat door tot het maximum aantal aandelen is bereikt. De uiteindelijke prijs is een vaste prijs gelijk aan de prijs van het laatst aanvaarde bod. Alle aandeelhouders van wie het bod geaccepteerd is, ontvangen die prijs voor hun aandelen. Dit stimuleert de aandeelhouders hun prijs laag te houden om de kans dat het bod aanvaardt wordt toeneemt. Deze manier van inkopen gebeurt vooral door niet beursgenoteerde ondernemingen. Stel dat een aandeelhouder ervoor kiest om 30.000 aandelen aan te bieden en ook wenst dan 10.000 aandelen voor 100 euro worden aangeboden, 10.000 voor 120 euro en eveneens 10.000 voor 130 euro. In dit geval is het mogelijk zolang het binnen de bandbreedte blijft. De kans is wel groter dat het bod van 100 en 120 euro worden geaccepteerd. Dit kan ook alleen maar als de prijs niet is vastgesteld.

Aandeleninkoop via tweede loket⁴

Een andere manier van aandelen inkopen is aandelen inkopen via tweede loket. Dit houdt in dat de bedrijven de eigen aandelen via de bank onder inhouding van voorheffing van dividendbelasting. De bank vordert de voorheffing terug later weer terug. Na onderzoek van de fiscus is besloten dat banken niet actief mogen deelnemen aan deze aandeleninkoop via een zogenaamd tweede loket. Deze manier kan namelijk gebruikt worden om de belasting te omzeilen. Bovendien blijkt ook niet overduidelijk dat banken risico lopen bij deze transactie. Bedrijven kopen onder inhouding van dividendbelasting aandelen in van grote beleggers die zich bekend moeten maken. Die beleggers kunnen de belasting terugvorderen en krijgen een kleine bonus voor de moeite die ze genomen hebben.

Daarnaast is het wel zo dat beleggers eenmalig belastingvrij hun aandelen ter inkoop mogen aanbieden aan een onderneming. Voorwaarde is wel dat zij de aandelen al wel in hun bezit hadden toen het inkoopprogramma van start ging en de aandelen niet zijn ingekocht met het inkoopprogramma als doel. Beleggers mogen weer nieuwe aandelen op de beurs kopen om hun portefeuille aan te vullen, maar die mogen zij niet nog een keer ter inkoop aanbieden aan de onderneming.

De fiscus zet een streep door een actieve rol van banken. Deze kochten onder eerdere inkoopprogramma's aandelen in op de beurs onder een 'forward agreement' met de onderneming. Daarin werd vastgelegd het tempo van de inkoop, de in te kopen hoeveelheid aandelen en de prijs waarop de onderneming ze af zou nemen. Ook financiële partijen die op de beurs aandelen inkochten om ze aan te bieden aan het tweede loket worden buiten spel gezet. Ze krijgen de ingehouden belasting niet terug. Dit mag bij geen enkele vennootschap dus ook niet bij een BV.

Dit zijn de hoofdmanieren om eigen aandelen in te kopen. Samenvattend een tabel met alle redenen en hoe de verschillende redenen zich tot elkaar verhouden.

³ Als achtergrondinformatie Grullon et al, *What do we know about stock repurchases?*, PP2

⁴ Meer informatie is te vinden in : *Het financieel dagblad van 03-05-2007*, PP1

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

Varianten	Verhouding tussen verschillende varianten
1. Openbaar bod	Elke variant de gewenste prijs door de aandeelhouders voorgelegd voor de aandelen in, maar prijs ligt hier niet vast . Enige relatie van openbaar bod met aankoop per opbod en private inkoop is gebruik BV.
2. Aankoop per opbod of Dutch auction	Aankoop per opbod heeft zoals gezegd met openbaarbod en private inkoop gemeen dat deze manieren voornamelijk worden gebruikt voor inkoop door BV's.
3. Private inkoop	Alleen raakvlakken eerste twee alleen overeenkomsten.
4. Open markt aankopen	Raakvlakken met inkoop via tweede loket door aanwezigheid derde partij. Verschil is bij tweede loket de aanwezigheid van een financiële instelling. Niet strikt aanwezig bij open markt aankopen.
5. Optiecontracten	Afdekking optiecontracten noodzakelijk. Verschillende vormen mogelijk. Geschikt zijn openbaar bod, inkoop per opbod en open markt aankopen.
6. Kempen variant	Via een formule bepaald hoeveel aandelen er per 100 aandelen worden ingekocht, 10 % wordt ingekocht, vaak gefinancierd met vreemd vermogen.
7. Aandeleninkoop via tweede loket	Altijd door financiële instellingen gedaan en inkoop ook via deze instelling ingekocht.

Tabel 2.2 Relaties tussen verschillende varianten

3. Effecten manieren inkoop op balans en winst en verliesrekening

In dit hoofdstuk worden de verschillende effecten op de balans en/of winst en verliesrekening beschreven. Dit wordt gedaan voor elke manier van inkoop van eigen aandelen die beschreven zijn in het vorige hoofdstuk. Een + geeft een stijging aan een – een daling. In eerste plaats is er een verandering in cash omdat er geld moet worden betaald voor de aandelen. En bij betaling boven nominale waarde wordt dit ten laste gebracht van de winstreserves. Het is niet toegestaan om inkoop van eigen aandelen ten laste te leggen van de winst van de onderneming. Dat heeft tot gevolg dat er alleen wordt gekeken naar het effect van inkoop van eigen aandelen op de balans. Nadere informatie hierover in Hoofdstuk 8.

Activa	Passiva
Cash -	Gestort kapitaal - Winstreserves -

2 Bij deze manier is het effect hetzelfde als bij de vorige met 1 verschil. Het verschil zit hem in de prijs. Het laatste bod dat wordt geaccepteerd bepaalt de prijs die betaald wordt.

Activa	Passiva
Cash -	Gestort kapitaal - Winstreserves -

3

Bij private inkoop wijkt het niet af van de vorige twee manieren. Alleen zal de omvang beperkter zijn omdat het 1 groot aandeelhouder betreft die zijn pakket van de hand doet

Activa	Passiva
Cash -	Gestort kapitaal - Winstreserves -

4

Bij deze manier werkt het iets anders dan voorafgaande. Eerst worden er kleine partijen ingekocht op de beurs. En vervolgens worden deze stukken aangeboden aan het bedrijf tegen betaling. Ook zal de handelaar een kleine vergoeding ontvangen voor de geleverde diensten.

Activa	Passiva
Cash -	Vergoeding derden(EV) - Gestort kapitaal - Winstreserves -

5 Bij optiecontracten moeten de bedrijven eigen aandelen inkopen om deze te kunnen leveren bij uitoefening van optiecontracten. Het effect is in twee stappen te omschrijven. De eerste stap is het inkopen van eigen aandelen

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

op de beurs. De stukken worden echter niet ingetrokken dus worden deze nog niet ten laste gelegd van het geplaatste kapitaal.

Activa	Passiva
Cash -	Gestort kapitaal - Winstreserves -

De tweede stap is de uitoefening van de optiecontracten. De ingekochte aandelen worden eerst geleverd en dan worden ze weer verkocht aan het bedrijf. Vervolgens worden de aandelen wel ingetrokken en dit wordt ten laste gelegd van het geplaatste kapitaal. Het netto effect zal worden beschreven. Dit wordt ten laste gelegd van het geplaatste kapitaal en bijgeboekt bij de winstreserves.

Activa	Passiva
	Gestort kapitaal - Winstreserves +

6.1 In deze stap worden eerst nominaal kapitaal bijgeschreven ten laste van het fiscaalvrije agio kapitaal.

Activa	Passiva
Cash -	Gestort kapitaal + Agioreserve -

6.2

Vervolgens wordt het geplaatste kapitaal terugbetaald door middel van een bepaald percentage van de aandelenkoers. Het effect op de balans zal nu weergegeven worden.

Activa	Passiva
Cash -	Gestort kapitaal -

De derde stap wordt niet weergegeven in balans en winst en verliesrekening. Dit gaat om het aantal uitstaande aandelen.

7 Aandelen inkoop via tweede loket. Dit gaat eerst via een financiële instelling. De fiscus heeft besloten dat niet meer via deze manier eigen aandelen mogen worden ingekocht. De effecten zijn verder hetzelfde als op manier 5. De verschillen zullen worden getoond hieronder. Via een forward agreement worden de aandelen ingekocht. De fiscus heeft besloten om de voorheffing van dividendbelasting niet terug te betalen. Aan deze manier van inkoop zit ook nog een vergoeding voor de bank aan vast.

Activa	Passiva
Cash -	Gestort kapitaal - Winstreserves - Vergoeding Bank -

In de volgende figuur wordt in het kort weergegeven hoe de effecten op de balans voor de verschillende varianten zich tot elkaar verhouden. Varianten die hetzelfde effect op de balans vertonen zullen geclusterd worden.

Variant	Effect op balans	
1. Openbaar bod 2. Aankoop per opbod 3. Private inkoop	Activa	Passiva
	Cash -	Gestort kapitaal - Winstreserves -
4. Open markt aankopen 7. Aandeleninkoop via tweede loket	Activa	Passiva
	Cash -	Gestort kapitaal - Winstreserves - Vergoeding derden -
5. Optiecontracten	Activa	Passiva
	Cash -	Gestort kapitaal - Winstreserves -
6. Kempen variant	Activa	Passiva
	Cash -	Agio - Geplaatst kapitaal +
	Activa	Passiva
	Cash -	Gestort kapitaal -

Tabel 3.1 Balanseffecten bij de verschillende effecten

4. Redenen om eigen aandelen in te kopen

Om beter te kunnen begrijpen wat het verschijnsel inkoop van eigen aandelen inhoudt moet er ook aandacht worden besteed aan de redenen van inkoop van eigen aandelen. De redenen zullen hier beschreven worden. De opsomming vindt plaats op basis van de volgende artikelen: *Bedrijfseconomische redenen om aandelen in te kopen en Inkoop eigen aandelen*. Ook uit de praktijk is een voorbeeld genomen omdat deze niet in de wetenschappelijke theorie voorkomt.

Overtallige kasmiddelen en gebruik van inkoop als vervanging voor dividenduitkering⁵

Het kan voorkomen dat ondernemingen een liquiditeitsoverschot hebben dat niet gebruikt kan worden om investeringen te doen die een verwachte positieve eindwaarde hebben. Deze middelen kunnen op twee manieren worden uitgekeerd, namelijk via dividenduitkering of via inkoop van eigen aandelen.

In vergelijking met dividenduitkering is de inkoop van eigen aandelen effectiever en flexibeler. Een hogere dividenduitkering wekt namelijk de verwachting dat de jaarlijkse uitkering van het dividend permanent verhoogd zal worden. Als het dividend later zal dalen, geeft dit een negatief signaal af over de onderneming. Daarom zijn bestuurders niet snel geneigd om het dividend te verhogen als ze dit later toch weer moeten terugschroeven. Daarom is als alternatief een inkoopprogramma van eigen aandelen beter voor de onderneming. Ze zal niet afgestraft worden als het inkoopprogramma later niet in het geheel of maar gedeelte wordt afgewerkt. Stel dat er per aandeel 1 euro dividend wordt uitgekeerd. Als een bedrijf ervoor kiest om 2 euro uit te keren zal dit positief worden ontvangen door de aandeelhouders. Stel dat de koers hierdoor 3 euro stijgt. Echter in het volgende jaar wordt het dividend weer teruggeschroefd naar 1 euro per aandeel. Als gevolg daalt hierdoor de koers met 5 euro omdat de verwachtingen naar beneden worden bijgesteld. In het geval van inkoop van eigen aandelen blijft het dividend gelijk op 1 euro. Dit heeft als gevolg dat er geen negatieve verwachtingen worden opgewekt. Doordat er meer vraag is naar het aandeel, zal de koers met 4 euro toenemen. Deze stijging is duurzamer dan in het geval van een dividenduitkering.

Er komt ook nog bij dat dividend wordt uitgekeerd aan alle aandeelhouders ook aan degenen die ervoor kiezen om in feite geen dividend te ontvangen. Bij een inkoopprogramma bieden alleen aandeelhouders die bereid zijn te verkopen. Aandeelhouders die niet willen verkopen hoeven niet te reageren. Dividenduitkering en inkoopprogramma kunnen naast elkaar worden toegepast. In het bijzonder als liquiditeitsoverschot een zodanige omvang heeft dat het niet kan worden opgelost met alleen een inkoopprogramma.

Aanpassing financiële structuur

Doordat de rente op vreemd vermogen wel fiscaal aftrekbaar is maar de dividenduitkeringen bij eigen vermogen niet aftrekbaar is, heeft dit als gevolg dat vreemd vermogen fiscaal voordelig is ten opzichte van eigen vermogen. Door het aangaan van schulden kan de onderneming de gewogen gemiddelde kapitaallast drukken waardoor de waarde van de onderneming toeneemt. Wanneer de onderneming eigen aandelen inkoopt, vermindert haar eigen vermogen doordat de eigen aandelen worden ingetrokken of worden de schulden verhoogd als men vreemd vermogen aantrekt om de inkoop op eigen aandelen te financieren. Inkoop van eigen aandelen laat eveneens toe dat de optimale schuldgraad wordt bereikt die de waarde van de onderneming zal maximaliseren. Als er sprake is van een situatie waarin de verhouding tussen het eigen vermogen en vreemd vermogen niet optimaal is en er

⁵ Verwijzing naar Edward de Weird et al. 2004 *Bedrijfseconomische redenen om aandelen in te kopen* PP 5-10

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

bovendien sprake is van te weinig eigen vermogen dan moet de onderneming geen eigen aandelen in gaan kopen omdat hierdoor de situatie zal verergeren en er nog meer vreemd vermogen aanwezig zal zijn. De optimale verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen is in de meeste gevallen: $\frac{EV}{VV} = \frac{1}{2}$. Is die verhouding groter dan kunnen er aandelen worden ingekocht. In het geval deze verhouding kleiner is dan is inkoop van eigen aandelen niet van toepassing.

Koersondersteuning

In bepaalde gevallen kan het noodzakelijk zijn om haar beurskoers te ondersteunen. Een eerste reden houdt verband met het financiële imago van het bedrijf. Het bereiken van een goede koers-winstverhouding geeft de onderneming het imago van een goede performer. Een tweede motief is het nakomen van koersgarantieverplichtingen. Wanneer een onderneming aandelen uitgeeft met koersgarantie, heeft ze er belang bij dat de koers niet onder een bepaalde grens duikt. Wanneer de beurskoers een vooraf bepaalde grens bereikt, hebben de aandeelhouders het recht om hun aandelen aan de vennootschap te verkopen.

Een derde beweegreden houdt verband met de voorbereiding van een aandelenemissie. Aangezien de aankondiging van een emissie een koersdrukkend effect heeft doordat er meer uitstaande aandelen op de markt kopen, zal een emissie meer kans van slagen hebben als de koers van de aandelen wordt opgedreven door eigen aandelen in te kopen. Na afronding van de emissie kan de inkoop van eigen aandelen voorkomen dat de beurskoers onder de uitgiftekoers daalt en het financiële imago van de onderneming geschaad wordt.

Randvoorwaarde is wel dat deze aandelen wel ingetrokken zullen worden.

Voorgaande motivaties werken aan de vraagzijde. Directe koerssteun kan zich ook voordoen aan de aanbodzijde. Het betreft hier het uitstellen van het remitteren van de aandelen.

Signaalwerking

Inkoop van aandelen kan als signaal naar de markt dienen dat de aandelen ondergewaardeerd zijn. Dit is het meest voorkomende argument om aandelen in te kopen op de markt. Het argument van de signaalwerking vindt zijn oorsprong in het feit dat het management een informatievoorsprong heeft op de externe aandeelhouders en een betere kijk heeft op de interne ontwikkelingen van de onderneming. Daarom zal de markt proberen de signalen die het management afgeeft te interpreteren.

De aankondiging van een inkoopprogramma geeft eigenlijk signalen af die voor interpretatie vatbaar zijn.

Eenzijds kan het een teken zijn dat de onderneming geen groei mogelijkheid heeft en dus ook geen investeringsmogelijkheden kan aanwenden. Anderzijds kan het betekenen dat het management op basis van interne informatie ervan overtuigd is dat de aandelen ondergewaardeerd zijn. Aldus het artikel van *De Weerd et al Bedrijfseconomische redenen om eigen aandelen in te kopen*.

“Principal-agent” aspecten

Bij grote beursgenoteerde ondernemingen bestaat er een scheiding tussen eigendom en management. Dit kan aanleiding geven tot conflicten tussen de aandeelhouders en de leiding van de onderneming, het management. Dit wordt aangeduid als “principal-agent” problemen. De aandeelhouders zijn de “principals” die de leiding hebben overgedragen aan de “agents”. De auteur van het artikel *Bedrijfseconomische redenen om eigen aandelen in te kopen*, stelt dat managers vooral streven naar groei van de onderneming desnoods ten koste van rendabiliteit terwijl aandeelhouders echter willen dat de onderneming rendeert en elk jaar goede resultaten behaalt. In de

praktijk ligt dat vaak genuanceerder omdat managers vaak een prestatiebonus ontvangen die oploopt als het bedrijf meer winst maakt.

De inkoop van eigen aandelen kan op meerdere manieren aanleiding geven tot “agency” conflicten. Dit kan ten eerste het geval zijn als het management zelf aandelenopties bezit. Managers zijn dan zelf de tegenpartij van de door henzelf genomen beslissing om aandelen in te kopen. Het management heeft er dan alle belang bij om te vermijden dat de beurskoers daalt en dit zal het management ertoe aanzetten de inkoop van eigen aandelen te verkiezen boven dividenduitkeringen. De uitoefenprijs van aandelen wordt immers niet aangepast aan de lagere beurskoers na dividenduitkering, terwijl het management door middel van inkoop van eigen aandelen de waarde kan laten toenemen.

Verder is er een asymmetrische verhouding tussen de kennis van het management en de markt. Het management beschikt doorgaans over meer informatie dan de aandeelhouders en kan die informatie gebruiken om hun eigen belangen te dienen bij de beslissing over een eventueel inkoopprogramma van eigen aandelen aan te kondigen. Deze beslissing kan suboptimaal zijn ten opzichte van de aandeelhoudersbelangen. Interne managers kunnen bezwaarlijk hun aandelen te koop aanbieden op de markt omwille van hun geloofwaardigheid. Externe aandeelhouders moeten dus oordelen of het signaal betrouwbaar is, of dat dit signaal als bedoeling heeft om de belangen van het management te dienen.

Het management kan ook beslissen om eigen aandelen in te kopen om zich te kunnen beschermen tegen een vijandige overname en op deze manier het zittende bestuur te vervangen door een mogelijk beter bestuur.

Tot slot mag theoretisch gezien niet uit het oog worden verloren dat de inkoop van eigen aandelen gepaard gaat met de creatie van aandeelhouderswaarde via de positieve invloed op de beurskoers en de daling van het aantal uitstaande aandelen. Waardoor ceteris paribus de winst per aandeel stijgt. In de praktijk hoeft dit niet noodzakelijk een creatie van aandeelhouderswaarde tot gevolg te hebben. Bijvoorbeeld omdat het management besluit om aandelen in te kopen in plaats van een bepaalde investering te doen omdat de globale rendabiliteit dan zou dalen hoewel het gehele project op zich wel rendabel is. Inkoop van eigen aandelen kan ook ingegeven zijn door persoonlijke motieven van het management en niet door het streven naar toename van aandeelhouderswaarde of het signaleren van onderwaardering. Inkoop van eigen aandelen kan dan gebruikt worden om de beurskoers of bepaalde ratio's kunstmatig te verhogen. Dit gevaar is reëel in vennootschappen die managementbeoordeling- en beloningssystemen hebben die gekoppeld zijn aan deze ratio's.

Leveringsverplichtingen

De onderneming moet kunnen voldoen aan leveringsverplichtingen die voortvloeien uit de uitgifte van converteerbare vermogenstitels, toegerekende personeelsopties, stockdividenden call warrants en de aandelenruil bij fusies en overnames. Beter nog dan een kapitaalsverhoging door te voeren kan de onderneming eigen aandelen inkopen. Dit laatste is aangewezen als de inkoopprijs lager ligt dan de uitoefenprijs van de optie. Bovendien kan overkapitalisatie vermeden worden door de eigen aandelen in te kopen, aangezien bij uitgifte van aandelen het risico bestaat dat de winst de groei van het aantal uitstaande aandelen niet kan bijhouden. Als de prijs van het aandeel lager is dan de uitoefenprijs bij een Calloptie of hoger dan de uitoefenprijs bij een Putoptie dan is het gevolg dat het aantal uitstaande aandelen niet zal groeien omdat de opties niet worden uitgeoefend. In dat geval geldt het risico van overkapitalisatie niet.

Aanpassing van de zeggenschapstructuur

Via de inkoop van eigen aandelen kan de zeggenschapstructuur worden aangepast, op voorwaarde dat de eigen aandelen niet proportioneel worden ingekocht van alle aandeelhouders en niet willekeurig worden ingekocht op de beurs. Er zijn drie redenen om het verlangen naar verandering van de zeggenschapstructuur kunnen verklaren.

Allereerst kan de inkoop van aandelen tot doel hebben om de aandeelhouders met een klein belang uit te kopen. Een groot aantal kleine aandeelhouders brengt een hoop kosten met zich mee. Hierbij valt te denken aan het opsturen van de jaarrekening, oproepen voor de algemene vergadering en uitbetalen van dividenden. De inkoop van aandelen van minderheidsaandeelhouders kan het resultaat zijn van de wens van grootaandeelhouders of een groep van aandeelhouders om de volledige controle te houden over de organisatie te verwerven. Inkoop kan ook een oplossing zijn als minderheidsaandeelhouders hun participatie willen afstoten en het niet wenselijk is dat deze in handen komen van derden.

Vervolgens kan inkoop van eigen aandelen een oplossing bieden voor het versterken van de positie van de zeggenschap van het management als diens macht is verzwakt door het uitoefenen van personeelsopties. Inkoop van eigen aandelen kan ook toegepast worden als de onderneming streeft naar een meer besloten status. Dit betekent minder aandeelhouders maar kan ook tot gevolg hebben dat de aandeelhouders eerder bekend kunnen worden.

Tot slot stelt de auteur van het artikel *Bedrijfseconomische redenen om eigen aandelen in te kopen*, dat inkoop van eigen aandelen sterkt aan te raden is in de context van fusies en overnames. De doelwitvennootschap heeft een sterkere onderhandelingspositie als het management een pakket eigen aandelen heeft. Naarmate de participatie van het management relatief groter wordt, neemt de kans op een vijandige overname af. Ook de biedende onderneming kan een sterkere positie verwerven door eigen aandelen in te kopen. Met een voorbeeld zal duidelijk gemaakt worden of deze stelling juist is of dat deze verworpen moet worden. Stel dat een onderneming 3 partijen heeft die aandelen bezitten in deze onderneming. Partij A heeft een belang van 30%, partij B heeft een belang van 40% en partij C heeft eveneens een belang van 30%. Nu doet zich de situatie voor dat de onderneming van plan is om alle aandelen van partij A in te kopen. De resterende partijen behouden hun belang in de onderneming. Doordat alleen de uitstaande aandelen worden meegeteld ontstaat de situatie dat partij B $\frac{4}{7}$ van de onderneming in handen heeft. Dat betekent een meerderheidsbelang en dat de situatie van een dreigende overname eerder versterkt wordt. Dit is precies het tegenovergestelde dan hetgeen de auteur gesteld heeft. De stelling moet dus verworpen worden. Wat een onderneming wel kan doen om een dreigende overname af te wenden is een aandelenemissie uitschrijven waardoor het belang van partij B verkleind wordt. Dit komt doordat het aantal aandelen wordt vergroot.

De biedende vennootschap kan op twee manieren voorzien in de aandelen die nodig zijn voor een overname door aandelenruil. Een eerste manier is uitgifte van nieuwe aandelen, maar dit impliceert een verwatering van het aandeel en houdt bovendien het risico in van een daling van de beurskoers als de nieuwe aandeelhouders hun aandeel na de overname verkopen. Aankoop van eigen aandelen als alternatief gaat gepaard met een koersstijging waardoor de bieder de doelwitonderneming goedkoper kan overnemen.

Bondholder expropriation hypothese

Als er geen nieuw vermogen wordt aangetrokken dan heeft de inkoop van eigen aandelen tot gevolg dat de waarde van de activa daalt en daarmee de claims van de obligatiehouders. Dit heeft als gevolg dat door de inkoop van eigen aandelen het risico voor obligatiehouders zal toenemen met als gevolg dat de marktwaarde van het vreemde vermogen daalt. Echter door de hefboomwerking neemt als gevolg van het inkoopprogramma de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen waardoor dit risico voor de obligatiehouders iets zal afnemen. Als er sprake is van een daling van de claims dan komt deze daling ten goede aan aandeelhouders.

Supply-curve hypothese

Ondernemers worden geconfronteerd met een significant stijgende supply curve van de aandelen in plaats van een horizontale zoals de standaard financieringstheorie verondersteld. Het prijsopdrijvende effect van de inkoop van eigen aandelen kan verklaard worden op basis van de stijgende supply curve verklaard worden door de toegenomen vraag naar het aandeel. In het geval een grootaandeelhouder kenbaar maakt dat deze een pakket aandelen in de betreffende onderneming wil verkopen, zou de beurskoers kunnen dalen. Om dit te voorkomen kan de onderneming ervoor kiezen de eigen aandelen in te kopen.

Neutralisering verwateringseffect dividend⁶

Het kan voorkomen dat door dividenduitkering in aandelen er een verwateringseffect optreedt doordat er steeds meer aandelen uitstaan. Dit heeft nadelige invloed op de winst per aandeel. Er zullen ook steeds meer aandelen moeten worden uitgekeerd doordat elke aandeelhouder meer aandelen in zijn bezit krijgt. Om dit effect te neutraliseren kunnen eigen aandelen ingekocht worden en bedrijven kunnen besluiten om het dividend voortaan in contanten uit te keren.

Belangen van beleggers dienen⁷

Beleggers over de hele wereld accepteren algemeen gesproken dat er eigen aandelen ingekocht worden en hebben ook het idee dat deze inkoop van eigen aandelen goed is voor de belangen van de beleggers. Dit idee wordt bevestigd doordat beleggers het idee hebben dat de managers prima op de hoogte zijn van de toekomst van het bedrijf. Door het inkoopprogramma aan te kondigen heeft dit tot gevolg dat de koers opleeft, en wat tot gevolg heeft dat de resultaten vaak beter zijn dan verwacht wat weer positief effect heeft op de aandelenkoers.

De aandeelhouders nemen aan dat door de inkoop het aantal uitstaande aandelen wordt verminderd en dat daardoor de winst per aandeel toeneemt en daarnaast menen ze dat minder dividend hoeft te worden uitgekeerd doordat er minder uitstaande aandelen zijn. Dit komt de koers ten goede maar er zit ook een gevaar aan omdat er erg veel inkoopprogramma's zijn. Deze inkoopprogramma's kunnen ook een signaal afgeven dat bedrijven geen raad weten met de geldmiddelen die ze tot hun beschikking hebben. De bedrijven die aandelen inkopen geven hun geld niet uit aan investeringen. Er zal alleen op papier geld worden uitgegeven maar in de praktijk worden er geen investeringen gedaan.

Dit is alleen op korte termijn een goed idee maar op lange termijn kan er voorbij worden gegaan aan de groeimogelijkheden van het bedrijf. Als de bedrijven geen investeringsmogelijkheden hebben, dan rijst de vraag waarom ze dan niet geld direct teruggeven aan de aandeelhouders zodat deze alsnog de keuze hebben of ze

⁶ Een voorbeeld van verwateringseffect is te vinden op http://www.cubi.nl/nieuws/6479/ABN_Amro_koopt_eigen_aandelen_in/

⁷ Voor achtergrondinformatie www.dft.nl/goeroes/784981/inkoop_eigen_aandelen.html

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

alsnog weer hun geld in dit bedrijf willen steken. Of dat ze een ander project op het oog hebben dat in hun ogen goede rendementen maakt. Echter als een organisatie helemaal geen dividend uitkeert, wordt de belegger er helemaal niet beter van. Dit is wel weer afhankelijk van het type belegger dat de aandelen in het bezit heeft. Als het gaat om een rendementsbelegger dan is een inkoopprogramma alleen interessant als er een aantrekkelijke prijs voor wordt aangeboden. Als het gaat om een dividendbelegger en er wordt dividend uitgekeerd kan die meer dividend krijgen voor zijn aandelen omdat het aantal uitstaande aandelen veel minder wordt. Als een bedrijf geen dividend uitkeert dan dat deze belegger minder snel geld in zulke bedrijven te investeren.

Het terugkopen van aandelen kan ook een teken zijn van pessimisme omdat er veel onzekerheid in de aandelenmarkt is. Dit blijkt onder andere uit de vraag of de bedrijven nog wel in staat zijn om de snelle winstgroei bij te houden. Er is voornamelijk angst door de inflatie, hogere energieprijzen stagnerende economie en hogere rente de winst per aandeel deze snelle groei wel zal kunnen bijbenen. Beleggers hanteren die maatstaf om een bedrijf te beoordelen en niet de totale winst.

Analisten en managers wijzen er altijd op dat er geld wordt teruggegeven aan de aandeelhouders als er eigen aandelen worden ingekocht. De aandeelhouders die hun aandelen niet verkopen zien echter helemaal geen geld terug van de bedrijven. En in het geval alleen de nominale waarde wordt teruggegeven aan de aandeelhouders maakt de aandeelhouder vaak grote verliezen op de inkoop. Ook als er eerst een forse koersdaling is geweest en een belegger deze eigen aandelen duur heeft ingekocht kan hij verlies maken ook al wordt er een premie bijgegeven als compensatie dan nog hoeft dit niet winstgevend te zijn voor de belegger.

Dan is er nog het discussiepunt of de eigen aandelen worden ingetrokken of niet. Bij inkoop van eigen aandelen zonder intrekking staan de aandelen nog gewoon in de boeken en deze eigen aandelen kunnen dan bijvoorbeeld worden gebruikt voor een aandelenruil bij eventuele fusies of overnames. Op deze manier kan ook bereikt worden dat de eerdere neutralisering van het verwateringseffect teniet wordt gedaan doordat er weer meer uitstaande aandelen op de markt komen.

Realiseren groeimogelijkheden

Als een onderneming ervoor kiest om de winst in de onderneming te houden om groeimogelijkheden te realiseren. Dit kan op twee manieren worden gerealiseerd. De eerste manier is minder dividend uitkeren maar dit heeft als gevolg dat minder dividend een negatief signaal afgeeft. De onderneming kan daarom besluiten om eigen aandelen in te kopen en het dividend over de resterende uitstaande aandelen gelijk te houden. Dit betekent dat er meer winst overblijft na dividenduitkering en deze winst kan worden aangewend om deze groei te realiseren. Het inkoopprogramma dient dan alleen om in de toekomst ervoor te zorgen dat er minder winst als dividend wordt uitgekeerd.

Dit zijn alle hoofdredenen om eigen aandelen in te kunnen kopen. Deze zijn bepaald door middel vergelijking van verschillende artikelen en bij de raadpleging van praktijkvoorbeelden en door middel van commentaar van experts. Er worden wel redenen genoemd onder andere naam waarbij de werkelijke reden in feite niet afwijkt van de hoofdredenen die in dit hoofdstuk zijn opgesomd. Daarom worden deze redenen niet onder de andere naam beschreven. Hieronder zal in een tabel de redenen kort worden samengevat en worden aangegeven wat de toepassing van elke reden is.

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

Reden inkoop eigen aandelen	Toepassing
Overtallige kasmiddelen en gebruik inkoop aandelen als vervanging voor dividend.	Onderneming heeft relatief veel geld in kas heeft en onvoldoende mogelijkheden voor investeren. Inkoopprogramma heeft voorkeur. Dividendverhoging impliceert permanente verhoging. Niet bij inkoopprogramma.
Aanpassing financiële structuur	Dividenduitkeringen zijn fiscaal niet aftrekbaar. Rentebetalen op vreemd vermogen wel. Voor optimale structuur soms nodig om verkleining van eigen vermogen of vergroting van vreemd vermogen. Versnelling proces bij financiering vreemd vermogen. Niet bij teveel vreemd vermogen.
Koersondersteuning	Dreiging van forse koersdaling. Goede koerswinstverhouding zorgt voor goed financieel imago van het bedrijf. Uitgifte van aandelen met koersgarantie ook een reden. Onderneming verplicht dat koers niet daalt beneden afgesproken niveau. Ook toepasbaar bij emissie vooral bij hogere aandelenkoers.
Signaalwerking	Altijd signalen bij inkoop van eigen aandelen. De belangrijkste signalen zijn onderwaardering aandelenkoers is ondergewaardeerd of gebrek aan investeringen. Interpretatie signalen ligt bij externe markt.
“Principal-agent” aspecten	Vooraf bij NV's maar ook bij BV's. Scheiding tussen eigendom en management. Aanwezig als managers streven naar groei en aandeelhouders streven naar rendement. Bezit opties managers en uitschrijving inkoopprogramma leidt tot dit probleem vanwege tegenpartij van eigen beslissingen en eigendom. Ook door grotere kennis management t.o.v. externe markt veroorzaakt dit conflict. Meer interne kennis management dan externe markt zorgt voor verschillende belangen. Hogere koerswinstverhouding zonder investeringen.
Leveringsverplichtingen	Leveringsverplichting bij uitoefening optiecontracten. Inkoop eigen aandelen zorgt voor noodzakelijke aandelen. Geen intrekking vanwege levering.
Aanpassing van de zeggenschapstructuur	Toepassing bij wijziging machtsverhouding tussen verschillende aandeelhouders. Ook bij uitkoop van kleine aandeelhouders. Daarnaast bij uitoefening personeelsopties management. Verder bij een meer besloten status. Niet te gebruiken bij fusies en overnames.
Bondholder expropriation hypothese	Bij inkoop daalt waarde activa. Hierdoor minder claims obligatiehouders. Door hefboomwerking effect deels tegengegaan. Gunstig voor aandeelhouders.
Supply-curve hypothese	Stijgende supply-curve. Stijgend effect van aandelen van toepassing als grootaandeelhouder zijn aandelenpakket verkoopt. Inkoop voorkomt daling.
Neutralisering verwateringseffect dividend	Uitkering dividend in aandelen oorzaak. Steeds meer dividendverplichting. Nadelig voor winst per aandeel. Inkoop eigen aandelen voorkomt dat.
Belangen van beleggers dienen	Goede resultaten zonder investering. Daling tegengegaan door inkoop. Dit wordt door de beleggers positief ontvangen en de beurskoers stijgt. Vertekend beeld door groei winst per aandeel maar nauwelijks groei winst of daling. Discussiepunt teruggave geld aan aandeelhouders. Prijs teruggave kan lager zijn dan aankoopprijs van de aandelen. Geen neutralisering verwateringseffect zonder intrekking aandelen. Laatste zeker bij een fusie, overname of emissie.
Realiseren groeimogelijkheden	Veel groeipotentie en minder uitkering dividend. Inkoopprogramma voorkomt daling dividend per aandeel.

Tabel 4.1 Redenen en toepassing van inkoop eigen aandelen

5. Juridische begrenzing van inkoop van eigen aandelen

De inkoop van eigen aandelen is aan strenge regels gebonden. Dit heeft te maken met in eerste plaats het verschil in informatie tussen het interne bedrijf en de externe markt. Ook is het de bedoeling om misbruik te kunnen voorkomen. Er zijn zowel nationale regels als regels van Europese afkomst. In dit hoofdstuk worden alle relevante juridische regels uiteengezet te beginnen met de Nederlandse regels.

5.1 Nederlandse regels⁸

Allereerst zal behandeld worden onder welke Nederlandse regels de verkrijging van eigen aandelen zijn toegestaan.

5.1.1 Inkoop eigen aandelen Toegestaan

Het eigen vermogen verminderd met de verkrijgingprijs is niet kleiner dan het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal vermeerderd met de reserves die volgens de wet en statuten moet worden aangehouden.

Het nominale bedrag van de aandelen mag onder normale omstandigheden niet meer dan 10% van de verkrijgingprijs bedragen. De Minister van Justitie heeft recent besloten om deze regel in overeenstemming te brengen met Europese richtlijnen. Daarom wordt het maximum van 10% afgeschaft.⁹ Dit maximum was bedoeld om schuldeisers te beschermen tegen het gevaar dat aandeelhouders de onderneming leegzuigen. Schuldeisers zullen nu zelf moeten aantonen dat de betaling van hun vordering in gevaar loopt. De fiscale regels blijven echter wel gelden. Daarover in het zevende Hoofdstuk meer.

Verkrijging anders dan om niet is alleen toegestaan als de statuten dit vermelden of als de aandeelhouders een machtiging geven. De machtiging is niet onbeperkt geldig omdat anders teveel tijd verloren gaat. Deze machtiging is maximaal 18 maanden geldig. Het maakt voor deze regel niet uit op welke manier de aandelen worden ingekocht. De aandeelhouders hebben het laatste woord bij de algemene vergadering om te bepalen hoeveel aandelen er ingekocht worden. Ook de wijze waarop de aandelen worden ingekocht en tussen welke grenzen deze prijzen komen te liggen worden tijdens de vergadering vastgelegd. In de statuten van een BV kan worden opgenomen dat de aandeelhouders verplicht zijn om de aandelen aan te bieden aan de BV. Ook bij opvolging kan in de statuten een regeling zijn opgenomen hoe dit geregeld moet worden.

Uitzondering op de hiervoor geldende machtiging is dat er in de statuten een regeling vermeld is die toestaat dat de aandelen overgedragen kunnen worden aan de werknemers. Voorwaarde is wel dat de aandelen zijn opgenomen in de prijscourant van de beurs.

De regels hierboven gelden niet als de vennootschap de aandelen onder algemene titel verkrijgt dat wil zeggen dat deze aandelen worden ingekocht op de gereguleerde markt. Als de vennootschap een beleggingsinstelling is, gelden deze regels eveneens niet. De reden van deze laatste uitzondering is dat beleggingsinstellingen vaak aandelen verkoopt en koopt en daardoor zou deze te veel gehinderd worden door de geldende regels.

⁸ Als achtergrond wordt verwezen naar het Burgerlijk wetboek art 98a-d

⁹ Voor meer informatie wordt verwezen naar het Financieel Dagblad van 27 april 2007.

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

Onder bezwarende titel kan een vennootschap 50% van het geplaatste kapitaal aandelen verkrijgen.¹⁰ Dit is recent afgeschaft door de Minister van Justitie. Er zijn twee mogelijkheden bij verkrijging van eigen aandelen namelijk: inkoop zonder intrekking en inkoop met intrekking.

Bij inkoop gevolgd door intrekking behoort de waarde boven pari van het ingekochte en ook ingetrokken kapitaal afgeboekt te worden en het verschil tussen de koopprijs en de nominale waarde bijgeboekt te worden op de Agioreserve. Als deze reserve helemaal op is wordt deze toegepast op ingehouden winst. Is de inkoop van eigen aandelen beneden pari dan moet de nominale waarde toch afgeboekt worden op het geplaatste kapitaal en het verschil tussen nominale waarde en de aankoopprijs te worden bijgeboekt op de Agioreserve.

De tweede mogelijkheid is inkoop van eigen aandelen zonder intrekking. Eigen aandelen zijn in dit geval formeel gezien onderdeel van het vermogen van de NV. Vereist is de nominale waarde van de aandelen en de balanswaardering. De verkrijgingprijs hoeft niet medegedeeld worden.

De reden hiervan is dat deze niet gelijk hoeft te zijn aan de nominale waarde van aandelen, doordat de aandelen tegen beurskoers op de balans zijn opgenomen. Activering van eigen aandelen is toegestaan, omdat als het niet toegestaan is het niet aannemelijk is dat de balanswaarde wordt vermeldt.

De onbeperkte activering van eigen aandelen is eigenlijk niet bevredigend; omdat het formeel aan de actiefzijde is gewaardeerd maar niets anders is dan vermindering van het eigen vermogen. Mogelijke voorwaarden kunnen zijn:

- Activering slechts toegestaan indien het stellige voornemen bestaan deze slechts voor korte tijd aan te houden.
- De aandelen beursgenoteerd zijn en de marktpositie zodanig is dat de enkele verkoop van eigen aandelen niet tot een koersdaling aanleiding kan geven.
- Het nominale bedrag van de eigen aandelen slechts een gering deel van het geplaatst kapitaal uitmaken. In de VS moet bovendien de reden voor activering worden bekend gemaakt.

Om misbruik van voorkennis te voorkomen is het zeer wenselijk om mutaties over het aantal eigen aandelen te publiceren. Er is namelijk altijd sprake van voorkennis intern bij de inkoop van eigen aandelen, omdat het interne bestuur altijd meer kennis heeft van het bedrijf dan de externe markt. Als het bestuur eigen aandelen zou inkopen zonder dat de externe markt daar iets van afweet. Hierdoor wordt de externe markt benadeeld en de interne markt onnodig benadeeld. Gebruik van deze voorkennis door bestuursleden is daarom ook verboden.

5.1.2 Inkoop eigen aandelen niet toegestaan

Naast de bepalingen waarbij inkoop van eigen aandelen wel is toegestaan zijn er ook regels waarbij inkoop van eigen aandelen niet is toegestaan. In deze paragraaf wordt aandacht besteed aan de uitwerking van deze regels.

Niet volgestorte aandelen mogen niet worden ingekocht. Aangezien de waarde van deze aandelen niet betrouwbaar kan worden vastgesteld. Ook is het zo dat het eigendom niet kan worden vastgesteld omdat er geen geld voor deze aandelen is betaald.

¹⁰ Meer informatie te vinden in P. Sanders et al .Jaarrekening nieuwe stijl pp167-170

Als een boekjaar meer dan 6 maanden is verstreken zonder dat de jaarrekening is vastgesteld, dan wel goedgekeurd, dan is het niet toegestaan om de eigen aandelen in te kopen. Het is namelijk zo dat balanswaarde van het eigen vermogen wordt bepaald op de laatst vastgestelde jaarrekening verminderd met de verkrijgingprijs voor aandelen in het kapitaal en uitkeringen uit winst en reserves. Deze waarde is de onderneming verschuldigd aan anderen.

Inkoop van eigen aandelen kan in strijd zijn met de regels. De bestuurders zijn hoofdelijk aansprakelijk voor de schade die ontstaat bij degene die te goeder trouw zijn aandelen verkoopt en schade leidt door deze nietigheid. De reden van deze aansprakelijkheid is dat bestuursleden redelijkerwijs kunnen weten dat inkoop van aandelen tegen de regels gevolgen kan hebben als dit naar buiten komt.

Aandelen die in strijd met de regels worden verkregen, gaan op het moment van verkrijging over op de gezamenlijke bestuurders. Iedere bestuurder is hoofdelijk aansprakelijk voor de vergoeding aan de vennootschap vermeerderd met de wettelijke rente.

De vennootschap kan niet langer dan drie jaar na omzetting in een NV of nadat zij eigen aandelen om niet of onder algemene titel heeft verkregen, meer dan tien procent van de eigen aandelen van het geplaatste kapitaal houden. Dit geldt ook samen met de dochtermaatschappijen kapitaal waarbij als voorwaarde geldt dat eigen aandelen die zij zelf in pand houdt worden meegeteld. Door de Minister van Justitie is besloten dat conform Europese richtlijnen deze verbodsbepaling geschrapt wordt. Zoals al eerder is aangegeven zijn er ook fiscale beperkingen die wel onveranderd blijven. De aandelen die de vennootschap heeft gaan op de laatste dag van die drie jaren over op de gezamenlijke bestuurders. Deze zijn hoofdelijk aansprakelijk voor de betaling aan de vennootschap van de waarde van de aandelen op dat tijdstip met de wettelijke rente vanaf dat tijdstip.

De fiscus heeft besloten om aandelen via zogenaamd tweede loket aan banden te leggen. Dit is zo besloten omdat deze manier van inkoop kan worden gebruikt om de dividendbelasting te omzeilen. Als dit gebeurt, krijgen de bedrijven de voorheffing van dividendbelasting niet terug. Bedrijven die al teruggaaf hebben ontvangen zullen dit weer moeten terugbetalen.

5.2 Europese regels betreffende inkoop van eigen aandelen¹¹

Naast de nationale regels zijn er ook Europese regels en richtlijnen. Hierin wordt eveneens onderscheid gemaakt tussen wat wel en niet toegestaan is.

5.2.1 Inkoop eigen aandelen toegestaan volgens Europese regels

Allereerst geldt dat een inkoopprogramma van eigen aandelen niet aan verbodsbepalingen onderhevig is als de inkoop van eigen aandelen gepaard gaat met de juiste voorzorgsmaatregelen. Deze maatregelen moeten dan ook zorgvuldig in ogenschouw genomen worden. Ook activiteiten die niet onder de uitzonderingsbepalingen vallen hoeven niet per definitie worden aangemerkt als marktmisbruik. Dit moet per geval worden bekeken.

De inkoop van eigen aandelen moet erop gericht zijn om de belangen van zowel de deelnemers als de belangen van derden te dienen. Dit is zowel van belang met betrekking tot de oprichting van de vennootschap als bij het

¹¹Achtergrondinformatie komt uit de verordening (EG) Nr.2273/2003 van de Europese Commissie. PP 1-3

verwerven en instandhouding van het kapitaal. Daarom is het ook noodzakelijk dat er duidelijke transparantie is om misbruik te voorkomen. Daarnaast kunnen lidstaten regels opstellen en mechanismen in werking laten treden die gebruikt moeten worden voor informatie die openbaar gemaakt moet worden. In het kader van het hiervoor geschrevene moeten de bedrijven die eigen aandelen willen inkopen zowel de overheid als het publiek op de hoogte stellen.

De handel in eigen aandelen hoeft niet per definitie met aandelen te geschieden. Afgeleide instrumenten mogen ook gebruikt worden voor het inkoopprogramma. Het volume tijdens de handel in eigen aandelen moet beperkt worden om machtmisbruik te voorkomen. Er is wel enige flexibiliteit geboden in bepaalde omstandigheden zoals laag transactievolume om dan wel te kunnen reageren.

Stabiliseringstransacties zijn vooral bedoeld om de prijs wanneer deze onder grote druk komt te staan, te ondersteunen. Dit is nodig om zich te kunnen beschermen tegen sterke prijsveranderingen door korte-termijnbeleggers. Ook een ordelijke markt in de betrokken effecten dient behouden te worden. Dit is zowel het in het belang van zowel de betrokken beleggers die op de effecten hebben ingeschreven of deze in het kader van omvangrijke orders, als de betrokken onderneming. Stabilisatie kan het vertrouwen van de beleggers en ondernemers in de financiële markten doen toenemen.

Stabiliseringactiviteiten hoeven niet per definitie op de gereguleerde markt aanwezig te zijn. Deze kunnen ook buiten deze markt plaatsvinden. Bij deze activiteiten kunnen andere financiële instrumenten worden gebruikt dan die welke tot de gereguleerde markt zijn toegelaten of worden toegelaten. Dit kan van invloed zijn op de prijs dat tot de handel op een gereguleerde markt is toegelaten of zal worden toegelaten.

De betrokken effecten omvatten financiële instrumenten die na een aanlooperperiode gaan functioneren, hoewel er verschillen mogelijk zijn wat de eerste dividenduitkering betreft of de rechten betreffende rentebetalingen. Maar dat de instrumenten in wezen identiek kunnen zijn aan elkaar. In verband met stabilisatie dient blokhandel niet als een omvangrijke aanbieding van betrokken effecten beschouwd te worden omdat hier sprake is van een onderhandse transactie. Wanneer lidstaten toestaan in het kader van eerste openbare toestaan dat deze transacties worden verricht voordat de officiële handel op een gereguleerde markt begint, geldt deze toelating ook voor transacties die dan uitgeoefend worden.

5.2.2 Inkoop van eigen aandelen niet toegestaan volgens Europese regels

Naast de regels die toegestaan zijn gelden er ook beperkingen die nu beschreven zullen worden.

Allereerst heeft de verordening alleen betrekking op de gedragingen die slechts rechtstreeks verband houden met het doel van de terugkoop- en stabilisatieactiviteiten. Gedragingen die geen verband houden met het inkoopprogramma moeten worden aangemerkt als alle andere handelingen die onder Richtlijn 6 vallen. Deze kunnen onderhevig zijn aan administratieve maatregelen of sancties indien de bevoegde autoriteit vaststelt dat de betrokken handeling marktmisbruik vormt.

Ook niet toegestaan zijn inkoopprogramma's die van plan zijn hun kapitaal te verminderen om op deze manier hun verplichtingen na te komen. Door middel van omwisseling van schuldinstrumenten in eigen vermogensinstrumenten en de toewijzing van aandelen aan werknemers.

Daarnaast moet er in het bijzonder aandacht besteed te worden aan de verkoop van eigen aandelen gedurende de looptijd van een terugkoopprogramma. Dit is de zogenaamde “verbodstijd” waarin een bedrijf geen transacties mag verrichten, en ook aan het feit dat de onderneming een legitieme reden kan hebben om openbaarmaking van voorkennis te voorkomen.

Bij inkoop van eigen aandelen is marktintegriteit erg belangrijk. Marktintegriteit vereist een aantal noodzakelijke maatregelen. Deze maatregelen bestaan uit een passende openbaarmaking van de stabilisatie activiteit van de ondernemingen of personen die deze activiteiten verrichten. De manieren die met het oog op de passende openbaarmaking van dergelijke informatie worden toegepast, dienen effectief te zijn en kunnen rekening houden met door de bevoegde autoriteiten aanvaarde marktpraktijken .

Er dient een passende coördinatiestructuur te bestaan tussen alle beleggingsondernemingen en kredietinstellingen die aan stabilisatieactiviteiten deelnemen. Gedurende de stabilisatie moet in elke betrokken lidstaat een beleggingsonderneming of kredietinstelling aanwezig als centraal informatie punt op te treden, waartoe de bevoegde autoriteit zich kan wenden.

Om verwarring bij marktdeelnemers te voorkomen moet bij het verrichten van stabilisatieactiviteiten rekening worden gehouden met de marktvoorwaarden en de biedprijs van effecten. Dit terwijl transacties moeten worden verricht met het oog op de afsluiting van de posities als gevolg van de stabilisatieactiviteiten waren ingenomen, om de invloed hiervan op de markt zoveel mogelijk te beperken waarbij rekening wordt gehouden met de heersende marktvoorwaarden.

Overinschrijvingsfaciliteiten en greenshoe-opties houden nauw verband met stabilisatie doordat zij middelen verschaffen en dekking bieden voor stabilisatieactiviteiten. Bijzondere aandacht dient te worden besteed aan de gebruikmaking door een beleggingsonderneming of een kredietinstelling, van een overinschrijvingsfaciliteit voor stabilisatiedoeleinden, indien dit tot een positie leidt die niet door de greenshoe-optie wordt verwerkt.

5.3 Juridische beperking bij leverage

Nu is er nog de vraag of er regels zijn bij inkoop van eigen aandelen op het gebied van de leverage. Er is geen beperking met betrekking tot inkoop van eigen aandelen op het gebied van verhouding eigen en vreemd vermogen. Juridisch gezien is het zelfs mogelijk om negatief eigen vermogen te hebben door negatieve winstreserves. Ook juridisch gezien geen beperkingen als de financiële structuur niet optimaal is en er te weinig eigen vermogen is of teveel vreemd vermogen. Er is wel een andere cruciale factor die beperkingen geeft aan de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen. Schuldeisers en vreemd vermogenverschaffers zullen bij beperkt eigen vermogen vragen gaan stellen over de liquiditeit en solvabiliteit. Ook zullen ze minder snel lening verstrekken als er al relatief veel vreemd vermogen is. Daarnaast hebben ze vraagtekens bij de terugbetaling van verplichtingen. Nu is het wel zo dat schuldeisers met de nieuwe regels wel zelf moeten aantonen dat door de inkoop van eigen aandelen de aflossingsverplichting in het gedrang komt. Als dit kan worden aangetoond wordt de schuldeiser in het gelijk gesteld en mag de inkoop van eigen aandelen niet plaatsvinden. De bewijslast ligt echter wel geheel bij de schuldeiser.

Tot zover alle juridische regels die beschreven zijn. Dit zijn alle relevante juridische regels die gelden bij de inkoop van eigen aandelen. Het gaat niet alleen om de Nederlandse regels maar ook steeds meer om Europese

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

regels. De Nederlandse regels worden steeds meer in overeenstemming gebracht met de Europese regels.

Hieronder zal in een tabel worden weergegeven bij welke manieren er van toepassing zijn

Categorie regels	Manieren inkoop	Redenen inkoop
Nederlandse regels	Openbaar bod, aankoop per opbod, private inkoop, open markt aankopen die in Nederland plaatsvinden, optiecontracten, Kempen variant en aandeleninkoop via tweede loket voor zover deze in Nederland plaatsvindt.	Overtallige kasmiddelen, aanpassing financiële structuur, koersondersteuning, signaalwerking, "principal-agent" aspecten, leveringsverplichtingen, aanpassing van de zeggenschapstructuur, bondholder expropriation hypothese, supply-curve hypothese, neutralisering verwateringseffect dividend, belangen van beleggers dienen, realiseren groeimogelijkheden. Toepassing regels niet afhankelijk van redenen
Europese regels	Alleen bij grotere internationale ondernemingen. Ook toepassing op grotere BV's.	Redenen ook bij Europese regels van toepassing op internationale ondernemingen. Ook bij BV's.
Regels voor leverage	Kempen variant valt onder deze regels vanwege aanpassing financiële structuur.	Alleen directe toepassing aanpassing financiële structuur overige alleen indirect.

Tabel 5.1 Juridische regels inkoop eigen aandelen

6. Voorwaarden inkoop van eigen aandelen¹²

Naast de beperkingen en regels uit het vorige hoofdstuk zijn er ook voorwaarden die noodzakelijk zijn om het inkoopprogramma met succes uit te kunnen voeren. Met deze voorwaarden moet zorgvuldig worden omgesprongen zeker als het om ondernemingen gaat die internationaal opereren. De voorwaarden worden verdeeld in verschillende categorieën. Het gaat voornamelijk om algemene voorwaarden en handelsvoorwaarden. Ook wordt er aandacht besteedt aan de beperkingen van inkoop van eigen aandelen.

6.1 Algemene voorwaarden

Allereerst voordat de handel in eigen aandelen begint moeten de volledige gegevens van het programma op gepaste wijze openbaar worden gemaakt waar een onderneming goedkeuring heeft gevraagd om de handel in eigen aandelen op de gereguleerde markt toe te laten.

Tot deze gegevens horen het doel van het programma, de maximale prijs van de aandelen, het maximum aantal aandelen dat kan worden verworven en de duur van de periode waarvoor goedkeuring voor het programma is verleend. Latere wijzigingen moeten op een passende wijze openbaar gemaakt worden.

De onderneming moet daarnaast over mechanismen beschikken die ervoor zorgen dat zij voldoet aan de rapportageverplichtingen tegenover de bevoegde autoriteiten van de gereguleerde markt waarop de handel in de aandelen zijn toegestaan. Deze mechanismen bevatten in ieder geval alle geregistreerde transacties die worden gedaan in het kader van het inkoopprogramma. De termijn waarbinnen de transacties openbaar moeten worden gemaakt is uiterlijk de zevende handelsdag op de beurs die volgt op de dag waarop de transacties hebben plaatsgevonden.

6.2 Handelsvoorwaarden

Naast de algemene voorwaarden zijn er ook voorwaarden nodig om het handelen in eigen aandelen in goede banen te kunnen leiden.

In eerste plaats mag een onderneming ten aanzien van prijzen wanneer zij transacties verricht in het kader van een inkoopprogramma geen aandelen inkopen tegen een hogere prijs dan die van de laatste onafhankelijke transactie. Of in het geval van de hoogste onafhankelijke biedprijs, al naar gelang welke het hoogste is, op het handelsplatform waar de aankoop plaatsvindt. Wanneer het handelsplatform geen gereguleerde markt is, dan wordt de prijs van de laatste onafhankelijke transactie of de hoogste actuele onafhankelijke biedprijs, al naar gelang welke het hoogste is.

Wanneer de onderneming eigen aandelen inkoopt met gebruikmaking van afgeleide financiële instrumenten dan mag de uitoefenprijs van deze afgeleide financiële instrumenten niet hoger zijn dan de prijs van de laatste onafhankelijke transactie. Of de hoogste actuele onafhankelijke biedprijs al naar gelang welke het hoogste is.

Ten aanzien van het volume mag de onderneming niet meer dan 25% verwerven van het dagvolume van de aandelen die op de gereguleerde markt, waar de aankoop plaatsvindt worden verhandeld. Het gemiddelde

¹² Ook hier wordt verwezen naar de verordening (EG) Nr.2273/2003 van de commissie.Pp3-6

dagvolume moet gebaseerd zijn op het gemiddelde dagvolume dat bepaald is in de maand die voorafgaat aan de maand waarin het programma openbaar is gemaakt en dat op basis daarvan voor de toegestane duur van het programma is vastgesteld. Indien dit volume niet in het programma wordt benoemd, moet het gemiddelde dagvolume gebaseerd zijn op het gemiddelde dagvolume in de laatste 20 dagen.

Er is een uitzondering bij deze 25% beperking. Als een onderneming constateert dat de markt een uitzonderlijk lage liquiditeit heeft dan vervalt deze beperking. Er zijn wel een aantal voorwaarden waaraan moet worden voldaan:

De onderneming stelt de bevoegde autoriteit van de betrokken markt van te voren op de hoogte om haar plannen van de afwijking van de limiet van de 25% regeling. De onderneming maakt op gepaste wijze openbaar dat zij overweegt om van de limiet van 25% af te wijken. De afwijking bedraagt niet meer van 50% van het dagvolume.

6.3 Beperkingen

Naast voorwaarden is het ook van belang om de beperkingen te benoemen die samenhangen met de voorwaarden.

Om voor de uitzonderingsbepalingen in aanmerking te komen ziet de onderneming gedurende de looptijd van haar inkoopprogramma af van de verkoop van eigen aandelen. Ook transacties die tijdens de looptijd van het inkoopprogramma door de lidstaten worden aangemerkt als een “verbodsperiode” mogen niet plaatsvinden. Tot slot kan de onderneming ook besluiten om de aanwezige voorkennis nog niet openbaar te maken. Dit valt ook onder de beperkingen die bij de inkoop van eigen aandelen horen.

Deze beperking is niet van toepassing als de onderneming een beleggingsonderneming of kredietinstelling is. Deze moet wel doeltreffend aan het toezicht van de bevoegde autoriteit onderworpen informatiescheidingen tot stand gebracht tussen degenen die verantwoordelijk zijn voor de behandeling van voorkennis. Deze voorkennis heeft directe of indirecte betrekking op de onderneming en degenen die verantwoordelijk zijn voor de handel in eigen aandelen namens de cliënten. In het bijzonder wanneer zij namens deze cliënten in eigen aandelen handelen.

Deze beperking is ook niet van toepassing als de onderneming een terugkoopprogramma met tijdschema overlegt. Ook geldt dat als het inkoopprogramma wordt uitgevoerd onder leiding van een beleggingsonderneming of kredietinstelling die haar handelsbeslissingen onafhankelijk van de onderneming neemt en zonder dat de onderneming invloed heeft op het tijdstip van de aankoop.

6.4 Stabilisatie van een financieel instrument

Naast de voorwaarden en beperkingen zijn er ook regels verbonden aan de stabilisatie van een financieel instrument. Allereerst geldt dat als een onderneming in aanmerking wil komen voor de uitzonderingsbepalingen die gelden voor verbodsbepalingen moeten voldoen aan de voorwaarden die hieronder beschreven zullen worden.

Allereerst is de periode waarin de stabilisatie plaatsvindt niet onbeperkt. De periode waarin deze handel in aandelen en andere waardepapieren die gelijk zijn aan deze aandelen dan begint de periode in geval van een openbaar aangekondigde eerste aanbieding op de datum waarop de handel in de betrokken aandelen begint.

Daarna mag er nog maximaal 30 dagen na deze datum gehandeld worden in eigen aandelen. Aandelen die daarna nog worden ingekocht zijn nietig.

Wanneer een openbaar aangekondigde eerste aanbieding plaatsvindt in een lidstaat waar transacties zijn toegestaan voordat de handel op de gereguleerde markt plaatsvindt, treedt de hiervoor beschreven periode op de datum van passende openbaarmaking van de definitieve prijs van de betrokken effecten en eindigt de periode uiterlijk 30 kalenderdagen volgend op de dag waarop de handel begint. Mits deze transacties worden verricht met inachtneming van de eventuele voorschriften, ook betreffende passende openbaarmaking en rapportage die gelden op de gereguleerde markt waar de betrokken effecten tot de handel zullen worden toegelaten.

Met betrekking tot de aandelen en andere met aandelen gelijk te stellen waardepapieren begint de relevante periode in geval van tweede bieding op de datum de aanvang in de handel als de definitieve prijs van de betrokken effecten op een passende wijze openbaar gemaakt is. De relevante periode eindigt uiterlijk 30 dagen na de datum van toewijzing.

In geval van obligaties en andere schuldinstrumenten, die niet na conversie of omwisseling in aandelen kunnen worden omgezet, begint de bewuste periode op de datum waarop de voorwaarden van de aanbieding van de betrokken effecten op een passende wijze openbaar gemaakt wordt, inclusief de "spread" ten opzichte van de "benchmark". Deze periode eindigt uiterlijk 30 kalenderdagen na de datum waarop de onderneming van de instrumenten de opbrengst van de uitgifte heeft ontvangen, ofwel 60 kalenderdagen na de datum van toewijzing van de betrokken effecten, al naar gelang welke periode het kortste is.

Over de schuldinstrumenten die door middel conversie of omwisseling in aandelen gelijk te stellen aan waardepapieren kunnen worden omgezet dan begint de periode op de datum waarop aan bepaalde voorwaarden is voldaan. Deze voorwaarden zijn van toepassing op de datum van de gebruikelijke openbaarmaking van de definitieve voorwaarden voor de aanbieding van de betrokken effecten. Deze periode eindigt uiterlijk 30 kalenderdagen na de datum waarop de onderneming van de instrumenten de opbrengst van de uitgifte heeft ontvangen. Ook kan deze periode 60 kalenderdagen zijn na de datum van toewijzing van de betrokken effecten, al naar gelang welke periode het kortste is.

6.5 Openbaarmakingverplichting en rapportageverplichting voor stabilisatie

Ondernemingen hebben de verplichting om informatie over stabilisatie openbaar te maken. Deze informatie moet op een passende wijze openbaar gemaakt worden. Door ondernemers, aanbieders en uitvoerders van de stabilisatie moet deze informatie openbaar gemaakt worden voordat de periode van aanbieding van de betrokken effecten begint.

Het feit dat stabilisatie kan worden overwogen zonder dat kan worden gegarandeerd dat deze stabilisatie daadwerkelijk zal plaatsvinden in het bijzonder dat deze te alle tijden kan worden stopgezet binnen de periode. En daarnaast het feit dat de stabiliseringstransacties zijn bedoeld om de marktprijs van de betrokken effecten te ondersteunen die zowel de begin- en eindperiode aangeven waarin de stabilisatie zou kunnen plaatsvinden.

De identiteit van de persoon die verantwoordelijk is voor het uitvoeren van de stabilisatieactiviteiten moet openbaar gemaakt worden, tenzij deze informatie op het moment van openbaarmaking niet bekend is. In dat geval moet de betreffende informatie voor de aanvang van eventuele stabilisatieactiviteiten openbaar gemaakt worden. Daarnaast is de aanwezigheid en de maximale omvang van een overinschrijffaciliteit of greenshoe-optie, de uitoefenperiode van de greenshoe-optie en de eventuele voorwaarden voor het gebruik van de overinschrijffaciliteit of de uitoefening van de greenshoe-optie. Als een greenshoe-optie wordt uitgeoefend dan hebben de bezitters van deze optie het recht om binnen bepaalde periode nadat de effecten zijn aangeboden om een extra hoeveelheid van deze aan te mogen kopen. De bezitters van deze opties zijn kredietondernemingen en beleggingsinstellingen die deze verkrijgen doordat de betrokken onderneming deze opties aanbiedt.

De toepassing van de bepalingen hiervoor wordt opgeschort ten aanzien van aanbiedingen die binnen deze richtlijnen vallen en dus ook volgens de richtlijnen worden uitgevoerd, vanaf de datum van toepassing van deze maatregelen. Alle gegevens van alle stabilisatietransacties door ondernemers, aanbieders of andere entiteiten ongeacht of deze entiteiten al dan niet namens eerstgenoemde personen optreden, moeten bij de bevoegde autoriteit van de relevante markt worden aangemeld. Dit moet wel uiterlijk aan het einde van de zevende beursdag volgend op de dag waarop deze transacties zijn verricht.

Binnen een week na afloop van de stabilisatieperiode wordt de volgende informatie over de voorgenomen verrichtte stabilisatie op passende wijze openbaar gemaakt door alle relevante entiteiten die de stabilisatie hebben verricht, ongeacht of deze entiteiten al dan niet namens eerstgenoemde personen optreden:

- Of de stabilisatie heeft plaatsgevonden.
- De aanvangsdatum van de stabilisatie.
- De datum waarop de laatste stabilisatie heeft plaatsgevonden.
- De prijsmarge waarbinnen de stabilisatie werd verricht voor elke datum waarop stabilisatietransacties worden verricht.

Entiteiten die de stabilisatie verrichten, ongeacht of deze entiteiten al dan niet namens eerstgenoemde personen optreden, registreren alle stabilisatieorders en -transacties registreren alle stabilisatieorders en -transacties. En deze entiteiten verstrekken daarboven de informatie zoals voorgeschreven, ook met betrekking tot andere financiële instrumenten dan die instrumenten welke tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten of worden toegelaten.

Wanneer verschillende beleggingsondernemingen of kredietinstellingen namens de onderneming of de aanbieder optreden fungeert een van deze rechtspersonen als centraal informatiepunt waartoe de bevoegde autoriteit van de gereguleerde markt waarop de betrokken effecten tot de handel zijn toegelaten.

6.6 Bijzondere prijsvoorwaarden

In sommige gevallen gelden er ook prijsvoorwaarden die hier besproken zullen worden. Het gaat hierom duidelijk te maken in welke gevallen deze voorwaarden gelden.

In eerste plaats vindt stabilisatie van de betrokken effecten in geen geval plaats tegen een hogere prijs dan de biedprijs. Dit geldt in geval van een aanbieding van aandelen of aan aandelen gelijk te stellen waardepapieren

In geval van een aanbieding van obligaties die door middel van conversie of omwisseling kunnen worden omgezet vindt de stabilisatie van deze instrumenten in geen geval plaats tegen een hogere prijs dan de marktprijs van deze instrumenten. Dit gebeurt ten tijde van openbaarmaking van de definitieve voorwaarden van de nieuwe aanbieding.

6.7 Voorwaarden voor aanvullende stabilisatie

Tot slot wordt er ook nog aandacht besteed aan de voorwaarden voor aanvullende stabilisatie. Om te voldoen aan de uitzonderingsbepalingen van de Europese richtlijnen moeten de volgende voorwaarden voor aanvullende stabilisatie in acht worden genomen.

Overinschrijving op de betrokken effecten is slechts toegestaan gedurende de inschrijftermijn en tegen de biedprijs. Een positie die het gevolg is van de gebruikmaking van een overinschrijffaciliteit door een beleggingsonderneming of kredietinstelling die niet door een greenshoe-optie worden gedekt, mag niet groter zijn dan 5% van de oorspronkelijke aanbieding.

De greenshoe-optie mag uitsluitend worden uitgeoefend wanneer er sprake is van overinschrijving op de betrokken effecten. Deze greenshoe-optie mag niet meer dan 15% van de oorspronkelijke aanbieding bedragen. De uitoefenperiode van deze optie moet gelijk zijn aan de stabilisatieperiode die is voorgeschreven volgens de geldende regels. Ten slotte moet de uitoefening van deze greenshoe-optie ongenueanceerd met de juiste nauwkeurigheid openbaar worden gemaakt, waarbij in het bijzonder de uitoefendatum en het aantal en de aard van de effecten worden vermeld.

Type voorwaarden	Toepassing
Algemene voorwaarden	Noodzakelijke gegevens moeten openbaar gemaakt worden voor aanvang handel. Deze geven zijn: doel programma, maximale prijs aandelen, maximum aandelen dat wordt verworven en de duur van goedgekeurde periode voor het programma. Wijzigingen op passende wijze openbaar maken. Beschikbaarheid mechanismen verplicht om aan vereiste rapportageverplichtingen te voldoen. Dit moet bij bevoegde autoriteiten van toegestane gereguleerde markt worden gemeld. Registratie van alle transacties noodzakelijk. Openbaarmaking na maximaal 7 dagen.
Handelsvoorwaarden	De prijs niet hoger dan prijs betaald voor laatste onafhankelijke transactie. Of hoogste biedprijs afhankelijk van de hoogste prijs. Bij afgeleide financiële instrumenten uitoefenprijs niet hoger dan prijs van laatste onafhankelijke transactie. 25% van dagvolume mag worden ingekocht. Gemiddeld dagvolume bepaald door maand voor handelsdag. Uitzondering als onderneming uitzonderlijk lage liquiditeit heeft. De autoriteit dient op de hoogte gesteld te worden en geen afwijking groter dan 50% van dagvolume.
Beperkingen	Uitzonderingsbepalingen gelden alleen als onderneming afziet van verkoop van aandelen tijdens de inkoop. Geen handel toegestaan tijdens verbodsperiode. Niet geldig bij beleggingsinstelling of kredietinstelling. Instelling wel onder toezicht van bevoegde autoriteit en scheiding tussen informatie van betrokken personen m.b.t. behandeling van voorkennis. Beperking geldt niet bij overlegging

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

	tijdschema. Ook van toepassing onder leiding van kredietinstelling over beleggingsinstelling. Handelsbeslissingen onafhankelijk van onderneming.
Stabilisatievoorwaarden	Beperkte periode. Begin op eerste handelsdag en 30 dagen later ten einde. Daarna nietige verkrijging eigen aandelen. De periode wordt vervroegd als er eerder gehandeld wordt geldigheid blijft 30 dagen. Voorschriften moeten in acht genomen blijven worden. Ook 30 dagen bij tweede bieding als definitieve prijs bekend is en handel is begonnen. Obligaties en andere schuldinstrumenten die niet converteerbaar zijn, eveneens 30 dagen periode die begint als opbrengst instrumenten ontvangen is of 60 dagen na toewijzing van instrumenten. Kortste periode geldt. Bij converteerbare obligaties die zijn geconverteerd begint periode op moment dat er een aantal voorwaarden voldaan zijn. Definitieve voorwaarden bekend gemaakt zijn. De duur is gelijk aan situatie zonder conversie.
Openbaarmakingverplichting	Informatie over stabilisatie moet openbaar gemaakt worden. Verplichting geldt voor ondernemers, aanbieders en uitvoerders. Rekening houden met mogelijkheid tot afbreken of niet uitvoeren stabilisatieprogramma. Ondersteuning marktprijs gedurende looptijd periode ook mogelijk. Openbaarmaking identiteit verantwoordelijk persoon noodzakelijk als deze bekend is. Openbaarmaking voor aanvang stabilisatievoorwaarden vereist. Bepalingen hiervoor worden opgeschort als aanbiedingen binnen werking van deze richtlijn vallen. Alle vereiste gegevens van transacties moeten worden gemeld bij de bevoegde autoriteit. Dit moet de zevende beursdag volgend op de transactiedag. Actuele informatie na 7 dagen openbaar. Te denken aan: verrichting stabilisatie, begindatum periode, einddatum periode, prijsmarge waarbinnen stabilisatie is verricht. Alle stabilisatietransacties moeten geregistreerd worden. Ook bij niet direct optreden namens ondernemingen en andere entiteiten. Daarnaast ook bij andere financiële instrumenten. Bij verschillende beleggingsondernemingen of kredietinstellingen een van deze rechtspersonen als centraal informatiepunt tegenover bevoegde autoriteit.
Bijzondere prijsvoorwaarden	Geen hogere prijs dan biedprijs. Zowel van toepassing op aandelen of daarmee gelijk te stellen waardepapieren. Ook geldig bij converteerbare obligaties. Bij bekendmaking definitieve voorwaarden van nieuwe aanbieding.
Voorwaarden aanvullende stabilisatie	Aantal voorwaarden dienen in acht worden genomen. Overinschrijving slechts toegestaan gedurende de inschrijftermijn tegen biedprijs. Niet groter dan 5% van oorspronkelijke aanbieding. Uitoefening greenshoe-optie bij overinschrijving betrokken effecten. Deze optie omvat Max. 15% van oorspronkelijke aanbieding. De uitoefenperiode is gelijk aan stabilisatieperiode. Nauwkeurige Openbaarmaking van uitoefening van greenshoe-optie en uitoefendatum omvang en aard van effecten moet bekend zijn.

Tabel 6.1 Voorwaarden inkoop van eigen aandelen

7. Fiscale beperkingen inkoop eigen aandelen

Naast juridische beperkingen zijn er ook voorwaarden en beperkingen op fiscaal gebied. In het bijzonder op het gebied van dividendbelasting. In dit hoofdstuk zullen niet alleen belastingwetten in behandeling worden genomen. Ook actuele beleidsbesluiten worden in dit hoofdstuk in behandeling genomen.

7.1 Regels betreffend dividendbelasting¹³

1. Inhouding van de belasting mag achterwege blijven ten aanzien van de opbrengst van aandelen, die ter gelegenheid van een inkoop van aandelen wordt verkregen. Bovendien geldt het totale bedrag van de inkoop in het kalenderjaar niet meer bedraagt dan tien keer het bedrag van het gemiddelde uitgekeerde dividend in contanten. Dit dividend dat in vijf voorafgaande kalenderjaren is uitgekeerd en die wordt verminderd met de bedragen aan inkoop van aandelen in de voorafgaande vier kalenderjaren als voldaan is aan:
 - De ingekochte aandelen behoren tot officieel genoteerde aandelen op de officiële markt van de Euronext effectenbeurs te Amsterdam of aan een door het ministerie bepaalde regeling waarin bepaald wordt welke buitenlandse beurs hieraan gelijk te stellen is. Daarnaast is de inhoudingsplichtige niet een lichaam waarvan de feitelijke werkzaamheid hoofdzakelijk bestaat uit het, onmiddellijk of middellijk, beleggen van vermogen of een daarmee overeenkomende werkzaamheid.
 - In het kalenderjaar wordt aan dividend in contanten minstens uitgekeerd een bedrag gelijk aan het volgens zogenaamde tweede lid, die hieronder zal worden toegelicht bij punt 2, het gemiddeld uitgekeerde dividend in contanten in vijf voorafgaande kalenderjaren.
 - Het bedrag van inkoop in het kalenderjaar is minstens gelijk aan een vierde deel van het dividend in contanten dat in het kalenderjaar wordt uitgekeerd.
 - In het kalenderjaar tot het tijdstip van de inkoop en in de vier daaraan voorafgaande kalenderjaren is het nominaal gestorte kapitaal in de inhoudingsplichtige niet vergroot. Anders dan in situaties van fusies, situaties waarin in zake van de vergroting van het nominaal gestorte kapitaal van toepassing is of situaties waarin sprake is van een omzetting in nominaal aandelenkapitaal dat op aandelen is gestort bovenop het nominaal gestort kapitaal. Of situaties waarin vergroting van het nominaal gestorte kapitaal een gevolg is van een niet-openbare emissie van aandelen in verband met de voldoening aan een aandelenoptieverplichting tegenover een werknemer.
2. Het bedrag van het eerder beschreven gemiddeld uitgekeerde dividend in contanten in vijf voorafgaande kalenderjaren dat wordt berekend na correctie van de bedragen van de zeven voorafgaande kalenderjaren met een inflatiebijstelling hiervan wordt Het jaar met het hoogste en het jaar met het laagste gecorrigeerde bedrag buiten aanmerking gelaten.
3. Indien de inhoudingsplichtige verschillende soorten nominaal gestort kapitaal heeft, worden de bepalingen van dit artikel per soort ingekochte aandelen toegepast.

¹³ De oorspronkelijke tekst komt uit Belastingwetten Kluwer 34^e druk Wet Dividendbelasting artikel 4c PP 534-535

4. Door ministeriële regeling worden enkele regels gesteld:
 - Voor de toepassing van dit artikel met betrekking tot situaties waarin de inhoudingsplichtige in omvang is toegenomen of afgenomen ten gevolge van een fusie of splitsing.
 - Met betrekking tot in het tweede lid genoemde inflatiebijstelling.
5. De belastingplichtige die zekerheid wil hebben op de vraag hoeverre de inhouding van de belasting op de voet van dit artikel achterwege mag blijven, kan daartoe een verzoek worden ingediend bij de inspecteur, die daarop bij voor bezwaar vatbare beschikking beslist. Het verzoek wordt minstens zes weken voor de vooringenomen inkoop gedaan.
 - Een bijzondere regeling is de optieregeling met betrekking tot inkoop van eigen aandelen.¹⁴ Inkoop van aandelen met het oog op de nakoming van een optieverplichting tegenover een werknemer van de eigen vennootschap of een verbonden vennootschap is een tijdelijke belegging. In het geval dat deze aandelen drie maanden na het tenietgaan van de optieverplichting nog tot de bezittingen van de vennootschap behoren en niet ingetrokken zijn. In dat geval worden de aandelen op dat tijdstip geacht ingekocht te worden tegen de waarde in het economische van de aandelen op dat tijdstip. Voor de toepassing van deze regels wordt onder een optieverplichting verstaan een verplichting die de tegenhanger is van een recht om een of meer aandelen of daarmee gelijk te stellen rechten te verwerven of van een recht dat daarmee gelijk is.

7.2 Regels bij fictieve vervreemding¹⁵

Inkoop van eigen aandelen kan worden aangemerkt als fictieve vervreemding. Als een aandeel of winstbewijs wordt vervreemd, wordt degene die slechts is gerechtigd tot de voordelen geacht deze te hebben vervreemd. Dit geldt ook voor de rechten die voortvloeien uit die voordelen, tenzij die rechten tot dat aandeel of winstbewijs in stand blijven.

Indien aandelen of winstbewijzen tot een aanmerkelijk belang horen, worden de aandelen of winstbewijzen geacht te zijn vervreemd indien de belastingplichtige daarom verzoekt. Een tot een aanmerkelijk belang behorende genotsrecht wordt eveneens geacht te zijn vervreemd indien het genotsrecht eindigt.

Nu is het ook nog van belang om te weten hoe de omvang van de vervreemdingsvoordelen gewaardeerd moeten worden.

De vervreemdingsvoordelen worden vastgesteld op overdrachtprijs verminderd met de verkrijgingprijs. In geval van vervreemding van een gedeelte van de in aandelen of winstbewijzen besloten rechten wordt ook een evenredig gedeelte van de verkrijgingprijs in aanmerking genomen. Onder overdrachtprijs wordt verstaan de tegenprestatie bij de vervreemding, verminderd met de kosten die ten laste worden gelegd van de vervreemder.

¹⁴ Achtergrondinformatie komt uit Belastingwetten Kluwer 34^e druk Wet Dividendbelasting artikel 3^a PP 530

¹⁵ De wettekst is terug te vinden in Belastingwetten Kluwer 34^e druk Wet Inkomstenbelasting artikel 4.16 PP 89-90

Onder verkrijgingprijs wordt verstaan de tegenprestatie bij de verkrijging, die vermeerderd wordt met de kosten die ten laste van de vervreemder worden gelegd. Indien de belastingplichtige aandelen of winstbewijzen van eenzelfde soort heeft met een verschillende verkrijgingprijs, wordt de verkrijgingprijs van die aandelen of winstbewijzen gesteld op de gemiddelde verkrijgingprijs. Als bij een vervreemding een verkrijgingprijs in aanmerking is genomen met toepassing van de eerder beschreven regels, dan wordt bij de berekening van de verkrijgingprijs uitgegaan in geval van niet-vervreemde aandelen of winstbewijzen verkrijgingprijs die hiervoor in aanmerking komt. Bij omzetting van onderneming in NV of BV kan de verkrijgingprijs negatief zijn.

7.3 Regels bij beleggingsinstellingen¹⁶

Er gelden ook regels betreffende de winst die gemaakt wordt op eigen aandelen die ingekocht worden. Met betrekking tot de winst die ter beschikking wordt gesteld aan de aandeelhouders en houders van winstbewijzen vallen onder inkomsten voor zover deze winst is toe te rekenen aan de vervreemding van aandelen in een vennootschap - direct of indirect - aan die vennootschap of aan liquidatie van een vennootschap. De inkomsten die worden bepaald worden aangemerkt als inkomen uit werk en woning.

7.4 Regels bij inkoop eigen aandelen bij fusies en overnames¹⁷

Bij fusies en overnames kunnen ook eigen aandelen worden ingekocht. Deze regels kunnen vallen onder dividendbelasting. De regels beperkingen en andere voorwaarden zullen nu besproken worden.

Als een inhoudingsplichtige die aandelen inkoop, in het jaar van inkoop, of in een of meer van de zeven voorafgaande jaren onder algemene titel vermogen heeft verkregen in het kader van een juridische fusie:

- Worden de inkopen van aandelen die door de verdwijnende rechtspersoon, conform wetgeving in het eerste lid wat hiervoor beschreven is in paragraaf 7.1 eerste lid, in het jaar van inkoop geacht te zijn gedaan door inhoudingsplichtige.
- Wordt door de toepassing van het tweede lid, beschreven in paragraaf 7.1 het contante dividend dat door de verdwijnende vennootschap is uitgekeerd in het jaar van inkoop geacht te zijn uitgekeerd door de inhoudingsplichtige. Voorwaarde is wel dat dit gebeurt voor het fusietijdstip en in de zeven daaraan voorafgaande kalenderjaren.
- Indien een inhoudingsplichtige die aandelen inkoop in het jaar van inkoop of in een of meer van de zeven daaraan voorafgaande kalenderjaren onder algemene titel vermogen heeft verkregen in het kader van een juridische splitsing:
- worden voor de toepassing van het eerste lid van paragraaf 7.1 de inkopen van aandelen die door de splitsende rechtspersoon volgens dezelfde paragraaf zijn gedaan in het jaar van inkoop voor het splitsingstijdstip. Daarnaast in de vier daaraan voorafgaande kalenderjaren, geacht voor een evenredig gedeelte te zijn gedaan door de inhoudingsplichtige. En deze inkoop van aandelen wordt in geval van een splitsing waarbij de splitsende rechtspersoon blijft bestaan, deze inkopen door de splitsende rechtspersoon in dezelfde mate geacht te zijn verminderd.

¹⁶ Voor meer informatie wordt verwezen naar Belastingwetten Kluwer 34^e druk inkoop eigen aandelen gehouden door een beleggingsinstelling. PP. 158

¹⁷Oorspronkelijke tekst Belastingwetten Kluwer 34^e druk Uitvoeringsbeschikking Dividendbelasting artikel 1aa PP 538-540

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

- wordt voor de toepassing van het tweede lid van paragraaf 7.1 het contante dividend dat door de splitsende rechtspersoon is uitgekeerd in het jaar van inkoop voor het splitsingstijdstip en in de zeven daaraan voorafgaande kalenderjaren. Dit wordt geacht in die jaren voor een evenredig gedeelte te zijn uitgekeerd. Dit wordt door de inhoudingsplichtige gedaan. In geval van een splitsing waarbij de splitsende rechtspersoon blijft bestaan, wordt het contante dividend dat door de splitsende rechtspersoon is uitgekeerd, dit dividend wordt geacht in dezelfde mate verminderd door de splitsende rechtspersoon.

In het geval dat een inhoudingsplichtige die aandelen inkoop in het jaar van de inkoop of in de zeven voorafgaande jaren in het kader van een bedrijfsfusie vermogen heeft gekregen van een rechtspersoon:

- Worden voor toepassing van het eerste lid beschreven in paragraaf 7.1 de inkopen van aandelen die door de overdrager zijn gedaan in het jaar van inkoop voor het overgangstijdstip plus in de vier daaraan voorafgaande kalenderjaren geacht voor een evenredig gedeelte te zijn gedaan door de inhoudingsplichtige. En worden deze inkopen geacht door de overdrager waarvan het vermogen wordt verkregen in dezelfde mate te zijn verminderd.
- Wordt voor de toepassing van het tweede lid van paragraaf 7.1 het contante dividend dat door de overdrager is uitgekeerd in het jaar van inkoop voor het overgangstijdstip en daarnaast in de zeven daaraan voorafgaande kalenderjaren. Dit wordt geacht voor een evenredig gedeelte te zijn uitgekeerd door de inhoudingsplichtige en wordt het contante dividend dat door de overdrager is uitgekeerd, geacht in dezelfde mate te zijn verminderd.

De vorige regels zijn niet van toepassing als, in geval van een juridische fusie, een juridische splitsing of een bedrijfsfusie het nominale kapitaal van zowel de verdwijnende rechtspersoon, de splitsende rechtspersoon of de overdrager. In het jaar van inkoop of in de vier daaraan voorafgaande kalenderjaren is vergroot anders dan de situaties genoemd in paragraaf 7.1.

Voor de toepassing van alle regels in deze paragraaf wordt onder een evenredig gedeelte verstaan:

- Voor de toepassing van het tweede lid: een gedeelte dat evenredig is aan de verhouding op het splitsingstijdstip tussen de waarde in het economische verkeer van de vermogensbestanddelen van de splitsende rechtspersoon. De vermogensbestanddelen die overgaan op de inhoudingsplichtige en de waarde in het economische verkeer van het gehele vermogen van de splitsende rechtspersoon.
- Voor de toepassing van het derdelid: een gedeelte dat evenredig is aan de verhouding op het overgangstijdstip tussen de waarde in het economische verkeer van de vermogensbestanddelen van de overdrager. Deze worden verkregen door de inhoudingsplichtige voor de waarde in het economische verkeer van het gehele vermogen van de overdrager.

De correctie met de inflatiebijstelling, beschreven in paragraaf 7.1 tweede lid, vindt plaats door het bedrag van het uitgekeerde dividend in een voorafgaand kalenderjaar te vermenigvuldigen met het product van tabelcorrectiefactoren. Die begint het op dat jaar volgende jaar tot en met het jaar waarin de inkoop plaatsvindt. De tabelcorrectiefactor is de verhouding van het gemiddelde van de prijsindexcijfers van de achttiende tot en met het zevende aan het kalenderjaar voorafgaande maand. Tot het gemiddelde van de prijsindexcijfers van de dertigste tot en met de negentiende maand die aan het kalenderjaar voorafgaat. Deze prijsindexcijfers komen uit

de 'Consumentenprijsindex Alle Huishoudens, afgeleid' van het Centraal Bureau voor de Statistiek. De gemiddelde prijsindexcijfers worden berekend uit de prijsindexcijfers vermeld in het nummer van het Statistische Bulletin, waarin het indexcijfer van de zevende dan wel de negentiende aan het kalenderjaar voorafgaande maand voor het eerst, al dan niet voorlopig, wordt gepubliceerd.

7.5 Regels tijdelijke belegging¹⁸

Eigen aandelen kunnen ook als tijdelijke belegging worden ingekocht. Deze aandelen worden dan niet vernietigd en later weer terug op de gereguleerde markt aangeboden. Ook hiervoor gelden regels.

Allereerst geldt dat bij het bepalen van de winst de voordelen van tijdelijke belegging ingekochte eigen aandelen in een vennootschap worden meegeteld. Voorwaarde is wel dat de belastingplichtige voor minstens een derde gedeelte een belang heeft in de vennootschap.

Inkoop van eigen aandelen en van aandelen in een verbonden vennootschap is noodzakelijk met het oog op de nakoming van een optieverplichting. Dit kan zijn een optieverplichting tegenover personeel van de eigen onderneming of de onderneming van de verbonden vennootschap. Dit is een tijdelijke belegging tot drie maanden na het tenietgaan van de optieverplichting. Voor zover deze tijdelijke belegging nog niet onder de werkingssfeer van het eerste lid valt, is dit lid toch van toepassing.

Voor de toepassing van dit artikel wordt onder een optieverplichting verstaan een verplichting die de tegenhanger is van een recht om een of meer aandelen of daarmee gelijk te stellen rechten te verwerven. Voor de toepassing van dit artikel wordt met een aandeel zoals bedoeld in het eerste lid gelijk gesteld een recht om een zodanig aandeel te verwerven evenals een recht waarvan een waarde direct of indirect verband houdt met de waardeverandering van een zodanig aandeel.

7.6 Beleidsbesluit over dividendbelasting bij inkoop eigen aandelen¹⁹

Recent staat ter discussie de dividendbelasting bij inkoop van eigen aandelen. De belastingdienst heeft een besluit bekend gemaakt over de heffing van dividendbelasting bij inkoop van eigen aandelen via de effectenbeurs. Onder bepaalde omstandigheden hoeft een beursgenoteerde onderneming geen brutering van 100/85 toe te passen op de dividendbelastinggrondslag. Dit is het verschil tussen de inkoopprijs minus het gemiddelde op de aandelen gestorte kapitaal. De situatie waarop deze regel betrekking heeft luidt: op het moment van de start van het inkoopprogramma kunnen er aandeelhouders zijn al aandelen in de inkopende beursvennootschap hebben. Wanneer deze aandeelhouders de aandelen niet met het oog op de inkoop hebben verworven en evenmin de bedoeling hadden hun aandelen via het zogeheten Second trading line te verkopen. In de overige gevallen moet een inkopende vennootschap wel overgaan op de toepassing van de 100/85 regel die als grondslag ligt voor de dividendbelasting en daarover ook dividendbelasting afdragen. Hieronder zal dit besluit verder worden toegelicht.

¹⁸ Wettekst komt uit Belastingwetten Kluwer 34^e druk Wet Vennootschapsbelasting artikel 10c PP 398

¹⁹ De basis van deze tekst is te vinden op www.minfin.nl/nl/actueel/kamerstukken_en_besluiten,2007/05/CPP07-983.html de titel luidt Inkoop van eigen aandelen via de beurs

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

In beginsel is over de inkoop van eigen aandelen 15% dividendbelasting verschuldigd over het verschil tussen de inkoopprijs en het gemiddelde op de desbetreffende aandelen gestorte kapitaal. Dit geldt ook bij inkoop van eigen aandelen via de effectenbeurs.(Euronext). Bij beursgenoteerde vennootschappen zijn de aandeelhouders niet bekend en moet de inkopende vennootschap de dividendbelasting voor haar eigen rekening nemen. Volgens een wettelijke bepaling vindt voor de berekening van de dividendbelasting in beginsel een brutering van de opbrengst plaats met de factor 100/85. Over de gebruteerde opbrengst vindt vervolgens heffing van dividendbelasting plaats. Brutering is overigens niet aan de orde als in een concrete situatie de wettelijke faciliteit voor de inkoop van aandelen van toepassing is, waardoor inhouding van dividendbelasting achterwege mag blijven.

Aangezien brutering bij inkoop van eigen aandelen fiscaal nadelig is, zoeken beursvennootschappen naar mogelijkheden om deze nadelen te vermijden. Dit kan op twee manieren gebeuren. De eerste is de Forward Purchase Agreement en de tweede manier is de Second Trading Line. De eerste wordt ook wel inkoop van eigen aandelen via tweede loket genoemd. Centraal staat bij de FPA en de STL dat beursgenoteerde vennootschappen eigen aandelen inkopen van hen bekende aandeelhouders. De belastingdienst heeft namens de staatssecretaris van Financiën aangegeven of bij een FPA of STL de brutering aan de orde komt en of dividendbelasting verrekenbaar is met verschuldigde vennootschapsbelasting dan wel recht op teruggaaf bestaat.

7.6.1 Forward Purchase Agreement

Een FPA is een overeenkomst tussen een inkopende beursvennootschap en een derde partij(veelal financiële instelling). Dit is ook bekend onder de naam inkoop van eigen aandelen via zogenaamd tweede loket. Deze derde partij verwerft van de inkopende beursvennootschap via de beurs en deze levert door aan de inkopende beursvennootschap. In de FPA worden onder andere afspraken gemaakt over de hoeveelheid, het tempo of de prijs van de af te nemen aandelen ter inkoop.

Volgens de staatssecretaris is feitelijk sprake van het op indirecte wijze inkopen van eigen aandelen op de beurs van onbekende aandeelhouders en is de brutering toch van toepassing. De tussen geschoven derde partij geldt daarbij niet als de uiteindelijke gerechtigde van de opbrengst van de aandelen en kan de dividendbelasting niet verrekenen met de vennootschapsbelasting en de partij heeft evenmin recht op teruggaaf van dividendbelasting.

De dividendbelasting mag wel worden teruggevraagd als de financiële instelling daadwerkelijk eigenaar is van de aandelen en ook koersrisico loopt. In dat geval wordt de inkoop van eigen aandelen niet gebruikt om puur de dividendbelasting terug te eisen. Dit is dan ook geen inkoop van eigen aandelen via zogenaamde tweede loket maar eerder een open markt aankoop. In dat geval gelden er geen fiscale beperkingen met betrekking tot aftrek van de belasting.

7.6.2 Second Trading Line

Bij de STL bestaat naast de gewone handel in aandelen van de beursvennootschap een tweede aandelennotering van hetzelfde type aandeel bij Euronext. Via de tweede aandelennotering kunnen aandeelhouders, die zich aan de inkopende vennootschap bekend maken, tegen bepaalde voorwaarden hun aandelen ter koop aanbieden. De inkoop wordt gewoonlijk begeleid door een financiële instelling.

De staatssecretaris maakt bij de STL onderscheid tussen twee situaties.

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

1. Op het moment van de start van het inkoopprogramma zijn er aandeelhouders die al aandelen in de inkopende beursvennootschap hebben. Deze aandeelhouders hebben de aandelen niet met het oog de inkoop verworven en hebben daarbij evenmin de bedoeling gehad om de aandelen via de STL te verkopen. In deze omstandigheden mag bruterings achterwege blijven en hebben de verkopende aandeelhouders het recht op verrekening van de dividendbelasting met verschuldigde vennootschapsbelasting dan wel recht op teruggaaf.

De staatssecretaris vindt het daarbij niet bezwaarlijk dat de aandeelhouders via de beurs hun oorspronkelijke positie in de inkopende vennootschap weer opbouwen, voorwaarde is wel dat zij de nieuw verworven aandelen niet opnieuw via de STL aanbieden.

2. De tweede situatie ontstaat als een derde partij via de beurs aandelen in een inkopende beursvennootschap vergaart met de intentie deze aandelen vervolgens via de STL aan te bieden. De staatssecretaris behandelt deze situatie op dezelfde wijze als in het geval van eerder genoemde FPA.

Tot zover de fiscale regels en beleidsbesluiten die gelden voor de inkoop van eigen aandelen. Aansluitend zal in het hoofdstuk aandacht worden besteed aan inkoop van eigen aandelen en de IFRS. Beursgenoteerde ondernemingen moeten namelijk rekening houden met deze regels. Er zullen alleen relevante regels worden besproken die van toepassing zijn op de inkoop van eigen aandelen.

Soort belasting of toepassing van belasting	Manieren	Redenen
Dividendbelasting	Open marktaankopen, optiecontracten, Kempens variant en aandeleninkoop via tweede loket omdat als eis wordt gesteld dat de aandelen beursgenoteerd moeten zijn.	Overtallige kasmiddelen, aanpassing financiële structuur, koersondersteuning, signaalwerking, "principal-agent" aspecten, leveringsverplichtingen, aanpassing van de zeggenschapstructuur, bondholder expropriation hypothese, supply-curve hypothese, neutralisering verwateringeffect dividend, belangen van beleggers dienen en het realiseren groeimogelijkheden.
Fictieve vervreemding	Openbaar bod, Aankoop per opbod, private inkoop, openmarkt aankopen, optiecontracten, Kempens variant en aandeleninkoop via tweede loket.	Onafhankelijk van alle bovengenoemde redenen geldt de fictieve vervreemding.
Beleggingsinstelling	Alle inkoopmanieren	Geen redenen die van toepassing zijn.
Inkoop eigen aandelen bij fusies en overnames	Af te raden bij fusies en overnames als onderneming zich wil beschermen. In andere gevallen alleen optiecontracten.	Inkoop vergroot het fusieproces. Alleen als dit gewenst is, is aanpassing zeggenschapsstructuur beste reden.

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

Regels tijdelijke belegging	Alleen geschikt is optiecontracten vanwege inkoop eigen aandelen zonder intrekking.	Leveringverplichting vanwege optiecontracten.
Beleidsbesluit dividendbelasting	Inkoop van eigen aandelen via tweede loket via forward purchasing agreement of second trading line. Belastingvrij als financiële instelling eigenaar is van aandelen of als aandeelhouders niet voor inkoopprogramma verkregen hebben. Anders is er wel dividendbelasting verschuldigd.	Niet van toepassing bij omzeiling dividendbelasting. Dan alsnog dividendbelasting betalen. Dit is ook onafhankelijk van de redenen die bij dividendbelasting zijn genoemd.

Tabel 7.1 Inkoop eigen aandelen en belastingen

8. Inkoop van eigen aandelen en de IFRS²⁰

Inkoop van eigen aandelen vindt niet alleen plaats in Nederland of binnen Europa waar Europese regels gelden. Ook daarbuiten kunnen deze aandelen worden ingekocht. Deze inkopen vallen dan onder de reikwijdte van de IFRS. De reikwijdte van de inkoop van eigen aandelen valt in eerste instantie onder IFRS 2.

8.1 Toepassingsgebied

In eerste plaats valt te denken aan de mogelijkheid van transacties met leveranciers en werknemers door middel van aandelen. Ondernemers kunnen dan eerst eigen aandelen inkopen om deze aandelen te kunnen leveren tegen goederen of diensten. Ook voor levering van onderliggende aandelen bij uitoefening van opties zullen bedrijven aandelen moeten inkopen die dan geleverd zullen worden op het moment dat het optiecontract wordt uitgeoefend.

De transacties waarop het hiervoor beschrevene betrekking heeft worden hieronder genoemd.

- Transacties met aandelen gerelateerde betaling in eigenvermogen instrumenten waarbij de onderneming goederen of diensten ontvangt als vergoeding voor deze instrumenten inclusief aandelen of opties op aandelen van de onderneming.
- Transacties met aandelengerelateerde betaling in geld, waarbij de onderneming goederen of diensten afneemt en in ruil hiervoor schulden aangaat met de leverancier die gebaseerd zijn op de prijs of waarde van de aandelen of andere eigenvermogen instrumenten van de onderneming.
- Transacties waarbij de onderneming goederen of diensten verkrijgt of levert en de overeenkomst de onderneming of de leverancier van de goederen of diensten de mogelijkheid biedt de transactie of in geld of door uitgifte van een eigenvermogen instrument af te wikkelen.

Om deze verplichtingen af te kunnen wikkelen zal de onderneming aandelen moeten kunnen leveren. De onderneming kan dan een inkoopprogramma uitschrijven om deze aandelen te kunnen leveren aan de werknemers of leveranciers. Ook als er opties zijn uitgeschreven zal de onderneming eigen aandelen moeten aanhouden om deze te kunnen leveren als de opties moeten worden uitgeoefend. Dit is een verplichting en geen recht voor de onderneming. Terwijl werknemers en leveranciers wel het recht hebben om deze optie uit te kunnen oefenen.

De regels zijn niet van toepassing op de volgende transacties die nu worden beschreven.

- Transacties waarbij goederen worden verkregen die deel uitmaken van de "net assets" die verkregen zijn bij een ondernemingscombinatie die gekwalificeerd kan worden als fusies en overnames. Aandelen en gerelateerde instrumenten die worden uitgegeven in ruil voor de beheersing van de overgenomen partij vallen niet onder de reikwijdte van IFRS 2. Echter als er aandelen worden toegekend aan werknemers van de overgenomen partij in hun hoedanigheid als werknemer vallen wel onder de reikwijdte van deze IFRS 2. De bedrijven kunnen dan ook aandelen inkopen om deze te kunnen toekennen aan de werknemers. Er geldt namelijk een leveringsverplichting en deze aandelen kunnen niet zomaar van de markt worden toegekend. Vandaar dat de bedrijven eerst deze eigen aandelen inkopen en deze stukken niet vernietigen maar gelijk toekennen aan de werknemers.

²⁰ De tekst is afgeleid uit DR. R.L. Ter Hoeven RA et al. International Financial Reporting Standards 2004 Kluwer PP69-79

- Transacties met aandelengerelateerde betalingen die vallen onder IAS 32 en IAS 39 vallen niet onder de reikwijdte van de huidige IFRS. Deze uitzonderingen zullen verderop worden toegelicht.
- Transacties met werknemers of andere partijen in de hoedanigheid van eigenaar van een eigenvermogen instrument van de onderneming.

8.2 Criteria voor opname in balans en waardering

Het is van belang om te weten op welk moment de transacties plaatsvinden en wanneer de inkoop van eigen aandelen moet plaatsvinden om dit op de balans te kunnen erkennen. Per transactie kunnen er verschillen zijn in de waardering en het opnemen van de transacties in de balans.

In eerste plaats valt te denken aan transacties met aandelengerelateerde betaling in eigenvermogensinstrumenten. Indien de goederen of diensten ontvangen zijn in een transactie met aandelengerelateerde betaling in eigenvermogensinstrumenten worden de goederen of diensten mogelijk gewaardeerd tegen de reële waarde van de goederen. Tenzij deze reële waarde niet betrouwbaar kan worden vastgesteld. In dat geval worden de goederen of diensten gewaardeerd tegen de reële waarde van het toegekende eigenvermogensinstrument. Voor de inkoop van eigen aandelen heeft dat ook gevolgen voor het vermelden van de inkooptransacties op de balans. Indien de reële waarde van de goederen wordt aangehouden moeten er net zoveel aandelen worden ingekocht als de waarde van de goederen. Als de reële waarde van de aandelen wordt aangehouden geldt de hoeveelheid aandelen zoals wordt afgesproken in het contract.

Bij transacties waarbij diensten zullen worden verricht door werknemers wordt altijd de waarde van het toegekende eigenvermogensinstrument gehanteerd, omdat de reële waarde van de geleverde diensten per definitie niet betrouwbaar vast te stellen is. De reële waarde wordt bepaald op het moment dat de eigenvermogensinstrumenten worden toegekend. Ook de inkoop van de eigen aandelen zal op die datum op de balans worden gewaardeerd tegen de reële waarde. Voor transacties met partijen anders dan werknemers geldt een weerlegbaar vermoeden dat de reële waarde van de goederen of diensten betrouwbaar kan worden vastgesteld.

Onder transacties waarbij diensten worden geleverd met aandelengerelateerde betalingen in eigenvermogensinstrumenten vallen onder andere personeelsaandelen(opties). Deze eigenvermogensinstrumenten worden verstrekt als prikkel of beloning voor de werknemers. Ook deze diensten moeten dan al zijn verricht op het moment dat deze instrumenten worden toegekend. Daarnaast moeten de bedrijven eigen aandelen hebben ingekocht om deze instrumenten te kunnen verstrekken aan de werknemers. Als de toegekende eigenvermogensinstrumenten pas onvoorwaardelijk worden nadat de ontvanger gedurende een voorwaardelijke periode diensten verricht moet de onderneming ervan uitgaan dat de beloning gerelateerd is aan diensten die in deze bepaalde periode zullen worden verricht. De onderneming zal de kosten van deze diensten verwerken, bijbehorende toeneming in het eigen vermogen, naar gelang de voorwaardelijke periode verstrijkt. Ook als er inkoop van eigen aandelen plaatsvindt, worden deze pas geactiveerd op de balans op het moment dat het zeker is dat de aandelen geleverd moeten worden.

8.3 bepaling van reële waarde van eigenvermogensinstrumenten

Het is van belang om te weten wat de reële waarde van de eigenvermogensinstrumenten is. Hiervoor is immers weergegeven dat transacties waarbij diensten worden verleend door werknemers deze gewaardeerd moeten

worden tegen reële waarde. De onderneming moet de reële waarde van de toegekende eigenvermogensinstrumenten bepalen op de peildatum. Indien beschikbaar gebaseerd op marktprijzen, waarbij rekening moet worden gehouden met de voorwaarden waaronder de eigenvermogensinstrumenten zijn toegekend. Als marktprijzen niet beschikbaar zijn moet een waarderingstechniek worden gehanteerd om te bepalen wat de reële waarde zou zijn bij een zakelijke transactie met een goed geïnformeerde tegenpartij. De gehanteerde waarderingstechniek moet consistent zijn met algemeen aanvaardbare technieken voor de waardering van financiële instrumenten. Voor bepalen van de waarde van opties zijn modellen ontwikkeld zoals die van Black & Scholes. Aldus de auteurs van *International Financial Reporting Standards 2004*.

8.4 Behandeling van toekenningsvoorwaarden

In de praktijk blijkt vaak dat de eigenvermogensinstrumenten worden toegekend onder voorwaarden van het voldoen aan specifieke condities. Zo worden aandelenopties in veel gevallen aan werknemers toegekend op voorwaarde dat deze een bepaalde periode werkzaam blijven bij de organisatie. Ook prestatievoorwaarden vallen onder deze categorie. Deze voorwaarden worden niet in aanmerking genomen bij het bepalen van de reële waarde van de eigenvermogensinstrumenten maar alleen bij het bepalen van het verwachte aantal dat uiteindelijk zal worden toegekend. Dit is ook van belang om te weten hoeveel aandelen er ingekocht moeten worden en ook om te weten wanneer deze aandelen moeten zijn ingekocht. Als in later stadium duidelijk wordt dat de verwachting op dat moment afwijkt van eerdere schattingen moet de schatting worden aangepast. Indien niet aan de prestatievoorwaarden wordt voldaan wordt geen bedrag opgenomen voor de te ontvangen goederen of diensten.

Als het onvoorwaardelijk toekennen van de eigenvermogensinstrumenten afhankelijk is van bepaalde marktvoorwaarden moet hiermee wel rekening worden gehouden bij het bepalen van de reële waarde van de eigenvermogensinstrumenten. Daarom worden toegekende eigenvermogensinstrumenten waarvan het onvoorwaardelijk worden afhankelijk is van marktvoorwaarden, opgenomen en verwerkt ongeacht of aan de marktvoorwaarden is voldaan.

8.5 Na de voorwaardelijke periode

De onderneming zal nadat de eigenvermogensinstrumenten onvoorwaardelijk zijn toegekend geen aanpassingen hiervoor meer in het eigen vermogen doorvoeren. Met andere woorden er zullen daarna geen eigen aandelen meer worden ingekocht. De reële waarde van eigenvermogensinstrumenten kan niet betrouwbaar worden bepaald. In uitzonderlijke gevallen zal de onderneming niet in staat zijn de reële waarde van eigenvermogensinstrumenten op een betrouwbare manier te bepalen. In dat geval wordt de waardering toegepast zoals hieronder is beschreven.

- De eigenvermogensinstrumenten gewaardeerd tegen de intrinsieke waarde, in eerste instantie op de datum waarop de goederen of diensten worden geleverd en vervolgens op elke rapporteringdatum en op de datum van de uiteindelijke afwikkeling.
- De goederen of diensten worden verwerkt en gewaardeerd naar gelang de eigenvermogensinstrumenten uiteindelijk onvoorwaardelijk worden toegekend of worden uitgeoefend.

8.6 Aanpassing van de toekenningsvoorwaarden

Een onderneming kan onder bepaalde omstandigheden besluiten om de voorwaarden waaronder de eigenvermogensinstrumenten zijn toegekend aan te passen. Bij de aanpassing van deze voorwaarden met uitzondering van marktvoorwaarden, worden ontvangen diensten tenminste gewaardeerd tegen de reële waarde op het toekenningsmoment, tenzij niet aan de voorwaarden wordt voldaan. Ter aanvulling moeten de gevolgen van aanpassingen die leiden tot een verhoging van de reële waarde te worden meegenomen in de waardering van het instrument. Ook geldt dit voor de inkoop van eigen aandelen op het gebied van balanswaardering van deze inkoop van eigen aandelen. Als de onderneming een eigenvermogensinstrument annuleert tijdens de voorwaardelijke periode dan kunnen de situaties zich voordoen zoals ze hieronder beschreven worden.

- Verwerkt de onderneming dit als een verkorting van de voorwaardelijke periode.
- Verwerkt de onderneming betalingen aan werknemers voor de annulering of afwikkeling als een terugkoop van eigenvermogensinstrumenten. Dit kan dus ook worden aangemerkt als inkoop van eigen aandelen. Verder is dit ook zo omdat bij inkoop van eigen aandelen dit ten laste wordt gelegd van het eigen vermogen. Tenzij de betaling de reële waarde van het eigenvermogensinstrument te boven gaat. In dat geval wordt het verschil als kosten verwerkt en niet als inkoop van eigen aandelen.
- Verwerkt de onderneming nieuw toegekende eigenvermogensinstrumenten als een aanpassing van de initieel toegekende eigenvermogensinstrumenten.

8.7 Transacties met aandelengerelateerde betaling in geld

Als goederen of diensten ontvangen zijn in een transactie met aandelengerelateerde betaling in geld worden deze goederen of diensten en de verplichting gewaardeerd tegen de reële waarde van de verplichting. Indien ontvangen goederen of diensten niet kwalificeren om te worden opgenomen als actief worden deze verwerkt als kosten. Dit heeft ook consequenties voor de waardering van de eigen aandelen die moeten worden ingekocht. Verrichte diensten door werknemers worden verwerkt in overeenstemming met de transacties met aandelengerelateerde betaling in eigenvermogensinstrumenten: als de verplichting onvoorwaardelijk is op het moment van toekennen worden de diensten die ontvangen worden en de bijbehorende verplichtingen direct verwerkt. Bij voorwaardelijke toekenning worden de diensten en bijbehorende verplichting verwerkt gedurende de voorwaardelijke periode.

De onderneming moet de reële waarde van de verplichting op elke rapporteringdatum opnieuw bepalen totdat de verplichting is voldaan. Dit geldt ook voor de aandelen die ingekocht worden. Op elke moment dat er gerapporteerd moet worden, moet de reële waarde van de ingekochte aandelen op elk moment opnieuw vastgesteld worden. Totdat het gewenste aantal aandelen ingekocht is en het gehele programma is afgewikkeld. Wijzigingen in de reële waarde worden in rekening gebracht op de winst- en verliesrekening. Ook wijzigingen in reële waarde van de eigen aandelen die ingekocht worden, zullen ten laste worden gelegd op de winst en verliesrekening.

8.7.1 Transacties met aandelengerelateerde betaling met de mogelijkheid om in geld af te wikkelen

Dit is een variant op de vorige mogelijkheid. Het verschil tussen deze twee varianten is de keuzevrijheid om de transactie in geld af te wikkelen bij de laatste mogelijkheid. Als de overeenkomst voor de transacties met

aandelengerelateerde betaling voor de onderneming of de wederpartij de mogelijkheid biedt om deze in geld af te wikkelen wordt deze verwerkt zoals hieronder beschreven wordt.

- Transactie met aandelengerelateerde betaling in geld indien en voor zover de onderneming een verplichting heeft om af te wikkelen in geld. Hier speelt inkoop van eigen aandelen geen rol omdat de onderneming geldbetalingsverplichtingen heeft.
- Transactie met aandelengerelateerde betaling in eigen vermogensinstrumenten indien en voor zover een dergelijke verplichting niet aanwezig is. Hier is de inkoop van eigen aandelen wel van belang.

8.7.1.1 Keuze bij wederpartij

Als de onderneming de wederpartij het recht heeft gegeven om te bepalen of de transactie in geld of in eigenvermogensinstrumenten zal worden afgewikkeld, is sprake van een samengesteld financieel instrument. Dit instrument bestaat deels uit een schuld (namelijk het recht van de wederpartij om afwikkeling in geld te eisen). En deels uit eigen vermogen (te weten: het recht van de wederpartij om afwikkeling in eigenvermogensinstrumenten te eisen).

Bij transacties met andere partijen dan werknemers waarbij de reële waarde van de goederen of diensten wordt bepaald volgens de directe werkwijze. Wordt het eigenvermogensdeel bepaald als het verschil van de reële waarde van de verplichting op het moment dat de goederen of diensten worden geleverd. Bij alle andere transacties wordt de reële waarde van het samengestelde financiële instrument bepaald. Deze wordt bepaald door eerst de reële waarde van de schuld en daarna de reële waarde van het eigenvermogensinstrument te bepalen. Dit heeft ook gevolgen voor de bepaling van de reële waarde van de eigen aandelen die moeten worden ingekocht. Hierbij dient rekening te worden gehouden dat de wederpartij het recht om geld te ontvangen moet opgeven om het eigenvermogensinstrument te kunnen verkrijgen.

De goederen of diensten worden afzonderlijk verwerkt in verhouding tot elk deel van het samengestelde financiële instrument. Voor het schuldgedeelte worden de goederen of diensten opgenomen en de bijbehorende verplichting in overeenstemming met transacties met aandelengerelateerde betaling in geld. Voor de eigenvermogensinstrumenten worden de goederen of diensten opgenomen en de bijbehorende eigenvermogenstoename in overeenstemming met transacties met aandelengerelateerde betaling in eigenvermogensinstrumenten. Hiermee samenhangend de inkoop van aandelen die moet plaatsvinden om de vereiste eigenvermogensinstrumenten te kunnen leveren als hierom verzocht wordt.

8.7.1.2 Keuze bij onderneming

De keuzevrijheid hoeft niet alleen bij de wederpartij te liggen. Deze kan ook bij de onderneming zelf liggen. Als de onderneming het recht heeft om te bepalen of de transactie in geld of in eigenvermogensinstrumenten zal worden afgewikkeld, moet worden nagegaan of de onderneming op het rapportagemoment een verplichting heeft om in geld af te wikkelen. De onderneming heeft een verplichting om in geld af te wikkelen als er voldaan is aan een aantal voorwaarden, dat nu worden toegelicht.

- De keuze om af te wikkelen in eigenvermogensinstrumenten zakelijk niet reëel is en dus ook de inkoop van eigen aandelen niet plaats hoeft te vinden.
- Of de onderneming een historie of geformuleerd beleid heeft om in geld af te wikkelen. Ook hier is de inkoop van eigen aandelen niet relevant.

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

- Over het algemeen in geld afgewikkeld indien de wederpartij hierom verzoekt. Indien de onderneming de verplichting heeft in geld af te wikkelen wordt de transactie verwerkt in overeenstemming met transacties met aandelengerelateerde betaling in geld.

Als deze verplichting niet bestaat wordt de transactie verwerkt in overeenstemming met transacties met aandelengerelateerde betaling in eigenvermogensinstrumenten. Bij de afwikkeling moet rekening gehouden worden met een aantal voorwaarden. Deze worden nu toegelicht.

- In geld wordt de betaling verwerkt als een inkoop van eigenvermogensinstrumenten, namelijk in mindering gebracht op het eigen vermogen. Het is hiervoor dus ook noodzakelijk om de eigen aandelen in te kopen.
- In eigenvermogensinstrumenten wordt geen aanpassing gemaakt tenzij:
- Tegen het alternatief met de hoogste reële waarde worden additionele kosten verwerkt voor de bovenmatig verstrekte vergoeding.

8.8 Openbaarmaking en toelichting

Het is ook van belang om de juiste informatie te verstrekken bij de openbaarmaking van inkoop van eigen aandelen. Ook bij de genoemde transacties waarbij verplichtingen ontstaan om eigen aandelen in te kopen is de juiste informatie van belang.

Alle informatie noodzakelijk voor de gebruikers van de jaarrekening voor het begrijpen van de aard en omvang van de aandelengerelateerde betalingen en dus ook de redenen om aandelen in te kopen. Het gaat om de transacties die plaatsvinden in de relevante periode van de jaarrekening.

In ieder geval moet worden vermeld in dit geval zoals hieronder wordt aangegeven.

- Een beschrijving van elk type overeenkomst met aandelengerelateerde betaling dat op enig moment tijdens de verslaggevingperiode aanwezig was, inclusief de voorwaarden en condities van elke overeenkomst, zoals toekenningvoorwaarden, maximale termijn van toegekende opties en de wijze van afrekening. Dit laatste kan in geld of in eigen vermogen. Als er sprake is van transacties in eigen vermogen moeten er eigen aandelen worden ingekocht. In dat geval is het raadzaam om alle relevante informatie betreffende inkoop van eigen aandelen te publiceren.
- Het aantal en de gewogen gemiddelde uitoefenprijs van elke van volgende groepen opties: Uitstaande opties aan het begin van de periode of in de periode toegekende opties of in de periode vervallen opties. Of in de periode uitgeoefende opties of in de periode verlopen opties, uitstaande opties aan het eind van de periode en opties die uitoefenbaar zijn aan het eind van de periode. Dit is ook van belang om te weten voor inkoop van eigen aandelen. Op het moment dat er opties uitgeoefend zullen worden moeten de ondernemers zorg dragen voor het beschikbaar zijn van de eigen aandelen.
- Voor gedurende de periode uitgeoefende opties, de gewogen gemiddelde aandelenkoers. Indien gedurende de periode regelmatig opties zijn uitgeoefend mag de gewogen gemiddelde aandelenkoers worden vermeld. Ook van belang voor de waardering van de eigen ingekochte aandelen die bedrijven moeten inkopen.
- Voor aan het eind van de periode uitstaande opties moet de bandbreedte van uitoefenprijzen worden en het gewogen gemiddelde van de resterende looptijd worden vermeld. Indien sprake is van een wijde bandbreedte aan uitoefenprijzen of het gewogen gemiddelde van de resterende looptijd, moeten deze

worden opgedeeld in smallere bandbreedtes die een beoordeling van het aantal nieuwe aandelen dat kan worden uitgegeven en het tijdstip waarop mogelijk maken. Ook is dit van groot belang om te bepalen voor het vaststellen van het inkoopprogramma, omdat de omvang bekend moet zijn van de hoeveelheid aandelen die ingekocht moeten worden en de prijs die voor de aandelen moet worden betaald.

8.9 Uitzonderingsbepalingen IAS 32 en 39²¹

In de eerste paragraaf is al gezegd zijn er uitzonderingen voor transacties die normaal vallen onder IFRS 2. Deze zullen worden toegelicht.

In IFRS 32 gaat het om transacties met gewone activa zoals inbreng van eigen vermogen en aangaan van schulden en gewone aflossing hiervan. Het gaat hier voornamelijk om de oprichting van een BV met inbreng van kapitaal en het aangaan van vreemd vermogen. Daarnaast gaat het om de manier van presenteren van verschillende instrumenten op de balans. Ook gaat het om het ontvangen van geld en het herkennen hiervan op de balans. Dit betreft ook geen inkoop van eigen aandelen. Bij IAS32 gaat het om informatieverschaffing en presentatie van verschillende elementen. Echter op basis van SIC 16 waarin het gaat over ingekochte eigen aandelen, moeten deze eigen aandelen worden gepresenteerd als een mindering op het eigen vermogen. De verwerving moet als een vermogensmutatie worden weergegeven. Dit houdt dus in dat er sprake is van een tenlastelegging van het eigen vermogen. Eigen aandelen mogen niet op de actief zijde worden gepresenteerd. Een verkoop, uitgifte of intrekking van ingekochte eigen aandelen kan niet leiden tot toe- of afname van winst of verlies. Daarom worden de eigen aandelen nooit ten laste gelegd van de winst of verliesrekening. IAS 39 is een uitgebreidere beschrijving op wat staat in IAS 32. Deze standaard beschrijft voornamelijk derivaten die vaak worden gebruikt. Ook gaat het om de opname en waardering van verschillende financiële instrumenten die een onderneming kan aantrekken. Derivaten hebben ook niets te maken met inkoop van eigen aandelen. Ook is het zo dat verkoop van instrumenten precies tegenovergesteld is dan inkoop van eigen aandelen dat wel staat in IAS 39. In een tabel hieronder zal duidelijk worden gemaakt op welke manier de IFRS en IAS van toepassing zijn op de inkoop van eigen aandelen.

Toepassing IFRS of IAS	Toepassing op inkoop eigen aandelen
IFRS 2	Geen directe toepassing op inkoop van eigen aandelen, maar inkoop eigen aandelen wel noodzakelijk voor leveringsverplichtingen. Geen intrekking aandelen. Hoofddoel inkoop is levering van aandelen. Alle transacties openbaar. Keuze bij wederpartij in geld betekent geen inkoop. Niet direct relevant welke inkoopmanier toegepast is.
IAS 32	Manier balanswaardering eigen aandelen. Verplichte mindering op eigen vermogen. Geen presentatie aan actiefzijde balans.

Tabel 8.1 Toepassing IFRS en IAS op inkoop van eigen aandelen

²¹ Voor meer informatie wordt verwezen naar DPA IFRS op zak. Kluwer 2003 PP54-55, 66,67

9. Inkoop eigen aandelen bij BV

Er zal nu aandacht worden besteed aan inkoop van eigen aandelen door BV's. Door de informatie die in eerder beschreven hoofdstukken zijn besproken roept dit vragen op in welke mate dit geldt voor een BV. Daarom zal er in dit hoofdstuk extra aandacht worden besteed aan de inkoop van eigen aandelen door BV's.

Inkoop van eigen aandelen worden vooral ingekocht door beursgenoteerde ondernemingen. Echter een BV heeft ook aandelenkapitaal en ook een BV kan eigen aandelen inkopen. Het is ook nog belangrijk te weten hoe inkoop van eigen aandelen gaat bij een BV. Er zijn een aantal verschillen tussen inkoop van eigen aandelen bij NV's en BV's. In dit hoofdstuk wordt de nadruk gelegd op de verschillen tussen inkoop van eigen aandelen door BV's en NV's. Ook wordt er gekeken welke manieren van inkoop van eigen aandelen er op een BV van toepassing kunnen zijn. Verder wordt er gekeken naar in hoeverre de juridische regels van toepassing zijn op de inkoop van eigen aandelen door een BV.

Algemene verschillen

In eerste plaats zijn er veel minder aandeelhouders. Dit betekent dat er veel grotere belangen per aandeelhouder zijn. Er kunnen echter wel kleinere aandeelhouders zijn maar ook deze moeten bekend zijn bij een BV. Een ander groot verschil is dat de aandeelhouders van een BV bekend zijn. Deze aandeelhouders moeten worden opgenomen in het aandeelhoudersregister. Bij een NV wisselen de belangen constant en er zijn ook hele kleine anonieme partijen zijn die een verwaarloosbaar belang hebben in de NV. Bij een BV zijn de belangen meestal wat groter maar dat hoeft niet altijd zo te zijn. Ook kan het bij een BV zijn dat er geen scheiding is tussen eigendom en management. Dit ligt in de praktijk vaak anders omdat de eigenaar van een BV niet per definitie ook de leiding in handen hoeft te hebben. Het komt wel voor dat de aandelen bij een BV in handen zijn van de oprichter.

De aandelen in BV kunnen ook wel in handen zijn van anderen in sommige gevallen. In het bijzonder is dat zo als de BV groter wordt. Het is dan gebruikelijker dat er meer aandeelhouders komen die ook een participatie in het bedrijf hebben. In dat geval zal er ook in een vergadering van aandeelhouders, zij het beperkt, kunnen worden overlegd wat de wensen zijn om hun aandelen van de hand te doen. In dat geval kunnen de eigen aandelen worden ingekocht door de BV om het geplaatste kapitaal te verminderen. Daarnaast zijn er veel minder redenen om eigen aandelen in te kopen. Signaalwerking van de markt valt hierbij af omdat er geen directe markt is om de eigen aandelen in te kunnen kopen. Het principal agentprobleem is niet in alle gevallen relevant. Als er sprake is van een strikte scheiding tussen de aandeelhouders en degenen die de directe leiding over de BV hebben dan geldt het principal agentprobleem op dezelfde wijze als bij een NV. Alleen bij BV's waarbij de leiding strikt in handen ligt bij de eigenaar is het principal agentprobleem niet relevant. Dit is bijvoorbeeld het geval bij een familiebedrijf. Verder is er bij een BV helemaal geen directe markt aanwezig om aandelen te kunnen kopen. Ook kan niet door middel van deze markt de koers voor het aandeel worden bepaald door middel van handel. Het gevolg is dat er geen aandelen op een open markt kunnen worden ingekocht. Bovendien staat soms in de statuten vermeld dat de aandeelhouders verplicht zijn om hun aandelen aan te bieden aan de onderneming. Ook kan bij opvolging worden vereist dat de aandelen worden aangeboden. Dit heeft een dalend prijseffect tot gevolg omdat er geen markt bestaat om deze aandelen aan te bieden.

Leveringsverplichtingen spelen eveneens een beperktere rol omdat er voor een BV veel minder opties worden uitgeschreven. Ook is er bij een BV geen sprake van handel in aandelen. Dit heeft tot gevolg dat er veel minder snel sprake is van koersondersteuning omdat de koers van de aandelen veel minder relevant is. Een reden als

leverage verplichtingen zou wel gebruikt kunnen worden doordat ook een BV een optimale structuur tussen eigen vermogen en vreemd vermogen kan bereiken. Dit kan een BV ook als reden opgeven om eigen aandelen in te kopen. Op deze manier kan het aandelenkapitaal verkleind worden en kan ook het vreemd vermogen groeien totdat volgens de onderneming de optimale structuur wordt bereikt.

Mogelijke manieren inkoop van eigen aandelen

De eerste manier van inkopen die wordt gebruikt om eigen aandelen in te kopen is een private inkoop. De inkoop van eigen aandelen kan bij BV plaatsvinden door middel van bij grootaandeelhouders inkopen van eigen aandelen. Dit wordt zo gedaan omdat er niet op de beurs eigen aandelen kunnen worden ingekocht omdat er geen directe handel is in eigen aandelen. Een tweede manier die kan worden gebruikt voor de inkoop van eigen aandelen is de Kempen-variant. Bij deze variant kunnen de eigen aandelen worden ingekocht door middel van de vermindering van eigen aandelen van de BV. Ook een openbaar bod kan gebruikt worden omdat het management van de BV kan onderhandelen met zijn aandeelhouders. De hoofdconclusie is dat er bij een BV veel minder mogelijkheden zijn voor de inkoop van eigen aandelen. Daarnaast gelden de juridische regels met betrekking tot de inkoop van eigen aandelen op gelijke wijze voor een NV als voor een BV. Zo moet ook openbaar worden gemaakt dat er eigen aandelen ingekocht zullen worden.

Juridische regels

Nu is de vraag in hoeverre de juridische regels reikwijdte hebben in het geval van een BV. De Nederlandse juridische regels gelden voor alle vennootschappen. Dit houdt dus in dat alle Nederlandse juridische regels die in het vijfde hoofdstuk besproken zijn ook gelden in het geval dat de onderneming een BV is. Bij de Europese regels gaat het iets anders. In dat geval is het zo dat een kleine BV die alleen in Nederland opereert, heeft die met de Europese markt niet veel te maken. In dat geval zijn de Europese regels niet van toepassing. Gaat het echter om een BV die in verschillende Europese lidstaten op de markt actief is, dan moet er wel rekening worden gehouden met gevolgen van Europese regels. Vooral als het gaat om invloedrijke handel in verschillende lidstaten. Dan is het raadzaam om het inkoopprogramma aan de hand van de Europese regels te laten plaatsvinden. Het is dan ook vaak verplicht om de eigen aandelen volgens deze regels uit te voeren. Hier moet van tevoren rekening mee worden gehouden alvorens een inkoopprogramma openbaar wordt gemaakt.

Fiscale regels

Naast juridische regels is het ook nog van belang om te kijken naar de fiscale gevolgen voor een BV, omdat er specifieke situaties zijn voor een BV. Ook is van belang hoe dit eventueel verschilt ter vergelijking van de situatie van een NV. In eerste plaats is het zo dat er in beginsel dividendbelasting verschuldigd is over inkoop van eigen aandelen. De regels voor de dividendbelasting gelden ook in het geval dat de onderneming BV is. Er staat ook bij de belastingwetgeving vermeld dat het van toepassing is op vennootschappen. Hier valt dus ook een BV onder. Dit heeft ook tot gevolg dat inkoop van eigen aandelen door middel van het zogenaamde tweede loket ook bij BV niet toegestaan is. Ook hier kan situatie ontstaan dat er dividendbelasting omzeild kan worden. Het besluit geldt dus voor alle ondernemingen die eigen aandelen inkopen. Daarnaast kunnen de geldende fiscale regels bij fusies en overnames ook bij een BV worden toegepast.

IFRS en BV's

Als laatste zal er aandacht worden besteed aan de IFRS van toepassing op BV's. Het is zo dat de IFRS en de IAS alleen van strikt verplicht zijn voor beursgenoteerde ondernemingen. Aansluitend kan dus vermeld worden dat de inkoop van eigen aandelen door een BV niet per definitie onder de reikwijdte van de IFRS vallen, maar wel

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

kan worden toegepast door een BV als dat gewenst is. Het is dus niet verplicht om rekening te houden met de IFRS bij een BV maar de vennootschap heeft de keuze of ze de transacties die van toepassing zijn op inkoop van eigen aandelen te hanteren.

Onderdeel voor BV	Uitwerking of toepassing
Algemene verschillen	Minder aandeelhouders BV en ook bekend. Scheiding eigendom management niet strikt aanwezig, maar in praktijk wel aanwezig. Vaak grotere belangen aandeelhouders maar niet altijd van toepassing. Er zijn minder redenen om eigen aandelen in te kopen. Signaalwerking speelt geen of een ondergeschikte rol bij een BV. Geen directe markt aandelen aanwezig.
Mogelijkheden eigen aandelen in te kopen	Private inkoop, Kempen variant, openbaar bod aankoop per opbod kunnen worden gebruikt om eigen aandelen in te kopen bij een BV.
Juridische regels	Nederlandse regels altijd. Voor kleine BV Europese regels niet relevant maar voor een internationale BV gelden Europese regels wel. Vooral als onderneming actief is in verschillende lidstaten.
Fiscale regels	De regels van dividendbelasting gelden eveneens voor een BV. Ook bij inkoop van eigen aandelen via zogenaamd tweede loket is fiscaal beperkt bij een BV. Ook als er een fusie is kunnen de regels die hiervoor gelden toegepast worden.
IFRS	IFRS is voor een beursgenoteerde onderneming verplicht. Voor BV geen verplichting maar wel optioneel. Als voor IFRS is gekozen dan alles volgens IFRS worden uitgewerkt.

Tabel 9.1 Inkoop van eigen aandelen toegepast op een BV

10. Voorbeelden van bedrijven die eigen aandelen inkopen

In dit hoofdstuk komen een aantal voorbeelden van inkoop van eigen aandelen naar voren. In eerste plaats wordt er aandacht besteed aan het tijdstip maar ook aan de omvang van het inkoopprogramma. Ook wordt er gekeken naar de redenen achter de inkoop van eigen aandelen.

Nutreco

Nutreco maakt op 27 april 2007 bekend dat ze naar aanleiding van de aandeelhoudersvergadering een inkoopprogramma van eigen aandelen wordt gestart.²² Dit inkoopprogramma heeft een waarde van 15 miljoen euro. Dit wordt gebruikt voor personeelsaandeelplannen en toekomstige aandelendividenden ter waarde van 10 miljoen euro. De prijs ligt tussen limieten en zal worden bepaald door middel van of de prijs van de laatste onafhankelijke transactie zijn, of de hoogste actuele onafhankelijke biedprijs op Eurolist by Euronext te Amsterdam. Dit hangt af welke prijs het hoogste zal zijn. Het inkoopprogramma lijkt op een openbaar bod.

TNT Groep

TNT Groep maakt op 20 april 2007 bekend dat ze van plan is eigen aandelen in te zullen kopen voor 400 miljoen euro.²³ Het bedrijf is van plan om de aandelen in te trekken. Dit houdt dus in dat de aandelen worden vernietigd. In de aandeelhoudersvergadering is besproken dat het bedrijf de overtallige geldmiddelen te zullen teruggeven aan de aandeelhouders. De aandeelhouders zijn hiermee akkoord gegaan. TNT heeft veel geld over na verkoop van de logistieke activiteiten en de vrachtvervoersactiviteiten dit jaar. Omdat deze geen investeringsmogelijkheden zien voor dat geld geven ze dit terug aan de aandeelhouders.

Koninklijke DSM BV

Koninklijke DSM BV maakt op 27 april bekend dat deze van plan is eigen aandelen in te zullen kopen in het kader van aangekondigde tweede faseprogramma.²⁴ Het aantal stukken dat wordt ingekocht, bedraagt 462.184 tegen een prijs van 36,71 euro. Het bedrag dat gemoeid is met de inkoop is 17 miljoen. Het totale aantal ingekochte aandelen bedraagt tot dusver 3.282.255 stukken en het bedrag is 117,1 miljoen euro. DSM's strategie is gericht op het realiseren op versnelde winstgevende en innovatieve groei van speciality-activiteiten van de onderneming. Daarom worden ook aandelen ingekocht om minder dividend te hoeven uitkeren en meer te kunnen investeren in de groei van de onderneming.

Aegon

Aegon NV kondigt in een persbericht op 8 maart en 16 mei 2007 aan dat deze van plan is om eigen aandelen in te kopen.²⁵ Aegon heeft daartoe opdracht gegeven om een inkoopprogramma te starten. Het doel van de inkoop is verwateringseffect van het slotdividend in 2006 in aandelen te neutraliseren. Er zullen 11,6 miljoen stukken worden ingekocht. Over de prijs wordt verder geen mededelingen gedaan.

²²De informatie is afkomstig van Eurobench [http://www.eurobench.com/ns_detail.asp?ID=2882853\(05-07-2007\)](http://www.eurobench.com/ns_detail.asp?ID=2882853(05-07-2007)) De titel luidt Nutreco begint met inkoop eigen aandelen twv EUR 15 mln

²³ Achtergrondinformatie is afkomstig van beurs.nl <http://www.beurs.nl/nieuws/artikel.php?id=220813&taal=NL> De titel luidt TNT start maandag met inkoop eigen aandelen(20-04-2007)

²⁴Informatie te vinden op EuroInvestor <http://www.euroinvestor.nl/News/ShowNewsStory.aspx?StoryID=9587777> De titel DSM - Inkoop eigen aandelen

²⁵ Basisinformatie vindt zijn oorsprong in News release [www.prnewswire.co.uk/cgi/news/release?id=198927\(05-07-2007\)](http://www.prnewswire.co.uk/cgi/news/release?id=198927(05-07-2007)) AEGON NV Kondigt inkoop eigen aandelen aan

Arcelor Mittal

Arcelor Mittal kondigt aan op maandag 2 april eigen aandelen in te zullen kopen.²⁶ De prijs per aandeel bedraagt 590 dollar of 443 euro gebaseerd op de koers van 30 maart. In totaal wordt er voor 443 miljoen euro eigen aandelen ingekocht. Het bedrijf wil voortaan 30% van de winst aan de aandeelhouders uitkeren door het reguliere dividend eventueel aan te vullen met zulke inkoopprogramma's. Er zit een maximum aan de prijs verbonden namelijk niet meer dan 125% van de koers op Euronext of de New York stock exchange. En de prijs zal niet minder bedragen dan de nominale waarde.

Beter Bed

Deze organisatie kondigt aan eigen aandelen te zullen inkopen gedurende de periode van 3 mei 2007 tot en met 30 juni 2007.²⁷ Er zullen 19.732 aandelen worden ingekocht voor een gemiddelde prijs van 26,58 euro per aandeel. Vanaf 3 mei tot en met 1 juni bedraagt het totale aantal aandelen 133.723, met een totale waarde van 3.482.256. Dat is 69,6% van het aangekondigde doel om voor 5 miljoen euro aandelen in te zullen kopen. Het doel van het inkoopprogramma is om het nettorendement van de aandeelhouders te vergroten door het aantal uitstaande aandelen te verminderen.

ASML

Deze organisatie heeft op 14 februari 2007 de inkoop van 8 miljoen eigen aandelen afgerond.²⁸ Deze aandelen hadden totale waarde van 156,25 miljoen euro. De gekochte eigen aandelen worden gebruikt om openstaande opties af te kunnen dekken. Er is namelijk een leveringsverplichting op het moment dat de eigen aandelen worden ingekocht. De koers van de eigen aandelen lag rond 19,50 euro. De nu ingekochte aandelen bedragen 1,7% van het uitstaande aantal aandelen. Dit is conform de machtiging van de algemene vergadering van aandeelhouders. Wat ook een reden van inkoop kan zijn, is de overtallige kasmiddelen die aan de aandeelhouders worden teruggegeven. Dit gebeurt door een inkoopprogramma van eigen aandelen maar ook door een omgekeerde aandelensplitsing.

Wessanen

Op 2 mei 2007 kondigt Wessanen aan om eigen aandelen in te zullen kopen.²⁹ De waarde van deze aandelen bedragen 50 miljoen euro. Het doel van de investering is om een deel van de opbrengsten van de private label activiteiten te retourneren aan de aandeelhouders. Dit gebeurt door middel van een vermindering van het uitstaande kapitaal van Wessanen.

²⁶ Informatie komt uit belegger.nl [http://www.belegger.nl/Arcelor%20Mittal%20start%20inkoop%20eigen%20aandelen%20-32202.news\(03-07-2007\)](http://www.belegger.nl/Arcelor%20Mittal%20start%20inkoop%20eigen%20aandelen%20-32202.news(03-07-2007)) De titel luidt Arcelor Mittal start inkoop eigen aandelen

²⁷ Achtergrond informatie uit Beter Bed

[http://www.beterbedholding.nl/upload/doc/persbericht%2026%20APRIL%202007.pdf\(05-07-2007\)](http://www.beterbedholding.nl/upload/doc/persbericht%2026%20APRIL%202007.pdf(05-07-2007)) Persbericht Beter bed holding: Vaststelling dividend en inkoop eigen aandelen

²⁸ Oorspronkelijke informatie is te vinden op Eurobench.com [http://www.eurobench.com/ns_detail.asp?ID=2734345\(05-07-2007\)](http://www.eurobench.com/ns_detail.asp?ID=2734345(05-07-2007)) ASML rondt inkoop van eigen aandelen af

²⁹ Cubi.nl is geraadpleegd voor informatie

http://www.cubi.nl/nieuws/8040/Wessanen_kondigt_aanvang_inkoop_eigen_aandelen_aan/ (05-07-2007) De titel is Wessanen kondigt aanvang inkoop eigen aandelen aan

ABN Amro

ABN Amro maakt bekend dat zij het programma van inkoop van eigen aandelen voltooid heeft.³⁰ Het betreft een programma van 1 miljard euro. In totaal zijn er 31.646.434 aandelen ingekocht tegen een prijs van 31,60 euro. ABN Amro wil het slotdividend in aandelen neutraliseren en het dividend voortaan in contanten uitkeren. Door het dividend in aandelen te doen wordt het aantal uitstaande aandelen vermeerderd waardoor ook de winst per aandeel zal afnemen en steeds hogere dividendverplichtingen zullen ontstaan.

Vastnet Retail

Begin 2007 heeft Vastned Retail aangekondigd 25.825 aandelen ingekocht te hebben voor 61 euro per aandeel.³¹ In totaal wil Vastned Retail 500.000 aandelen inkopen. De reden van de inkoop van eigen aandelen is in dit geval het zo optimaal mogelijk benutten van financiële investeringen. Slechts een beperkt deel van de eigen aandelen werd ingekocht omdat anders de koers te veel beïnvloed wordt. Aansluitend zal in een tabel een korte samenvatting gegeven worden.

Naam bedrijf	Situatie inkoop eigen aandelen
Nutreco	Op 27 april 2007 wordt bekend dat voor 15 miljoen euro eigen aandelen ingekocht worden. In toekomst uitkering dividend in aandelen.
TNT Groep	Op 20 april 2007 wordt bekend dat voor 400 miljoen euro eigen aandelen worden ingekocht. Geld teruggeven aan aandeelhouders.
Koninklijke DSM BV	Op 27 april wordt bekend gemaakt dat DSM voor 17 miljoen euro eigen aandelen worden ingekocht om groeimogelijkheden in de toekomst te realiseren.
Aegon NV	Op 8 maart wordt bekend dat voor 11,6 miljoen aandelen worden ingekocht om verwateringseffect dividend tegen te gaan.
Arcelor Mittal	Op maandag 2 april 2007 wordt bekend dat aandelen voor 443 euro worden ingekocht. Vast percentage van de winst voortaan uitgekeerd.
Beter Bed	Van 3 mei 2007 tot 30 juni 2007 zijn eigen aandelen ingekocht. 19.732 aandelen ingekocht voor 26,58 euro per aandeel voor verhoging nettorendement.
ASML	Op 14 februari 2007 inkoop van 8 miljoen aandelen afgerond omvang van 156,25 miljoen euro om overtallige kasmiddelen terug geven aan aandeelhouders en afdekking optiecontracten.
Wessanen	Op 2 mei 2007 wordt bekend dat voor 50 miljoen euro eigen aandelen worden ingekocht om opbrengst van private label activiteiten teruggeven aan aandeelhouders
ABN Amro	ABN AMRO heeft het inkoopprogramma afgerond van 1 miljard euro dat wordt gebruikt om verwateringseffect van dividend te neutraliseren.
Vastnet retail	Begin 2007 is bekend gemaakt dat 25.825 aandelen zijn ingekocht voor 61 euro per aandeel. Omvang van 500.000 aandelen om financiële investeringen te optimaliseren.

Tabel 10.1 voorbeelden inkoop eigen aandelen

³⁰ Meer informatie is te vinden op cubi.nl http://www.cubi.nl/nieuws/6479/ABN_Amro_koopt_eigen_aandelen_in/ (05-07-2007)
De titel luidt ABN Amro koopt eigen aandelen in.

³¹ Raadpleging achtergrondinformatie Vastned.nl http://www.vastned.nl/pdf_inline.php?id=773&page=2610 Persbericht Vastned Retail maakt besluiten van algemene vergadering van aandeelhouders bekend

11. Redenen praktijkvoorbeelden

In dit hoofdstuk zal wat meer gekeken worden naar de redenen van de inkoop van eigen aandelen per bedrijf. Ook zal er gekeken worden welke manieren er vaak worden genoemd en welke niet. De literatuurverwijzingen komen overeen met die van het vorige hoofdstuk en zullen hier niet worden herhaald.

Naam bedrijf	Reden van inkoop eigen aandelen
Nutreco	Dit inkoopprogramma zal worden gebruikt om personeelsaandelen plannen en toekomstige dividenduitkeringen te financieren ter waarde van 10 miljoen euro. Er zullen dus personeelsopties worden toegekend en daarvoor moeten eigen aandelen worden ingekocht.
TNT Groep	Dit bedrijf heeft een aantal activiteiten afgestoten en heeft voor dit geld geen investeringsmogelijkheden. Daarom is afgesproken met de aandeelhouders om deze middelen terug te geven door middel van een inkoopprogramma. In het volgende hoofdstuk zal nader gekeken worden naar de achtergrond van deze inkoop.
Koninklijke DSM BV	Het doel van de inkoop is om de groei-doelen te realiseren. Door inkoop van eigen aandelen hoeft er in de toekomst minder dividend uitgekeerd worden. De vrijgekomen middelen kunnen worden gebruikt om in de onderneming te investeren en de onderneming te laten groeien.
AEGON NV	Het doel van de inkoop van eigen aandelen is het verwateringseffect van het slotdividend van 2006 te neutraliseren.
Arcelor Mittal	Het bedrijf wil voortaan 30% van de winst uitkeren aan de aandeelhouders. Hierdoor wil het bedrijf het dividend aanvullen met inkoopprogramma's met eigen aandelen.
Beter Bed	Dit inkoopprogramma heeft als doel om het netto rendement van de aandeelhouders te vergroten. Dit komt doordat het aantal uitstaande aandelen wordt verminderd en op deze manier groeit de winst per aandeel en dus ook het netto rendement van de aandeelhouders. Ook kan er een hoger dividend worden uitgekeerd door over minder aandelen dividend uit te keren.
ASML NV	De gekochte eigen aandelen zullen worden gebruikt

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

	om de optiecontracten af te kunnen dekken. Op het moment dat de optiecontracten worden uitgeoefend bestaat er een leveringsverplichting voor ASML. Er zullen echter ook contracten niet uitgeoefend worden omdat deze beneden de uitoefenprijs liggen in het geval van een calloptie en ook niet als de uitoefenprijs boven de koers is in het geval van een putoptie.
Wessanen	Het doel van dit inkoopprogramma is om deel van de opbrengst van private label activiteiten te retourneren aan de aandeelhouders. Dividenduitkering wekt de verwachting op een permanente verhoging en dit kan niet altijd gerealiseerd worden. Daardoor kiest Wessanen voor een inkoopprogramma van de eigen aandelen.
ABN AMRO	De reden van deze aankoop is het slotdividend van 2006 te neutraliseren door aandelen in te kopen. Hierdoor hoeft in de toekomst minder dividend te worden uitgekeerd door minder uitstaande aandelen. Ook zullen toekomstige inkoopprogramma's in contanten worden uitgekeerd.
VASTNED retail	Dit bedrijf heeft als reden om eigen aandelen in te kopen het zo optimaal mogelijk benutten van financiële investeringen. Dit houdt dus in dat de verhouding tussen eigen vermogen en het vreemde vermogen zal worden verbeterd. Het eigen vermogen zal dus verkleind worden en mogelijk zal het ook met vreemd vermogen betaald worden. Ook zal maar een klein deel van de eigen aandelen worden ingekocht om de koers niet teveel te beïnvloeden.

Tabel 11.1 Manieren van inkoop van eigen aandelen in praktijk

Zoals hierboven blijkt is er sprake van verschillende manieren om aandelen in te kopen. Verwateringseffect is een reden die wordt genoemd of de reden van het bereiken van betere vermogensstructuur. Ook realiseren van groei is een reden die genoemd wordt of het ontbreken van investeringsmogelijkheden. Daarnaast is het voldoen aan de leveringsverplichtingen van optiecontracten een reden om de eigen aandelen in te zullen kopen.

Koersondersteuning komt ook wel enigszins aan bod. Reden die niet genoemd wordt is principal agent aspecten, bondholder expropriation hypothese en supply curve hypothese.

12. Manier van inkoop van eigen aandelen per bedrijf

Het is ook van belang om te weten op welke manieren de bedrijven in de praktijk eigen aandelen zullen inkopen. In dit hoofdstuk zal hier aandacht aan worden besteed. Ook zal er gekeken worden welke manieren van inkoop van eigen aandelen ontbreken.

Naam bedrijf	Manier van inkoop eigen aandelen
Nutreco	Lijkt op die van een openbaar bod. De prijs ligt wel min of meer vast en wordt bepaald op de markt. In dit geval of de notering op Euronext of de prijs van laatste transactie. Ook het aantal aandelen dat ingekocht wordt ligt op deze manier vast. De transacties zijn onafhankelijk van het inkoopprogramma.
TNT Groep	Openbaar bod. Bekend gemaakt dat er aandelen zullen worden ingekocht voor 400 miljoen euro. De prijs wordt bepaald door de onderliggende koers. Er worden telkens een aantal partijen aandelen ingekocht. Beurskoersafhankelijk. De aandeelhouders hebben geen invloed op de prijs.
Koninklijke DSM BV	Dit aandelen inkoopprogramma is ook overduidelijk een openbaar bod. Er wordt Aan de aandeelhouders bekend gemaakt hoeveel aandelen er ingekocht zullen worden. Ook de prijs ligt vast op 36,71 euro. De aandeelhouders die bereid zijn te verkopen bieden hun effecten te koop aan de onderneming.
AEGON NV	Aankoop van eigen aandelen per opbod. Doordat wel de hoeveelheid aandelen wordt vastgelegd maar niet de prijs moet deze prijs worden bepaald door middel van bieding door de aandeelhouders. Elke aandeelhouder maakt dus bekend voor welke prijs deze de aandelen wil verkopen en het aanbod met de laagste prijs wordt het eerste ingekocht. Zo gaat men door tot alle beoogde aandelen zijn ingekocht. Alle aandeelhouders van wie het bod is geaccepteerd, ontvangen de prijs van het laatst geaccepteerde bod.
Arcelor Mittal	Openbaar bod. De prijs is vastgesteld en ook het aantal aandelen ligt vast. De prijs is gesteld op 443 euro maar deze ligt niet in zijn geheel vast. De maximale prijs is 125% van de koers op Euronext of de New York Stock exchange. De minimale prijs is de nominale waarde van de aandelen. De aandeelhouders hebben dus geen invloed op de prijs en kunnen ook niet aangeven welke prijs ze voor de aandelen willen ontvangen.

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

Beter Bed	Openbaar bod. De koers wordt bepaald op basis van de marktwaarde van het onderliggende aandeel. Ook is er een duidelijke begrenzing wat betreft de hoeveelheid aandelen die worden ingekocht. Er wordt namelijk voor 5 miljoen euro aan eigen aandelen ingekocht. Als de grens 5 miljoen euro is bereikt zal het inkoopprogramma beëindigd worden.
ASML NV	Deze manier van inkoop is evenals de meeste andere voorbeelden een openbaar bod. De hoeveelheid aandelen ligt vast en ook de prijs ligt nagenoeg vast. De aandeelhouders hebben geen invloed op de prijs. Er zullen 8 miljoen stukken worden ingekocht en de gemiddelde prijs is 19,50 euro. De aandeelhouders hebben alleen het programma goedgekeurd en verder geen prijs kunnen bepalen. Een andere mogelijkheid is het aanhouden van eigen aandelen door gebruik van optiecontracten. ASML heeft ook aantal putoptiecontracten uitstaan en daarvoor heeft deze organisatie eigen aandelen nodig op het moment dat de optiecontracten moeten worden uitgeoefend. ASML heeft dan namelijk leveringsverplichting op de eigen aandelen te leveren.
Wessanen	Kempen-variant. Eigen vermogen wordt verminderd door de inkoop van eigen aandelen. Dit wordt ook versterkt door het doel van dit inkoopprogramma omdat de stukken worden ingetrokken. Hierdoor wordt de verhouding tussen vreemd vermogen en eigen vermogen veranderd ten gunste van vreemd vermogen. Dit komt doordat het uitstaande kapitaal wordt verminderd.
ABN AMRO	Dit is ook een openbaar bod. De koers ligt vast en het totale programma is 1 miljard euro. Het aantal stukken wordt bepaald door de gemiddelde koers. De aandeelhouders kunnen ook in dit geval niet bepalen welke prijs ze willen ontvangen voor hun aandelen.
VASTNED Retail NV	Kempen-Variant. Dit betekent dat door optimalisatie van financiële investeringen en dus vermindering van het eigen vermogen ten gunste van het vreemde vermogen. De aandelen zullen worden ingetrokken.

Tabel 12.1 Vormen van inkoop van eigen aandelen

Uit tabel twee blijft dat bij de voorbeelden het vaakste een openbaar bod wordt gebruikt bij de inkoop van eigen aandelen. Verder wordt nog wel een paar keer de Kempen-variant gebruikt en is de mogelijkheid om optiecontracten af te dekken aanwezig. In enkel geval wordt in koop van eigen aandelen per opbod gebruikt.

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

Afwezig is in de voorbeelden de private aankoop. Private aankoop zal echt alleen gebruikt worden als er kleine hoeveelheid aandelen zullen worden ingekocht of als er een grootaandeelhouder is die zijn pakket eigen aandelen van de hand wil doen. In het volgende hoofdstuk zullen paar voorbeelden verder worden beschreven. Een reden die in de praktijk steeds vaker wordt genoemd is gebrek aan investeringsmogelijkheden omdat er sprake is van teveel onzekerheid op de markt. Dit kan tot gevolg zijn dat bedrijven met overtallige kasmiddelen blijven zitten. Daarom deze willen op deze manier deze kasmiddelen kwijt door het inkopen van eigen aandelen.

13. Toelichting van praktijkvoorbeelden

In dit hoofdstuk zullen een aantal voorbeelden uitgebreider worden beschreven. Er zal niet alleen gekeken worden naar de vorm maar ook commentaar van analisten zal aan de orde komen. Ook achtergrondinformatie zal duidelijk aan de orde komen. De redenen zullen ook nog uitgebreider worden toegelicht.

TNT Groep

Het eerste voorbeeld dat nader zal worden beschreven is TNT Groep. TNT Groep heeft onder andere de eigen aandelen ingekocht van de staat om zelf de privatisering door te kunnen zetten. Er ging hiermee een percentage gemoeid van 4,3%. In totaal wordt er voor 400 miljoen aan eigen aandelen ingekocht. Het bedrijf zal de eigen aandelen intrekken, dat wil zeggen dat de stukken zullen worden vernietigd en ten laste zullen worden gebracht van het gestorte kapitaal. Tot en met 25 juni is 41,6% van het inkoopprogramma voltooid.³² Volgens sommige analisten is het vooral bedoeld om de aandeelhouders tevreden te houden.³³ De aandeelhouders krijgen immers veel meer winst uitgekeerd over minder uitstaande aandelen. Zo wordt de dividenduitkering hoger. Ook is het zo dat door inkoop van eigen aandelen geen permanente verwachting van een hoger dividend zullen komen doordat er door een eenmalige verhoging altijd een verwachting wordt geschapen voor een definitieve verhoging van het dividend. Uit de algemene vergadering van aandeelhouders van 2006 blijkt ook dat er steeds meer wordt gestreefd naar een optimale kapitaalstructuur.³⁴

Ook word er in het kader van inkoop van eigen aandelen gestreefd naar een bonusbepaling die niet wordt bepaald door winst per aandeel te nemen. Aangezien de winst per aandeel zeer sterk wordt beïnvloed door de inkoop van eigen aandelen. Het alternatieve voorstel is om de bonusbepaling te laten plaatsvinden door middel bedrijfsresultaat per aandeel. Winst per aandeel is veel gevoeliger voor verandering in het aantal aandelen dan bedrijfsresultaat per aandeel. Hierdoor zou door inkoop van eigen aandelen de winst per aandeel ten opzichte van het jaar ervoor onnatuurlijk toenemen.

Dan wordt er nog ingegaan op de wijze van financiering. De financiering vindt plaats door middel van kasmiddelen en toegezegde bancaire faciliteiten. Dat wil zeggen dat als er niet genoeg kasmiddelen om handen is, dit zal worden aangevuld met kortlopend krediet. Dit zal hieronder kort in de balans worden weergegeven. In eerste geval met voldoende geld in kas. Aannee is dat de nominale waarde van de ingekochte aandelen 100 miljoen euro is. Er wordt alleen de mutatie weergegeven in de relevante balansposten.

Balans TNT

(in duizendtallen)

Activa	Passiva
Cash - 400.000	Gestort kapitaal - 100.000
	Winstreserves - 300.000

³² Oorspronkelijke informatie afkomstig uit het Financieel Dagblad

[http://www.fd.nl/ShowNews.asp?Context=N%7C2%2C6&NewsId=251646\(09-07-2007\)](http://www.fd.nl/ShowNews.asp?Context=N%7C2%2C6&NewsId=251646(09-07-2007))

³³ Voor een fragment op Elsevier.nl

[http://www.elsevier.nl/login/login_preview_e.asp?strretpath=http%3A%2F%2Fwww%2Eelsevier%2Enl%2Fmagazine%2Fartikel%2Easp%3Fartnr%3D126013%26jaargang%3D62%26week%3D46\(2007\)](http://www.elsevier.nl/login/login_preview_e.asp?strretpath=http%3A%2F%2Fwww%2Eelsevier%2Enl%2Fmagazine%2Fartikel%2Easp%3Fartnr%3D126013%26jaargang%3D62%26week%3D46(2007))

³⁴ Meer informatie is te vinden in Notulen algemene vergadering van aandeelhouders(20-04-2006)J.H.M. Hommen

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

In het geval van niet voldoende kas stel dat er 100 miljoen wordt geleend dan worden de balansposten. De overige aannames blijven hetzelfde

Balans TNT

(in duizendtallen)

Activa	Passiva
	Kortlopende schulden
Cash + 100.000	+100.000
Cash - 400.000	Gestort kapitaal – 100.000
	Winstreserves - 300.000

Verder maakt TNT bekend zich te houden aan de regels betreffende de openbaarmaking van het inkoopprogramma. Dat wil dus zeggen dat er een termijn in acht wordt genomen voordat het inkoopprogramma wordt uitgevoerd. Ook alle vereiste gegevens over het inkoopprogramma en de termijn van het inkoopprogramma zullen gepubliceerd worden. Verder doet de organisatie tijdens de inkoop van eigen aandelen wekelijks een persbericht naar buiten waarin staat hoeveel aandelen er ingekocht zijn op elke handelsdag. Dit is ook in lijn met de vereiste regels dat tussentijd bekend wordt gemaakt hoe de vorderingen van het aandelenprogramma zijn.

De inkoop van eigen aandelen heeft tot gevolg dat het belang van de Staat der Nederlanden in deze organisatie verder wordt teruggebracht. Dit is ook precies volgens de afspraken die zijn gemaakt in het kader van voortgaande privatisering van het bedrijf en afnemende bemoeienis van de staat.

Tot slot nog het commentaar van een analist.³⁵ Deze analist die werkzaam is bij de ING zegt het volgende over TNT Groep: Ondanks de inkoop van eigen aandelen wordt de winst per aandeel naar beneden bijgesteld. Dit komt door het verhoogde koersdoel van TNT deze was eerst 34 euro en wordt nu 39 euro. Ook door de negatieve bijstelling van de verwachte winst met 6% zal de koers winst verhouding dus afnemen. De analist is er van mening dat de vooruitzichten positief blijven. Omdat de contante waarde door de inkoop van eigen aandelen plus dividend zeer aantrekkelijk is. Het inkoopprogramma wordt door deze analist dus positief ontvangen.

ASML

Het tweede bedrijf dat nader wordt beschreven is ASML. ASML heeft vaker te maken met overtallige liquiditeit. Zo heeft het bedrijf 1,4 miljard euro op de balans staan en 0,4 miljard aan kortlopende schulden.³⁶ Dit zou een van de redenen kunnen zijn voor inkoop van eigen aandelen. De kasmiddelen lopen zo hoog op doordat ASML een bijzonder dividendbeleid heeft. Ze keert de winst niet uit als dividend maar herinvesteert de winst om groeimogelijkheden te realiseren. Omdat er op dit moment niet genoeg investeringsmogelijkheden zijn loopt de kaspositie erg op waardoor er steeds meer middelen in kas aanwezig blijven.

³⁵ Achtergrondinformatie uit het koersblad perspectief juni 2007 van ing.

http://www.ingbank.nl/ing/downloadables/eff_perspectief/perspectief_juni2007.pdf pp 26(10-07-2007)

³⁶ Achtergrondinformatie komt van cubi.nl

[http://www.cubi.nl/nieuws/8618/ASML_heeft_geen_overnamkandidaten_op_het_oog/\(25-06-2007\)](http://www.cubi.nl/nieuws/8618/ASML_heeft_geen_overnamkandidaten_op_het_oog/(25-06-2007))

Echter in dit geval is als hoofdreden opgegeven dat de organisatie eigen aandelen inkoopt om de eigen optiecontracten te kunnen afdekken. De stukken zullen dus niet vernietigd worden op het moment dat de eigen aandelen zullen worden ingekocht. Maar op het moment dat eventuele optiecontracten worden uitgeoefend zullen ze worden geleverd op basis van de leverantieplichtingen die horen bij de uitoefening van de optiecontracten. Echter na het uitoefenen van de optiecontracten zullen er altijd contracten niet worden uitgeoefend. Deze aandelen zullen dus niet van eigenaar wisselen. Nu zijn er aantal mogelijkheden voor deze uitstaande eigen aandelen. Deze kunnen direct worden ingetrokken door het bedrijf en vernietigd worden. De tweede mogelijkheid is dat de stukken alsnog worden aangehouden voor afdekking van optiecontracten in de toekomst. ASML zal waarschijnlijk voor het laatste kiezen omdat er continu nieuwe optiecontracten gesloten worden en bij vroegtijdige intrekking moeten er telkens weer opnieuw nieuwe aandelen worden ingekocht.

Echter er zullen ook aandelen worden ingetrokken omdat ASML vaker een inkoopprogramma uitvoert met als bijzondere reden dat de organisatie te kampen heeft met overtallige liquide middelen. Dat betekent ook dat de organisatie te weinig investeringsmogelijkheden heeft om deze liquide middelen te investeren. Daarom is in overleg met algemene vergadering van aandeelhouders besloten om deze geldmiddelen ter beschikking te stellen aan de aandeelhouders. Ook voert het bedrijf als reden aan dat er aan de kapitaalstructuur een aantal dingen verbeterd zal worden. Dat betekent een verkleining van het eigen vermogen door vermindering van het aandelenkapitaal. Een verder gevolg hiervan is dat de hefboomwerking van het kapitaal zal worden verbeterd. Ook hiermee verband houdende is er een omgekeerde splitsing van de aandelen zodat het aantal uitstaande aandelen zal worden verminderd en ook het aandelenkapitaal zal worden teruggebracht.

Ook kan nog vermeld worden dat ASML aandelen heeft ingekocht via het zogenaamde tweede loket.³⁷ ABN Amro heeft deze aandelen ingekocht onder inhouding van voorheffing dividendbelasting. Later vraagt ABN Amro deze voorheffing terug van de fiscus. Deze truc werd in het bijzonder gebruikt om de dividendbelasting te omzeilen. Door een actueel besluit van de fiscus is deze manier van inkoop aan banden gelegd. De voorheffing kan niet meer worden teruggevorderd en in dit geval zal de uitgekeerde dividendbelasting worden teruggevorderd onder betaling van de wettelijke rente.

Daarnaast kan nog vermeld worden dat het effect van inkoop van eigen aandelen mogelijk teniet kan worden gedaan door een converteerbare obligatie.³⁸ Tenzij er een koersdaling van 20% te verwachten is, zullen de converteerbare obligatiehouders hun obligatie converteren in aandelen. Dit heeft tot gevolg dat er een verwatering van 6,4% van het aantal uitstaande aandelen te verwachten is. Hierdoor heeft ASML besloten om onder andere callopties uit te schrijven om dit effect tegen te gaan. Een ander gevolg is dat er waarschijnlijk nog meer aandelen zullen worden ingekocht. Als commentaar wordt er geleverd dat deze inkopen zullen worden gedaan puur met het oog om de aandeelhouders tevreden te houden. Dit commentaar komt voort uit het feit dat door meer uitstaande aandelen het aandeel minder waard wordt. Ook zal er minder winst worden uitgekeerd per aandeel als er meer uitstaande aandelen zijn. Een ander gevolg is dat de winst per aandeel zal afnemen door het verwateringseffect. Hierdoor worden de aandeelhouders minder tevreden waardoor ASML genoopt is eigen aandelen in te kopen.

³⁷ Informatie is onder meer te vinden op [salesexpert.nl](http://www.salesexpert.nl/redactioneel/nieuws-archief/fiscus-zet-mes-in-truc-inkoop-eigen-aandelen-2.html) <http://www.salesexpert.nl/redactioneel/nieuws-archief/fiscus-zet-mes-in-truc-inkoop-eigen-aandelen-2.html> (25-06-2007)

³⁸ Basisinformatie van beleggersbelangen.nl geschreven door Britt Guha
<http://www.beleggersbelangen.nl/web/show/id=60703/contentid=42676>

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

Volgens ASML wordt er geen inkoopprogramma uitgeschreven om het verwateringseffect van uitgifte van eigen aandelen tegen te gaan. In plaats daarvan probeert ASML alle uitstaande converteerbare obligaties op te kopen van banken zodat deze niet worden omgezet in aandelen. ASML gaat hiervoor gesprekken aan met de banken en deze zullen vervolgens op zoek gaan naar partijen die bereid zijn om de convertibles te verkopen. De organisatie heeft hiermee geen bepaald bedrag voor ogen. Bovendien kondigt ASML aan bij de kwartaalcijfers dat als er convertibles worden omgezet het geld dat anders wordt gebruikt voor de aflossing kan worden gebruikt om alsnog eigen aandelen in te kopen. Ook geldt dat de gemaakte transacties in lijn zijn met wat afgesproken is in de algemene vergadering van aandeelhouders om 10% van de eigen aandelen in te kopen. Er is op dit moment 5,25% van de eigen aandelen ingekocht. De transacties zijn wel afhankelijk van de marktomstandigheden en de liquiditeiten. Dit houdt dus in dat als er geen sprake is van teveel liquide middelen er minder aandelen zullen worden ingekocht.

Volgens een andere analist gebruikt ASML het bericht om eigen aandelen in te kopen om het effect van negatief nieuws over toekomstige afzet te verbloemen.³⁹ Door het inkoopprogramma komt ASML beter in het nieuws en wordt het effect over de toekomstige afzet tenietgedaan. Zoals in het vierde hoofdstuk is beschreven worden inkoopprogramma's algemeen gesproken positief ontvangen omdat beleggers denken dat ze meer winst per aandeel zullen ontvangen. Echter ASML keert nooit dividend uit maar zal nu wel een bonus ontvangen omdat ASML teveel geld in kas heeft.

Nu is er een vraag waarom ASML met zoveel geld in kas geen overnames wil doen. ASML geeft als reden aan dat ze de voorkeur hebben voor een inkoop van eigen aandelen om dat ze in het verleden een mislukte overname hebben gehad bij de Silicon Valley Group.⁴⁰ Deze ligt nog vers in het geheugen van het bedrijf en sindsdien zijn ze terughoudender geworden voor een eventuele overname. Daarom kiest de organisatie liever voor de inkoop van eigen aandelen aangevuld met een bonus voor de aandeelhouder waardoor deze een deel van zijn geld terugziet.

Nu zal er ook laten zien worden wat er op de balans is gebeurd bij de inkoop van eigen aandelen. Eerst zonder intrekking. Dan worden ze volledig ten laste gelegd van de winstreserves maar nog niet van het geplaatste kapitaal.

Balans ASML in miljoenen zonder intrekking

Activa	Passiva
Cash -156,25	Winstreserves - 156,25

³⁹ Oorspronkelijke informatie op beursplaza.nl [http://www.beursplaza.com/dagcommentaren.asp?id=58&dc=21520\(25-06-2007\)](http://www.beursplaza.com/dagcommentaren.asp?id=58&dc=21520(25-06-2007))

⁴⁰ Relevante informatie is te vinden iaac.nl http://www.iaac.nl/documenten/finance_club_april_2006.pdf (05-07-2007) PP 11

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

Balans ASML in miljoenen na intrekking Alleen het nominale bedrag wordt dan ten laste gebracht van geplaatst kapitaal. Aangenomen is dat het nominale kapitaal 100 miljoen euro bedraagt.

Activa	Passiva
	Gestort kapitaal -100
	Winstreserves +100

Tot slot kan gemeld worden dat over het algemeen de analisten positief zijn over ASML wat betreft de verwachtingen en de positie in de markt.⁴¹ Voor het aandeel wordt het advies aanhouden gegeven dat betekent dat het aandeel in de portefeuille moet blijven. Sterke punten van deze organisatie zijn de voorsprong op de concurrenten en de focus op de halfgeleidermarkt. Ook het feit dat er geld wordt teruggegeven aan de aandeelhouders en inkoop van eigen aandelen worden positief ontvangen.

Arcelor Mittal

Het laatste voorbeeld waar nader naar wordt gekeken is Arcelor Mittal. Deze organisatie die zich bezighoudt met de productie van staal kondigt aan voor 443 miljoen euro eigen aandelen in te kopen. Dit is een reactie op het dividendbeleid dat is gewijzigd in september 2006. De organisatie wil voortaan 30% van de winst uitkeren aan de aandeelhouders. Daarvoor wil ze naast dividend voortaan eigen aandelen inkopen om deze uitkering te kunnen garanderen. De prijs zal niet meer bedragen dan 125% van de koers op Euronext of New York Stock Exchange. Dit betekent wel dat deze 30% niet wordt gebruikt om te investeren. Echter 70% van de winst zal wel in de onderneming blijven dus dit hoeft niet meteen te betekenen dat er gebrek is aan investeringsmogelijkheden.

Nadat dit inkoopprogramma is beëindigd zal er nog een inkoopprogramma worden uitgeschreven van 27 miljoen aandelen.⁴² Met deze aandeleninkoop wil de organisatie de aandelenemissie na de overname door Mittal in 2006 compenseren. Deze emissie was vereist door Mittal voor de overname van Arcelor Brasil. Dit is aangekondigd op 12 juni 2007.

Zoals net als is aangegeven heeft dit concern een nieuw dividendbeleid voorgesteld aan de aandeelhouders.⁴³ Dit voorstel houdt in dat er 30% van de winst wordt uitgekeerd aan de aandeelhouders. Er wordt allereerst een basisdividend voorgesteld van 1 euro per aandeel. Dit kan nog verder omhooggaan als een soort bonus voor de winstgroei. Als aanvulling op dit dividend stelt de organisatie voor om een inkoopprogramma van eigen aandelen aan te kondigen. Dit moet het mogelijk maken dat de afspraak om op deze manier 30% van de winst te kunnen uitkeren. Het dividend zal op kwartaalbasis worden uitgekeerd.

⁴¹ Meer informatie is te vinden in beurs.nl <http://www.beurs.nl/nieuws/artikel.php?id=224394&taal=NL> (05-07-2007) Rabobank verhoogt koersdoel ASML

⁴² Achtergrond informatie afkomstig van belegger.nl

<http://www.belegger.nl/Arcelor%20Mittal%20koopt%20opnieuw%20eigen%20aandelen%20in-34853.news> (05-07-2007) Arcelor Mittal koopt opnieuw eigen aandelen in.

⁴³ Deze informatie is afkomstig van cubi.nl http://www.cubi.nl/nieuws/4304/Arcelor_Mittal_stelt_nieuw_dividendbeleid_voor/ (11-07-2007) Arcelor Mittal stelt nieuw dividendbeleid voor.

De inkoop van eigen aandelen wordt door analisten van de RABO Bank positief ontvangen. Dit blijkt uit het koersdoel die deze bank stelt.⁴⁴ De koersverwachting is met 5 euro verhoogd naar 57 euro. Deze reactie komt wel na het nieuwe aangekondigde inkoopprogramma van 27 miljoen aandelen die worden ingekocht na de emissie in verband met de overname. Deze reactie volgt onder andere door de inkoop van eigen aandelen en de gunstige marktomstandigheden waardoor de vraag toeneemt op de markt. Ook door de kostenbesparingen en hogere marktprijzen zijn de winstverwachtingen positief.

Er is ook nog een andere factor die zorgt voor positieve ontwikkeling van de koers. Een aantal hedgefonds had de AFM gevraagd in te grijpen naar aanleiding de fusie tussen Arcelor en Mittal.⁴⁵ De hedgefonds genaamd Trafalgar Asset Management en SRM Advisors uit Monaco zijn van mening dat ze bij de overnameprijs van 33 miljard euro voor 1 miljard euro zijn benadeeld. Ze willen dat de AFM de handel in de aandelen op de markt stillegt wat ook van invloed kan zijn op het huidige inkoopprogramma, in het bijzonder voor het nieuw uitgeschreven inkoopprogramma. Hierdoor wordt de inkoop ernstig vertraagd wat geen goede uitwerking heeft op de beurskoers. De AFM heeft laten weten geen ingreep te doen omdat de fusie volgens de regels gaat. Hierdoor hoeft er geen hogere prijs worden betaald waardoor er een gunstige invloed is op de beurskoers.

Arcelor Mittal laat weten dat ze de reactie van de aandeelhouders misleidend vindt. De klacht is gebaseerd op de oorspronkelijk overeengekomen aandelenruil tussen Arcelor en Mittal. Volgens het prospectus zouden er 11 aandelen Mittal voor 7 aandelen Arcelor worden geruild.⁴⁶ Mittal liet weten dat de resterende aandeelhouders worden uitgerookt door een juridische fusie waarbij er maar 8 Mittal aandelen worden geruild voor 7 aandelen Arcelor. Daardoor pakt de waarde voor de resterende Arcelor aandeelhouders 38% lager uit. Het verweer van de organisatie is dat de raad van commissarissen de regels heeft toegepast die al in de intentieovereenkomst van eind juni 2006 stonden. Daardoor is ook bepaald dat in het tweede bod er maar 8 aandelen Mittal worden geruild voor 7 aandelen Arcelor. Met andere woorden de fusie is volgens de regels bepaald die zijn opgesteld voor openbaarmaking van de overname. Deze aandeelhouders hebben te lang gewacht voor het eerste bod en ze hebben noodgedwongen genoeg moeten nemen met het tweede minder aantrekkelijke bod. Dit heeft tot gevolg dat de aandeelhouders in het ongelijk worden gesteld en het inkoopprogramma geen belemmeringen ondervindt.

Een andere analist Merrill Lynch verlaagt zijn advies voor deze organisatie van kopen naar houden.⁴⁷ Deze bank adviseert echter wel om het aandeel aan te houden maar zijn advies wordt verlaagd omdat het cruciaal voor de organisatie blijkt alleen maar te presteren op basis van fusieperikelen en het opstellen en uitvoeren van een businessplan.

⁴⁴ Oorspronkelijke informatie van belegger.nl [http://www.belegger.nl/Rabo%20verhoogt%20koersdoel%20Arcelor%20Mittal-35293.news\(11-07-2007_](http://www.belegger.nl/Rabo%20verhoogt%20koersdoel%20Arcelor%20Mittal-35293.news(11-07-2007_) Rabo verhoogt koersdoel Arcelor Mittal.

⁴⁵ Voor meer informatie wordt verwezen naar snsbank.nl [http://www.snsbank.nl/beleggen/defaultRssFeed.asp?id=939783\(11-07-2007\)](http://www.snsbank.nl/beleggen/defaultRssFeed.asp?id=939783(11-07-2007)) hedge funds vragen actie van afm in fusie Arcelor Mittal.

⁴⁶ Informatie komt van investoor.nl [http://www.investoor.nl/pagina/news/view/27358\(11-07-2007\)](http://www.investoor.nl/pagina/news/view/27358(11-07-2007)) Arcelor Mittal vindt reacties aandeelhouders misleidend.

⁴⁷ Voor naslagwerk beursgorilla.nl [http://www.beursgorilla.nl/nieuws-item.asp?titel=-ArcelorMittal-omlaag-naar-neutral-bij-Merrill&story_ID=405440&varinstrumentcode=275296&sender=/fonds-informatie.asp?naam%3DArcelor%2DMittal%26cat%3Dnieuws%26symbol%3DAMT%26instrumentcode%3D275296%26subcat%3D5\(11-07-2007\)](http://www.beursgorilla.nl/nieuws-item.asp?titel=-ArcelorMittal-omlaag-naar-neutral-bij-Merrill&story_ID=405440&varinstrumentcode=275296&sender=/fonds-informatie.asp?naam%3DArcelor%2DMittal%26cat%3Dnieuws%26symbol%3DAMT%26instrumentcode%3D275296%26subcat%3D5(11-07-2007)) Arcelor mittal omlaag naar neutraal bij Merrill

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

Ook maakt Arcelor bekend wat de voorwaarden zijn van de inkoop van eigen aandelen aan de aandeelhouders.⁴⁸ Arcelor maakt bekend dat het inkoopprogramma van start kan gaan als het overnamebod van Mittal is afgelopen. Een van de voorwaarden die gesteld wordt is dat de aandeelhouders niet verplicht zijn hun aandelen te koop aan te bieden aan de organisatie. Er kan een deel worden aangeboden of alle aandelen met maximaal 39% extra bonuspremie. Door technische beperkingen kon Arcelor Mittal geen datum aangeven waarop de inkoop van eigen aandelen zal starten. Waarschijnlijk zal de periode 10 dagen bedragen maar deze periode kan worden verlengd om alle aandeelhouders de kans te geven, te reageren op het aanbod om de aandelen te koop aan te bieden aan de organisatie. Door de inkoop van eigen aandelen zal ook de winst per aandeel stijgen. Deze waarde bedraagt door de inkoop 7,74 per aandeel en deze was 6,26 euro. Per verwaterd aandeel zal de stijging nog hoger zijn van 5,90 eerst per aandeel naar 7,15 euro per aandeel.

Het gevolg van de inkoop van eigen aandelen is dat het eigen vermogen afneemt maar ook dat de kortlopende schulden toenemen. Dit betekent dat er ook sprake is van de hefboomwerking. Op deze manier kan er wat goedkopere schulden staan tegenover minder eigen vermogen. Dit betekent dat er relatief minder dividend moet worden uitgekeerd tegenover vaak fiscaal aftrekbare rentelasten. Dit wordt niet als reden genoemd om eigen aandelen te kopen maar uit het rapport blijkt wel dat in de praktijk dit het gevolg is van de inkoop van eigen aandelen. Dit zal wel binnen grenzen blijven omdat de liquiditeit in gevaar komt bij te weinig eigen vermogen.

Wat ook een goede invloed heeft op de koers van de aandelen en dus ook voor de prijs van het inkoopprogramma is de vordering van het fusieproces tussen Arcelor en Mittal.⁴⁹ Het proces ligt voor op schema. Er is ook een koersdoel gesteld dat het totale aandelenpakket van dit concern op 30 juni 830 miljoen euro waard zijn. Voor 2009 is zelfs een koersdoel van 1,6 miljoen euro gesteld. Bij inkoop van eigen aandelen heeft dat wel gevolgen voor de winstgroei van het bedrijf. Als er door de inkoop van eigen aandelen steeds minder aandelen overblijven dan is het gevolg dat er per aandeel ook steeds grotere winstgroei moet worden gerealiseerd. Als deze winstgroei niet kan worden gerealiseerd heeft dat gevolgen voor de inkoop van eigen aandelen. Er zal in eerste plaats een minder goede prijs voor deze aandelen ontvangen worden. Ook zal de 70% van de winst die wel geïnvesteerd wordt hard nodig zijn om de winst meer dan te laten verdubbelen. Daarnaast kan er ook een gevaar zijn dat de winst tegen zal vallen en 30% van de winst niet meer kan worden uitgekeerd als er sprake is van verlies. Echter door kostenbesparingen die ook beter op schema zijn dan verwacht zal er voorlopig wel winstgroei worden gerealiseerd.

Tot slot zullen er twee balanssen worden getoond waarop de transacties zichtbaar zijn. In eerste plaats de balans voor de transactie voor de winstgroei. En daarnaast de balans voor het tweede nieuwe inkoopprogramma die aangekondigd is.

Balans Arcelor Mittal in Miljoenen

Activa	Passiva
Cash -443	Geplaatst kapitaal – 100
	Winstreserves – 343

⁴⁸ Informatie afkomstig van arcelor.com http://www.arcelor.com/rls/data/pages/127/Rapport_CA_OPRA_EN.pdf Report of the board of directors on the Self tender offer.

⁴⁹ De broninformatie komt van hln.be [http://www.hln.be/hlns/cache/det/art_498781.html\(11-07-2007\)](http://www.hln.be/hlns/cache/det/art_498781.html(11-07-2007)) Arcelor Mittal komt beter uit de fusie van verwacht.

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

In deze balans is te zien dat voor 443 miljoen euro geld in kas zit dit geld hoeft niet geleend te worden omdat dit geld ten laste wordt gelegd van de winst ten gunste van de uitkering van de winst is. Deze winst is eerst door het concern gerealiseerd.

Dan zal er nog een balans worden gemaakt voor het nieuwe inkoopprogramma van 27 miljoen aandelen. Aangenomen wordt dat de totale inkoopsom 1,2 miljard bedraagt. Ook zal een gedeelte met kortlopende schulden worden gefinancierd. Dit betreft 500 miljoen euro.

Activa	Passiva
Cash + 500.	Kortlopende schulden + 500
	Geplaatst kapitaal – 400
	Winstreserves - 800

Tot zover de uitwerking van de drie bedrijven. Hieronder zal als afsluiten een tabel met een samenvatting worden getoond. In het volgende hoofdstuk zal een planning worden gemaakt voor een interview en verder onderzoek van inkoop van eigen aandelen in praktijk naar aanleiding van het interview.

Naam bedrijf	Samenvatting hoofdzaken
TNT Groep	Vermindering belang van Staat. En geld teruggeven aan aandeelhouders. Op 25 juni was 41,6% van het programma voltooid. De bonusbepaling door bedrijfsresultaat per aandeel. Financiering door kasmiddelen en toegezegde bancaire faciliteiten. Inkoop volgens regels. Winst per aandeel naar beneden bijgesteld door lagere winst en hoger koersdoel.
ASML	Overtallige liquiditeit vaak aan orde. Inkoop zorgt voor vermindering en voor afdekking optiecontracten. Bij laatste geen intrekking toegestaan. Ook inkoop via tweede loket. Gevolg alsnog betaling van dividendbelasting. Converteerbare obligatie zorgt voor verwateringseffect. Als oplossing worden deze ingekocht. Inkoop niet helemaal positief ontvangen. Mening van analist dat ASML goed nieuws verbloemt. Geen overnames meer na mislukte overname Silicon Valley. Voorkeur voor inkoopprogramma. De analisten positief over ASML wat betreft de verwachtingen en positie in de markt.
Arcelor Mittal	Arcelor Mittal kocht voor 443 miljoen euro eigen aandelen. 30% van winst uitkeren. Door dividend en inkoopprogramma. De rest van de winst wordt geïnvesteerd in het bedrijf. Inkoop positief ontvangen door analisten RABO en koersdoel met 5 euro verhoogd. Mogelijk probleem door hedgefonds doordat handel volgens hen stilgelegd moest worden. AFM en organisatie zijn het hiermee niet eens. Nieuw inkoopprogramma om effect emissie voor fusie op te heffen. En het proces van de fusie ligt voor op schema

Figuur 13.1 Samenvatting praktijkvoorbeelden.

14. Plan voor interview

Om het onderzoek compleet te maken zal er ook een interview worden gehouden bij een van de bedrijven die in het vorige hoofdstuk al is beschreven. Doel van het interview is achterhalen waarom het gekozen bedrijf op deze manier de inkoop van eigen aandelen heeft gedaan. Ook zal er worden gevraagd waarom het inkoopprogramma het meest voor de hand ligt in plaats van investeringen. In dit hoofdstuk zullen verschillende vragen besproken worden met een toelichting erbij wat het doel van deze vraag is. In de bijlage staan de interviewvragen zonder toelichting zoals ze gesteld gaan worden bij het daadwerkelijke interview.

14.1 Keuze van bedrijf

Zoals al in de inleiding van het hoofdstuk is geschreven zal een van de bedrijven worden gekozen die in hoofdstuk 12 zijn beschreven. De keuze valt op TNT Groep, omdat er bij deze organisatie een aantal zaken nog niet helemaal duidelijk is. Zo roept de inkoop van eigen aandelen vragen op waarom er geen overname wordt gedaan terwijl een aantal jaren geleden al geprobeerd is een Deens postbedrijf over te nemen. Ook is het van belang te weten hoe de werknemers hebben gereageerd op de inkoop van eigen aandelen. Vinden zij het een goed idee of verzetten deze zich tegen de plannen omdat er mogelijk bezuinigingsrondes worden aangekondigd? In de volgende paragraaf zullen de interviewvragen worden uitgewerkt en per vraag zal worden aangegeven met welk doel deze vraag gesteld wordt.

14.2 Interviewvragen met toelichting

In deze paragraaf zal aandacht worden besteed aan het opstellen van de interviewvragen. Ook zal hier duidelijk worden gemaakt met welk doel de vragen worden gesteld. Het is namelijk belangrijk aan te geven waarom het van belang is om de informatie waarnaar gevraagd wordt te weten. Er zijn verschillende invalshoeken die met het onderzoek aan bod komen. Te denken valt aan de context die beschreven is in de eerste 8 hoofdstukken. De vragen zullen nu een voor een behandeld worden.

Interviewvragen en doel van interview

Het doel van het interview is achterhalen wat de achtergrond van het inkoopprogramma is, in kaart brengen wat de diepere redenen achter de inkoop is, hoe het proces is verlopen en tegen welke regels ze aanlopen. De vragen zullen nu een voor een behandeld worden in de bijlage komen de vragen te staan zonder toelichting.

Wat is de belangrijkste reden om eigen aandelen in te kopen?

In het vorige hoofdstuk is wel ingegaan op de reden en de achtergrond maar in het interview is het de bedoeling nader in te gaan op de mogelijke redenen van inkoop van eigen aandelen. Zo kan het zijn dat de inkoop wordt gebruikt om het belang van de staat in de organisatie te verminderen of doordat ze geen investeringsmogelijkheden hebben. Ook teveel geld in kas kan een reden zijn dus met andere woorden interessant om nog eens nader op in te gaan.

Hebben jullie ook nog andere belangrijke redenen om aandelen in te kopen en wat vinden jullie niet belangrijk?

Het is ook voor de volledigheid belangrijk om te weten of er ook nog andere redenen zijn om eigen aandelen in te kopen op de beurs. Ook kan er bij de gegevensanalyse een volgorde worden gemaakt met betrekking tot de belangrijkheid. Op deze manier wordt achterhaald wat de werkelijke achtergrond is van de inkoop van eigen aandelen.

Een aantal jaren terug probeerde TNT een Deens bedrijf over te nemen, waarom doen jullie die overname nu niet in plaats van een inkoopprogramma?

Omdat door de verkoop van de logistieke tak van deze organisatie veel geld in kas is zou dit geld worden gebruikt om een overname te kunnen doen. Aangezien TNT aantal jaren geleden bezig was met de overname van een Deens bedrijf roept het gelijk de vraag op waarom deze beoogde overname nu niet wordt gedaan. Ook kan mogelijk op deze manier worden achterhaald of er andere belangen in het spel zijn die deze overname belemmeren. Daarom van belang om deze vraag te stellen.

Hoe keken de aandeelhouders tegen de inkoopplannen aan?

Het is ook handig om te weten of de aandeelhouders in eerste instantie positief waren of dat pas nadat de argumenten voor de inkoop bekend waren geworden. Ook is het interessant om te horen hoe de aandeelhouders die tegen zijn toch over zijn gehaald om toch voor het inkoopprogramma te stemmen en wat de organisatie doet bij degenen die tegen de inkoop blijven.

Stelden de aandeelhouders nog bepaalde voorwaarden tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders?

Het gaat hier om speciale eisen die de aandeelhouders kunnen stellen tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders. Te denken valt aan voorwaarden over prijs en condities bij eventuele tussentijdse afbreking van het inkoopprogramma. Ook de mogelijke periode waarbinnen de aandelen kunnen worden gekocht kan als voorwaarde worden gesteld bij een inkoopprogramma. Op deze manier kunnen de speciale voorwaarden in kaart worden gebracht.

Wat was algemeen gesproken de mening van de werknemers over het inkoopprogramma?

Het kan zijn dat werknemers vraagtekens hebben bij een dergelijk inkoopprogramma vraagtekens kunnen hebben. Zo kunnen ze in geval van teveel geld in kas het vreemd vinden dat er een bezuinigingsronde met ontslagen vallen terwijl er voldoende geld is om het huidige werknemersbestand te kunnen handhaven. De vraag is hoe is dit door de organisatie gecommuniceerd naar aanleiding van mogelijke vragen door de werknemers.

Aansluitend op de vorige vraag hoe is er omgegaan met eventuele vragen van de werknemers?

Werknemers kunnen weerstand hebben tegen veranderingen. Ook bij het inkopen van aandelen kunnen er vragen zijn van werknemers. Het is in het kader van het onderzoek belangrijk om te weten hoe er met de werknemers gecommuniceerd wordt.

Hoe is het inkoopproces verlopen?

Met deze vraag wordt bedoeld of het inkoopprogramma vlekkeloos en volgens plan verloopt of dat er omstandigheden zijn die het proces vertragen. Ook kan het zijn dat er dwarsliggende aandeelhouders zijn die het proces bewust willen vertragen. Dus belangrijk om te weten welke mogelijke ongunstige omstandigheden er zijn die het inkoopproces nadelig beïnvloeden.

Waren er nog fiscale consequenties aan het inkoopprogramma verbonden?

Niet alleen van belang is of er belasting moet worden betaald of dat er vrijstelling voor de belasting is. Ook is het van belang onder welke belasting de inkoop valt. Er zijn verschillende mogelijkheden en het is van belang precies te weten welke regels er gelden voor de inkoop van eigen aandelen. Daarnaast kan op deze manier ook

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

achterhaald worden of er problemen waren met de fiscale regels. Te denken valt aan mogelijke inkoop via zogenaamd tweede loket of andere regels die in Hoofdstuk 7 zijn besproken.

Wat waren de juridische regels van de inkoop die van toepassing waren op de inkoop?

Hier gaat het om de regels welke zijn toegepast bij het inkoopprogramma. Ook kan het zijn dat het bedrijf mogelijk problemen heeft gehad met het toepassen van bepaalde regels en welke regels juist niet relevant waren.

Daarnaast wordt hier rekening gehouden met de Europese regels.

Onder welke omstandigheden wordt een inkoopprogramma afgebroken?

Dit is ook erg interessant om te weten. Voornamelijk de voorwaarden die worden gesteld om het inkoopprogramma af te breken. Ook kan het zijn dat het aantal beoogde aandelen eerder is bereikt dan volgens de afspraken gepland is. Daarnaast is het ook belangrijk om te weten hoe de aandeelhouders met deze informatie omgaan.

Aansluitend op de vorige vraag op welke manier wordt deze stopzetting naar buiten gebracht?

Hierbij gaat het om de regels die bij een tussentijdse onderbreking van het inkoopprogramma worden toegepast. Wordt ook de reden van de onderbreking aangekondigd. Zijn er dwingende redenen om het programma stop te zetten die de buitenwereld en de markt dan moeten weten.

Wordt er in de toekomst nog een inkoopprogramma gedaan en onder welke omstandigheden?

Wel een vraag die niet zo eenvoudig kan worden beantwoord. Hooguit kunnen ze antwoorden dat ze eventueel een inkoopprogramma aankondigen als er aan bepaalde criteria is voldaan. Ook kunnen ze aangeven of het huidige inkoopprogramma afdoende is om het probleem waarom deze inkoop plaatsvindt op te lossen.

Dit is het geplande interview dat zal worden afgenomen bij TNT. De antwoorden zullen vraag voor vraag worden ingevuld tijdens het interview. In het volgende hoofdstuk zullen de vragen worden beantwoord naar aanleiding van het interview met een van de medewerkers van TNT.

14.3 Uitwerking interview

Met de vragen uit het vorige hoofdstuk zal het daadwerkelijke interview worden afgenomen. Het bedrijf dat uitgekozen is heet TNT Groep. Het interview heeft plaatsgevonden op 6 augustus 2007. Er is gesproken met mevrouw S. Post. Positief is dat de afhandeling van het interview vlot is afgehandeld. Een minder sterk punt is dat door tijdgebrek van de geïnterviewde de antwoorden op het interview soms erg kort zijn. Ook was er geen gelegenheid om dieper op de antwoorden in te gaan. Er zal nu per vraag het antwoord worden uitgewerkt wat gegeven is op basis van het interview. Aansluitend zal in het volgende hoofdstuk de resultaten van het interview verder worden uitgewerkt.

Antwoorden van het interview

1. Wat is voor jullie de belangrijkste reden om eigen aandelen in te kopen?

De belangrijkste reden om eigen aandelen in te kopen is om geld terug te geven aan de aandeelhouders. Investeerders willen dit graag en bovendien is het ook fiscaal aantrekkelijk omdat het mogelijk is om belastingvrij de aandelen in te kopen.

2. Hebben jullie ook nog andere belangrijke redenen om aandelen in te kopen en wat vinden jullie niet belangrijk?

Er zijn geen andere redenen genoemd die belangrijk zijn om eigen aandelen in te kopen.

3. Een aantal jaren terug probeerde TNT een Deens postbedrijf over te nemen, waarom doen jullie die overname nu niet in plaats van een inkoopprogramma?

Het antwoord is dat het bedrijf simpelweg te duur is. TNT vindt het niet aantrekkelijk om dit bedrijf over te nemen. Als er een goede acquisitiekandidaat wordt deze wel overgenomen. Vorig jaar heeft TNT drie bedrijven overgenomen.

4. Hoe keken de aandeelhouders tegen de inkoopplannen aan?

De aandeelhouders keken positief tegen de plannen aan temeer omdat er al afspraken waren gemaakt om geld terug te geven aan de aandeelhouders. De aandeelhouders stelden geen vragen.

5. Stelden de aandeelhouders nog bepaalde voorwaarden tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders?

Er zijn geen voorwaarden gesteld bij de inkoop van eigen aandelen. Dit blijkt ook uit het antwoord op de vorige vraag.

6. Wat was algemeen gesproken de mening van de werknemers over het inkoopprogramma?

Deze vraag is niet relevant voor TNT. Het gaat vooral om wat de investeerders willen.

7. Aansluitend op de vorige vraag hoe is omgegaan met de eventuele vragen van de werknemers?

Deze vraag is niet meer relevant gegeven het antwoord op Vraag 6.

8. Hoe is het inkoopproces verlopen?

Het inkoopproces is zonder problemen verlopen. Hierbij kan worden opgemerkt dat het outsourced is aan ABN AMRO onder vermelding van Safe Harbour rules.

9. Waren er nog fiscale consequenties aan het inkoopprogramma verbonden?

Dit viel onder de fiscale vrijstelling zodat er geen fiscale consequenties zijn verbonden aan de inkoop van eigen aandelen.

10. Wat waren de juridische regels van de inkoop die van toepassing waren op de inkoop?

Hier werd als antwoord gegeven dat de gebruikelijke juridische regels zijn gevolgd om het inkoopprogramma mogelijk te maken.

11. Onder welke omstandigheden wordt een inkoopprogramma afgebroken?

Geen omstandigheden aanwezig en genoemd waarop het inkoopprogramma zal worden afgebroken.

12. Aansluitend op de vorige vraag op welke manier wordt deze stopzetting naar buiten gebracht?

Niet relevant gegeven het antwoord op de vorige vraag.

13. Wordt er in de toekomst nog een inkoopprogramma gedaan en onder welke omstandigheden?

Er is net een nieuw programma aangekondigd van 500 miljoen euro en ze geven aan dat er nieuwe programma's kunnen volgen.

14.4 Gegevensanalyse interview

Naar aanleiding van antwoorden van het interview volgt hier nog een analyse van de resultaten van het interview. De gegevens worden alleen verder geanalyseerd als een antwoord op een vraag daar aanleiding toe geeft.

Het eerste antwoord, dat vragen oproept is het antwoord op de eerste vraag dat inkoop van eigen aandelen fiscaal aantrekkelijk is. Er zijn twee mogelijke verklaringen voor dit antwoord. De eerste verklaring is dat het inkoopprogramma met een fiscale vrijstelling plaatsvindt. De tweede mogelijkheid zit hem in het feit dat door een inkoopprogramma het eigen vermogen wordt verkleind en gedeeltelijk het vreemd vermogen wordt vergroot. Hierdoor treedt de hefboomwerking op en de rente op vreemd vermogen kan worden afgetrokken van de belasting. De reden dat de fiscale aantrekkelijk is, luidt: doordat het inkoopprogramma niet alleen via een fiscale vrijstelling plaatsvindt maar ook doordat de verhouding tussen het vreemd vermogen en het eigen vermogen is aangepast door het inkoopprogramma hoeft er minder dividendbelasting te worden betaald door minder eigen vermogen.

Een tweede antwoord dat vragen oproept gaat over het antwoord van TNT dat ze in 2006 drie bedrijven hebben overgenomen. De vraag is welke drie bedrijven dat zijn geweest. De drie bedrijven zijn:⁵⁰ Het Spaanse binnenlandse distributiebedrijf TG+, Postcon Deutschland AG en het Indiase Speedage. Hieruit blijkt dat de overtallige middelen niet zonder meer worden teruggegeven aan de aandeelhouders. Er worden ook belangrijke overnames gedaan zoals deze drie bedrijven en er zijn nog meer acquisitiekandidaten aanwezig zoals Hoau Group.

Een derde punt is de outsourcing aan ABN Amro. Dit gaat gepaard met safe harbour rules. Dit is er opgericht om handelsbelemmeringen tussen de Verenigde Staten en Europa te voorkomen.⁵¹ Ook is het zo dat de persoonsgegevens beschermd moeten worden bij de inkoop van eigen aandelen. Deze overeenkomst is niet direct te kwalificeren als inkoop van eigen aandelen via tweede loket, omdat bij inkoop van eigen aandelen via tweede loket de fiscale vrijstelling niet geldt. Het doel van het inkoopprogramma is dan ook niet gericht op de omzeiling van de belasting. De fiscale vrijstelling geldt alleen als ABN AMRO feitelijk risico loopt bij de inkoop van de aandelen voor TNT. Dit betekent dan ook dat ABN AMRO feitelijk eigenaar is van de aandelen alvorens ze deze aandelen aanbiedt aan TNT. Anders zou het probleem ontstaan dat TNT alsnog dividendbelasting moet betalen over het inkoopprogramma. Aanvullend wordt er nog aan andere voorwaarden voldaan voor vrijstelling die toepassing voor de inkoop van eigen aandelen. Zo worden de ingekochte aandelen officieel verhandeld op Euronext en het bedrag van inkoop zijn aanzienlijke bedragen zoals 1,4 miljard euro of 500 miljoen euro. De vrijstelling geldt alleen als het inkoopbedrag aanzienlijk is. Verder mag het 4 jaar voor de inkoop het geplaatste kapitaal niet zijn vergroot.

⁵⁰Achtergrondinformatie is afkomstig van [tnt.com\(2007\) http://group.tnt.com/annualreports/annualreport06/annual-overview/ov_01_nl.html](http://group.tnt.com/annualreports/annualreport06/annual-overview/ov_01_nl.html)(11-08-2007)

⁵¹ Voor meer informatie wordt verwezen naar [computable.nl\(2007\) http://www.computable.nl/artikel.jsp?archive=1&id=1352353](http://www.computable.nl/artikel.jsp?archive=1&id=1352353)(15-08-2007)

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

Als laatste wordt er aandacht besteed aan de juridische regels. In eerste plaats gelden de Nederlandse regels maar ook de Europese regels omdat TNT een invloedrijke markt heeft in Europa. Zo laat TNT elke week zien hoeveel aandelen er ingekocht worden en tegen welke prijs. Dit is ook verplicht gesteld in de Europese regels. Ook houdt TNT zich strikt aan de regels van openbaarmaking om te voorkomen dat er misbruik van voorkennis wordt gemaakt. Daarnaast moet TNT zich houden aan de handelsvoorwaarden zoals de prijs waarbij de prijs niet hoger mag zijn dan de laatste onafhankelijke transactie en dat het volume van inkoop niet groter mag zijn van 25 procent van het gemiddelde dagvolume. Als laatste kan er vermeld worden dat TNT zich ook aan de verbodsperiode heeft gehouden omdat anders de handel nietig is. Aansluitend zal in een tabel worden getoond

Vraag	Antwoord
Wat is de belangrijkste reden om eigen aandelen in te kopen?	Geld terug geven aan aandeelhouders met als extra voordeel dat het fiscaal voordelig is.
Een aantal jaren terug probeerden jullie een Deens postbedrijf over te nemen waarom doen jullie dat nu niet?	Dit bedrijf was te duur. Als er een goede acquisitiekandidaat is dan wordt deze overgenomen. Zo hebben ze in 2006 drie bedrijven overgenomen. Deze drie bedrijven zijn TG+, Postcon Deutschland AG en het Indiase Speedage.
Hoe keken de aandeelhouders tegen de inkoopplannen aan?	Ze keken er positief tegen aan en stelden geen aanvullende voorwaarden.
Hoe is het inkoopproces verlopen?	Het inkoopproces is zonder problemen verlopen en het was geoutsources aan ABN AMRO.
Waren er nog fiscale consequenties aan het inkoopprogramma verbonden?	Nee het kon allemaal met een fiscale vrijstelling.
Wat waren de juridische regels van de inkoop die van toepassing waren op de inkoop?	De gebruikelijke juridische regels die hiervoor gelden.
Wordt er in de toekomst nog een inkoopprogramma gedaan en onder welke omstandigheden?	Er is net een nieuw programma aangekondigd van €500 miljoen en daarna eventueel anderen.

Figuur 14.1 Samenvatting interview.

15. Conclusies en aanbevelingen

In dit hoofdstuk zullen de conclusies worden getrokken en zal zoals al is gezegd de probleemstelling worden beantwoord. Dit gebeurt in twee delen. In het eerste deel zal de vraagstelling naar aanleiding van het theoretische gedeelte worden beantwoord. Aansluitend zal in het tweede deel zal hetzelfde worden gedaan voor de praktijk. Ook zullen er aanbevelingen worden gedaan voor nader onderzoek.

De vraagstelling voor het theoretische deel luidt:

1. Wat zijn de redenen van ondernemingen om eigen aandelen in te kopen, wat zijn de mogelijkheden om aandelen in te kopen en wat is de begrenzing ervan?

De redenen om eigen aandelen in te kopen lopen uiteen. In de tabel hieronder staan de manieren om eigen aandelen in te kopen vermeld.

Redenen inkoop eigen aandelen	Toepassing
Overtallige kasmiddelen en gebruik inkoop als vervanging voor dividenduitkering	Geen investeringsmogelijkheden. Inkoop beter dan dividend vanwege geen permanente verwachtingen.
Aanpassing financiële structuur	Geen optimale structuur. Alleen vergroting vreemd vermogen bij teveel eigen vermogen anders niet toepasbaar.
Koersondersteuning	Bij emissies als koers teveel daalt. Ook van toepassing bij koersgarantie verplichtingen.
Signaalwerking	Dit kan als bedoeling hebben om aan de markt een signaal af te geven dat de aandelenkoers ondergewaardeerd is. Ook andere interpretaties blijven mogelijk.
"Principal-agent" aspecten	Scheiding tussen eigendom en management. Kan voorkomen als groei onderneming voor winstgroei gaat maar in praktijk minder aanwezig. Vooral bij eigendom aandelen door managers vanwege tegenstanders eigen beslissingen. Ook bij verschil in kennis management en markt over onderneming.
Leveringsverplichtingen	Als het bedrijf optiecontracten heeft zal deze eigen aandelen moeten inkopen op de beurs. Deze aandelen worden dan niet ingetrokken maar aangeboden op het moment dat de optiecontracten worden uitgeoefend.
Aanpassing van de zeggenschapstructuur	De zeggenschapstructuur kan worden aangepast inkoop aandelen. Niet proportioneel inkopen van aandeelhouders. Ook te gebruiken om kleine aandeelhouders uit te kopen. Niet

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

	gebruiken bij fusies of overnames vanwege versterking effect van overname.
Bondholder expropriation hypothese	Geen nieuw vermogen aan trekken betekent waardedaling activa en daling claims obligatiehouders. In praktijk door hefboomwerking wat vermindert. Deze waarde komt ten goede aan de aandeelhouders.
Supply-curve hypothese	Stijgende curve voor ondernemers. Prijsopdrijvend effect door toename vraag aandeel. Aanbieding aandelenpakket grootaandeelhouder leidt tot dalende koers. Inkoopprogramma heft dit effect op.
Neutralisering verwateringseffect dividend	Dividend in aandelen uitgekeerd. Steeds meer aandelen. Dalende winst per aandeel. Inkoop neutraliseert dat effect.
Belangen van beleggers dienen	Verkapping slecht nieuws door inkoop. Positieve reactie beleggers vanwege geldteruggave. Ander positief gevolg verhoogde koerswinstverhouding. Nadeel is onvoldoende investeren. Mogelijk ander nadeel is inkoop zonder intrekking. Verwateringseffect kan weer verschijnen bij fusie of overname.
Realiseren groeimogelijkheden	Inkoop kan dividend verminderen door minder uitstaande aandelen. Dit geld wordt gebruikt voor groei.

Tabel 15.1 Samenvatting redenen

Er zijn nogal wat uiteenlopende redenen om de inkoop van eigen aandelen uit te voeren. Ook kunnen niet alle redenen in iedere situatie worden toegepast. In sommige gevallen kunnen bepaalde redenen juist in zijn geheel niet worden toegepast. Hiermee moet dus rekening worden gehouden

Daarnaast zijn er ook verschillende manieren om eigen aandelen in te kopen. De manieren worden weergegeven in onderstaande tabel

Manieren inkoop eigen aandelen	Toepassing
Openbaar bod	Voornamelijk bij BV's toegepast
Aankoop per opbod of Dutch auction	Ook vooral bij BV's toegepast.
Private inkoop	Bij BV's toegepast als grootaandeelhouder aandelenpakket aanbiedt bij gebrek opvolging.
Open markt aankopen	Inkoop kleine partijen door beursgenoteerde ondernemingen.
Optiecontracten	Uitschrijving opties leidt tot leveringsverplichtingen
Kempen-variant	Van toepassing als ondernemingen hun

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

	vermogensstructuur willen aanpassen.
Inkoop eigen aandelen via tweede loket	Alleen fiscaal toegestaan als financiële instellingen risico lopen anders alleen toegestaan als er wel belasting wordt betaald.

Tabel 15.2 samenvatting manieren inkoop

Per manier is zoveel mogelijk aangegeven wanneer deze manier het beste kan worden toegepast. Hier blijkt ook evenals bij de redenen dat er nogal wat uiteenlopende manieren zijn om eigen aandelen in te kopen. Dit heeft ook te maken met de rechtsvorm van de vennootschap.

Het derde en laatste deel van de vraagstelling de begrenzing van inkoop van eigen aandelen valt uiteen in verschillende onderdelen. Zo zijn er juridische regels, voorwaarden, fiscale regels en de IFRS. De hoofdpunten zullen per onderdeel worden behandeld. In de onderstaande tabel staat een samenvatting van elke begrenzing.

Soort begrenzing	
Juridisch	Inkoop kan wel of niet toegestaan zijn. Nederlandse en Europese regels aanwezig. Door recente maatregelen meer dan 10% van eigen aandelen toegestaan. Inkoop soms in strijd regels. Bestuurders zijn aansprakelijk voor schade en aandelen ook in handen bestuur. Niet-volgestorte aandelen niet ingekocht vanwege overeenstemming onduidelijkheid eigendom en waarde vaststelling. Nederlandse en Europese regels steeds meer geharmoniseerd. Ook voorwaarden aanwezig. Deze zijn algemene voorwaarden, handelsvoorwaarden, beperkingen stabilisatie van een financieel instrument, openbaarmakingverplichting plus rapportageverplichting voor stabilisatie, bijzondere prijsvoorwaarden en voorwaarden voor aanvullende stabilisatie. Voorwaarden niet vrijblijvend. Voorwaarden bij Europese regels. Vooral van toepassing op internationale vennootschappen.
Fiscaal	Fiscale regels ook bij inkoop. Inkoop via financiële instelling belast met dividendbelasting Ook regels bij fictieve vervreemding. Eveneens fiscale regels belegginginstellingen en bij fusies en overnames. Tot slot regels bij tijdelijke beleggingen.
IFRS	Ook een toepassing inkoop bij IFRS. Alleen bij levering transacties in aandelen. Inkoop vanwege leveringsverplichtingen. Geen intrekking aandelen. Eveneens regels hiervoor en regels hoe inkoop op balans gewaardeerd moet worden.

Tabel 15.3 Samenvatting begrenzing

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

Tot slot wordt er nog aandacht besteed aan de inkoop van eigen aandelen bij een BV. Er zijn namelijk wat verschillen tussen inkoop van eigen aandelen bij een NV en een BV. Een belangrijk verschil is dat de aandeelhouders bij een BV bekend zijn. Ook kunnen niet alle manieren van inkoop van eigen aandelen worden gebruikt. Verder geldt dat de IFRS niet verplicht van toepassing is op een BV. Daarnaast is het niet altijd noodzakelijk om de Europese regels toe te passen. Dit moet per BV worden bekeken. In onderstaande tabel wordt nog een korte samenvatting gegeven bij een BV.

Situatie van toepassing bij BV	Toepassing
Manieren	Private inkoop, Kempen-variant, openbaar bod, en aankoop per opbod (Dutch auction).
Redenen	Leverage verplichtingen, aanpassing financiële structuur, realiseren groeimogelijkheden.
Juridische regels	De Nederlandse regels gelden altijd. De Europese regels gelden alleen als de BV een invloedrijke markt heeft in een of meerdere lidstaten.
Fiscaal	Regels van dividendbelasting, fictieve vervreemding, tijdelijke belegging, beleggingsinstelling, bij fusies en overnames, en bij inkoop eigen aandelen via tweede loket gelden de fiscale regels.
IFRS	IFRS is niet verplicht voor BV's maar er is sprake van keuze. Als er is gekozen voor IFRS dan moeten alle regels van IFRS worden toegepast die betrekking hebben op inkoop van eigen aandelen.

Tabel 15.4 Samenvatting BV's

Dit zijn de punten voor de inkoop van eigen aandelen in het theoretische gedeelte. In het volgende deel zal er aandacht worden besteed aan inkoop van eigen aandelen in de praktijk.

Waar in de toekomst meer onderzoek naar moet worden gedaan is het effect van inkoop eigen aandelen bij bedrijven die inkoop van eigen aandelen doen omdat deze te weinig investeringsmogelijkheden hebben. Op dit moment kan nog niet duidelijk worden gezegd wat de uitwerking is in de toekomst als er nu minder wordt geïnvesteerd. Het gevolgd op langere termijn zal verder moeten worden onderzocht. Ook moet er scherp voor ogen worden gehouden dat er wellicht in de toekomst andere nieuwe mogelijke redenen zijn om de eigen aandelen in te kunnen kopen. Daarnaast zijn er misschien ook andere manieren gevonden om de eigen aandelen in te kopen.

Zoals net gezegd is zal in het tweede deel aandacht worden besteed aan de inkoop van eigen aandelen in de praktijk. Ook is er voor het praktijkgedeelte een vraagstelling. Deze luidt:

2. Wat is in de praktijk vaak de reden van inkoop van eigen aandelen, welke manieren worden er gebruikt om eigen aandelen in te kopen, hoe zit het met de regels en welke problemen spelen er in de praktijk vaak een rol?

In het eerste deel wordt er ingegaan op een aantal praktijkvoorbeelden van bedrijven die eigen aandelen inkopen. Deze bedrijven worden genoemd in onderstaande tabel met de redenen en manieren om aandelen in te kopen.

Naam bedrijf	Manieren	Redenen
Nutreco	Openbaar bod	Financiering personeelsaandelen plannen en financiering toekomstig dividend
TNT Groep	Openbaar bod	Geen investeringsmogelijkheden na verkoop van verschillende onderdelen van TNT hoewel er wel overnames worden gedaan.
Koninklijke DSM BV	Openbaar bod	Realiseren van groeimogelijkheden doordat er minder dividend hoeft te worden uitgekeerd.
AEGON NV	Aankoop per opbod	Neutraliseren van verwateringseffect dividend.
Arcelor Mittal	Openbaar bod	Uitkering van 30% van de winst garanderen.
Beter Bed	Openbaar bod	Verhogen van netto rendement op investeringen.
ASML NV	Openbaar bod	Het inkoopprogramma wordt gebruikt om optiecontracten af te dekken.
Wessanen	Kempen-variant	Deel van private label activiteiten teruggeven aan aandeelhouder.
ABN AMRO	Openbaar bod	Neutralisering verwateringseffect dividend.
VASTNET Retail	Kempen variant	Optimaal benutten van financiële investeringen en optimaal benutten van de financiële structuur.

Tabel 15.5 Overzicht bedrijven die eigen aandelen inkopen

Dan wordt er gekeken bij elk voorbeeld naar de redenen van inkoop van eigen aandelen. Redenen die vaak worden genoemd zijn: Leveringsverplichtingen, neutralisering verwateringseffect, realiseren groeimogelijkheden, aanpassing financieringsstructuur, uitkeren van 30% winst aan aandeelhouders en gebrek aan investeringen. In het tweede deel wordt er gekeken naar de manieren om aandelen in te kopen door de tien gekozen bedrijven. Een manier die het vaakste wordt gebruikt bij de voorbeelden is een openbaar bod. Ook aankoop per opbod komt wel eens voor. Een enkel keer komt ook de Kempen-variant om de hoek kijken. De rest van de redenen blijken in de voorbeelden afwezig. In het volgende deel worden voor drie bedrijven uit de 10 bedrijven geselecteerd en worden de achtergronden voor deze drie voorbeelden verder beschreven. Deze bedrijven zijn TNT, ASML en Arcelor Mittal. Hierbij wordt ingegaan op commentaar van analisten en andere achtergrondinformatie. Als laatste wordt voor elk bedrijf dit onderdeel afgesloten met de effecten op de balans aan de hand van het inkoopprogramma. Per bedrijf zal een korte samenvatting van de hoofdpunten worden weergegeven. In de tabel hieronder zullen de drie bedrijven kort worden besproken.

Naam bedrijf	Situatie
TNT	Veel geld over door verkoop logistieke tak zonder investeringsmogelijkheden. Eveneens terugschroefing belang staat. Geld teruggeven aandeelhouders. Bonusbepaling bepaald bedrijfsresultaat per aandeel vanwege kleinere gevoeligheid. Financiering door kasgeld en eventueel bankkrediet. Commentaar van analist winst per aandeel omlaag vanwege lagere winst en hoger koersdoel. Inkoop geen verhoogd effect.
ASML	Heeft vaak te maken met veel geld in kas. Ook leveringsverplichtingen bij optiecontracten. Navordering fiscus dividendbelasting vanwege inkoop via tweede loket. Effect inkoop tenietgedaan door converteerbare obligatie. Oplossing door inkoop van converteerbare obligatie. Niet iedereen positief vanwege verdenking van verbloemen slecht nieuws. Geen nieuwe overnames vanwege mislukte overname. Inkoop als alternatief.
Arcelor Mittal	Uitkering 30% winst door dividend en inkoopprogramma. Ook nieuw inkoopprogramma voor neutralisering extra aandelen door fusie met Mittal. Positief ontvangen door RABO gevolg koersdoel is verhoogd. Mogelijke problemen door protest aandeelhouders AFM vanwege benadeling bij fusie door lagere prijs. AFM reageert niet en de organisatie heeft volgens voorwaarden gehandeld. Geen nadelige uitwerking voor inkoopprogramma. Tempo fusie voor op schema waardoor het tweede inkoopprogramma eerder plaatsvindt.

Tabel 15.6 Samenvatting drie gekozen voorbeelden

Tot zover de beschrijving van de drie bedrijven. Uit deze drie bedrijven wordt een bedrijf geselecteerd voor een interview. Er is gekozen als bedrijf voor TNT. Doel van het interview is om nadere informatie over inkoop van eigen aandelen te achterhalen. Dit interview is gehouden op zes augustus 2007 en er is gesproken met mevrouw Post. In onderstaande tabel wordt een samenvatting van het interview gegeven. En daarna zal er nog een toelichting worden gegeven voor bepaalde vragen.

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

Wat is de belangrijkste reden om eigen aandelen in te kopen?	Geld terug geven aan aandeelhouders met als extra voordeel dat het fiscaal voordelig is.
Een aantal jaren terug probeerden jullie een Deens postbedrijf over te nemen waarom doen jullie dat nu niet?	Dit bedrijf was te duur. Als er een goede acquisitiekandidaat is dan wordt deze overgenomen. Zo hebben ze in 2006 drie bedrijven overgenomen. Deze drie bedrijven zijn TG+, Postcon Deutschland AG en het Indiase Speedage.
Hoe keken de aandeelhouders tegen de inkoopplannen aan?	Ze keken er positief tegen aan en stelden geen aanvullende voorwaarden.
Hoe is het inkoopproces verlopen?	Het inkoopproces is zonder problemen verlopen en het was geoutsources aan ABN AMRO.
Waren er nog fiscale consequenties aan het inkoopprogramma verbonden?	Nee het kon allemaal met een fiscale vrijstelling.
Wat waren de juridische regels van de inkoop die van toepassing waren op de inkoop?	De gebruikelijke juridische regels die hiervoor gelden.
Wordt er in de toekomst nog een inkoopprogramma gedaan en onder welke omstandigheden?	Er is net een nieuw programma aangekondigd van €500 miljoen en daarna eventueel anderen.

Figuur 15.7 Samenvatting interview

Tot slot zal er nog een toelichting worden gegeven aan de hand van dit interview. Zo gelden voor de juridische regels zowel de Nederlandse regels als de Europese regels omdat de onderneming een internationaal bedrijf is met ook aanzienlijke handel in verschillende lidstaten. Het doel van de inkoop is om geld terug te geven aan de aandeelhouders met als extra voordeel dat de vermogensstructuur wordt aangepast. Het geld wordt echter niet alleen aan inkoopprogramma's besteed want de onderneming investeert ook geld in het doen van overnames. Zo zijn TG+, Postcon Deutschland AG en het Indiase Speedage in 2006 overgenomen. Het inkoopprogramma is uitbesteed aan ABN Amro en dit kon met een fiscale vrijstelling omdat TNT voldoet aan de eisen die de fiscus stelt bij inkoop van eigen aandelen door een financiële instelling. Daarnaast kan worden vermeld dat TNT vaker een inkoopprogramma zal uitvoeren zoals recent het inkoopprogramma van 500 miljoen euro.

Addendum

In deze aanvulling wordt stilgestaan bij een aantal zaken naar aanleiding van het onderzoek. Bijvoorbeeld zaken die erg opvielen en welke kennis hierbij is opgedaan die er voor die tijd niet was. Er wordt begonnen met het probleem dat aanleiding is voor het onderzoek.

Het verschijnsel inkoop van eigen aandelen wordt steeds vaker toegepast in de praktijk. Geheel onduidelijk is op welke manier dit plaatsvindt waarom dit gebeurt en hoe het is geregeld met de beperkingen van inkoop van eigen aandelen. Zo heerst er een algemene opvatting dat inkoop van eigen aandelen vooral plaatsvindt omdat bedrijven niets te investeren is. Bovendien lijkt van een afstand net of alles mogelijk is. Dit onderzoek is begonnen met in kaart te brengen op welke manieren de aandelen ingekocht kunnen worden. Hierbij is uitgekomen dat er uiteenlopende manieren zijn om deze aandelen in te kopen. Deze manieren hebben een eigen toepassing binnen een inkoopprogramma.

Het tweede punt van aandacht binnen het onderzoek is uitzoeken waarom vennootschappen eigen aandelen inkopen. Hierbij zijn er ook weer uiteenlopende redenen die vaak geen verband hebben met de manieren om aandelen in te kopen. Het blijkt dus regelmatig dat de algemene opvatting over de reden van inkoop niet van kracht is.

Inkoop van eigen aandelen is niet onder alle omstandigheden mogelijk. Er zijn verschillende regels aanwezig die belemmerend kunnen werken als ze niet goed worden geïnterpreteerd of toegepast. In dit onderzoek zijn de regels in verschillende categorieën aan bod gekomen. In eerste plaats gaat het om de Nederlandse regels waarbij ook gekeken is of er recent beleidsbesluiten zijn genomen. Ook is er gekeken naar Europese regels omdat deze regels in steeds belangrijkere mate een rol spelen tijdens het inkoopproces. Bij deze regels horen ook verschillende voorwaarden die gesteld worden bij de Europese regels.

Andere regels die in kaart zijn gebracht zijn de regels van Fiscale aard omdat deze regels zorgvuldig moeten worden nagekomen om te voorkomen dat er schade ontstaat doordat er een naheffing komt. Daarnaast zijn er verschillende typen belastingen waarop de inkoop betrekking heeft. Bij elke inkoop moet precies worden gekeken naar de fiscale gevolgen. Hierbij is ook gekeken naar gewijzigde beleidsbesluiten door het Ministerie van Financiën.

De laatste categorie regels die in dit onderzoek is bekeken is de IFRS. Een directe toepassing van deze regels is er niet voor inkoop van eigen aandelen. In dit onderzoek is echter wel een toepassing beschreven waarvoor noodzakelijkerwijs aandelen ingekocht moeten worden. Deze toepassing is nog niet eerder aan de orde gekomen.

Inkoop van eigen aandelen wordt veel gedaan in de praktijk. In dit onderzoek is in kaart gebracht hoe de theorie in de praktijk uitwerkt. Hierbij is eveneens gekeken wat de manieren en redenen zijn van de aandeleninkoop. Niet onderzocht is waarom sommige manieren en redenen wel worden gebruikt en waarom andere redenen wel. Bij een aantal voorbeelden is nog nader gekeken naar de achtergrond van de inkoop en een bedrijf is geïnterviewd.

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

Een punt wat erg opgevallen is dat bedrijven aandelen inkopen zonder dat er belangrijke investeringen worden gedaan. De gevolgen van deze manier van inkopen zijn nu nog niet duidelijk omdat het pas iets van de laatste 2 jaar is. Dit onderzoek kan als basis dienen voor nader onderzoek van dit verschijnsel.

Ook niet nader onderzocht is naar de diepere oorzaak van de positieve houding van beleggers. Dit ligt buiten de context van dit onderzoek, omdat het doel van dit onderzoek is om inkoop van eigen aandelen in kaart te brengen met alle facetten die daarbij horen.

Bijlage 1. verklaring van enkele begrippen

In deze bijlage worden enkele begrippen verklaard die niet in de tekst zijn omschreven. Deze begrippen kunnen tot onduidelijkheid leiden als deze niet verklaard worden.

Terugkoopprogramma volgens tijdsschema⁵²

Dit is een terugkoopprogramma waarvan de data en de hoeveelheid effecten die gedurende de looptijd van het programma zullen worden verhandeld op het moment van de openbaarmaking van het terugkoopprogramma al zijn vastgelegd.

Passende openbaarmaking

Openbaarmaking volgens de richtlijnen van het Europese Parlement.

Betrokken effecten

Effecten, in overeenstemming met de richtlijnen van Europese richtlijnen, die tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten of waarvoor een aanvraag tot toelating tot de handel op een dergelijke markt is ingediend en die het voorwerp van een dergelijke aanbieding zijn.

Stabilisatie

Elke aankoop of elk aanbod tot aankoop van de betrokken effecten of elke transactie in de daarmee gelijkwaardige verbonden instrumenten. Die of door beleggingsondernemingen of kredietinstellingen wordt verricht in het kader van een omvangrijke aanbieding van deze betrokken effecten. Dit wordt uitsluitend gedaan om de marktprijs van deze effecten gedurende een vooraf bepaalde periode te ondersteunen wanneer er sprake is van verkoopdruk op deze effecten.

Verbonden instrumenten

Een aantal instrumenten met inbegrip van instrumenten die niet zijn toegestaan op de gereglementeerde markt of waarvoor geen aanvraag tot toelating tot de handel is ingediend, mits de betrokken bevoegde autoriteit transparantieregels voor transacties in dergelijke financiële instrumenten heeft vastgesteld:

- contracten of rechten op grond waarvan op de betrokken effecten kan worden ingeschreven of deze effecten kunnen worden verworven of afgestoten
- van de betrokken effecten afgeleide financiële instrumenten
- wanneer de betrokken effecten converteerbare of omwisselbare schuldinstrumenten zijn de effecten waarin deze converteerbare of omwisselbare schuldinstrumenten kunnen worden geconverteerd of omgewisseld
- instrumenten die door de onderneming of garant van de betrokken effecten worden uitgegeven of gegarandeerd en waarvan de marktprijs de prijs van de betrokken effecten sterk kan beïnvloeden of omgekeerd

⁵² De definities zijn terug te vinden in verordening (EG) Nr.2273/2003 van de Europese Commissie. PP 2-3

- wanneer de betrokken effecten met aan aandelen gelijk te stellen papieren zijn de aandelen die door deze waardepapieren vertegenwoordigd worden

Omvangrijke aanbieding

Een openbaar aangekondigde eerste of tweede aanbieding van betrokken effecten, die zich zowel wat de hoeveelheid aangeboden aandelen betreft, in waarde uitgedrukt, als wat de gehanteerde verkoopmanier betreft van gewone handel onderscheid.

Aanbieder

De vorige houder of de uitgever van de betrokken effecten

Toewijzing

De procedure of procedures waarbij het aantal effecten wordt bepaald dat aan de beleggers die hierop vooraf hebben ingeschreven of die deze hebben aangevraagd, ter beschikking worden gesteld

Aanvullende stabilisatie

De gebruikmaking van een overinschrijffaciliteit of de uitoefening van een greenshoe door beleggingsondernemingen of kredietinstellingen die in verband met een omvangrijke aanbieding van betrokken effecten, waarmee uitsluiten wordt beoogd de stabilisatie te versimpelen.

Overinschrijvingsfaciliteit

Een clause in de underwriting-overeenkomst of lead-managementovereenkomst op grond waarvan op een groter aantal betrokken effecten dan oorspronkelijk is aangeboden mag worden ingeschreven of een aanbod tot aankoop mag worden gedaan

Greenshoe-optie

Een optie die door de aanbieder wordt verleend aan de bij de aanbieding betrokken beleggingsonderneming of kredietinstellingen om overinschrijvingen op te vangen. Deze optie houdt in dat deze onderneming of instelling gedurende een bepaalde periode na de aanbieding van de betrokken effecten, een extra hoeveelheid van deze effecten mogen aankopen.

Eigenvermogensinstrument

Een contract dat recht geeft op aandeel in de activa van een onderneming na aftrek van schulden.

*Toekenningdatum*⁵³

De datum waarop de onderneming met een andere partij een overeenkomst met aandelengerelateerde betaling overeenkomt.

⁵³ Deze begrippen zijn van oorsprong uit DR. R.L. Ter Hoeven RA et al. International Financial reporting Standards 2004 Kluwer PP 72-73

Reële waarde

Het bedrag waarvoor een actief kan worden overgedragen, een verplichting kan worden afgewikkeld of een toegekend eigenvermogensinstrument kan worden overgedragen tussen volledig geïnformeerde partijen in een zakelijke transactie.

Intrinsieke waarde

Het verschil tussen de reële waarde van de aandelen waarop de wederpartij het (voorwaardelijk of onvoorwaardelijk) recht heeft en de prijs die de wederpartij bereid is om te betalen.

Marktvoorwaarde

Een voorwaarde waar de uitoefenprijs, de onvoorwaardelijke toekenning of uitoefenbaarheid van een eigenvermogensinstrument van afhangt, die gerelateerd is aan de marktwaarde van het eigenvermogensinstrument van de onderneming.

Peildatum

De datum waarop de reële waarde van het toegekende eigenvermogensinstrument voor deze IFRS wordt bepaald. Voor transacties met andere partijen dan werknemers is de peildatum de datum waarop de onderneming de goederen verkrijgt of de wederpartij de diensten verricht.

Reload feature

Een optie met een reload feature is een optie waarbij automatisch additionele opties worden toegekend als een werknemer eerder toegekende opties uitoefent, waarbij de uitoefenprijs voldaan wordt in aandelen in plaats van geld.

Voorwaardelijke periode

De periode waarin de eigenvermogensinstrumenten nog niet onvoorwaardelijk zijn toegekend en waarin daarom aan de voorwaarden voldaan moet zien te worden om onvoorwaardelijke toekenning te realiseren.

Verwateringseffect

Effect dat optreedt bij de uitgifte van nieuwe aandelen of bij uitkering van dividend in aandelen waardoor de winst per aandeel dat continu voortvloeit uit normale bedrijfsvoering zal dalen.

Tot zover de begrippen die in de hoofdtekst tot onduidelijkheden kunnen leiden.

Bijlage 2. Interviewvragen

- 1. Wat is voor jullie de belangrijkste reden om eigen aandelen in te kopen?*
- 2. Hebben jullie ook nog andere belangrijke redenen om aandelen in te kopen en wat vinden jullie niet belangrijk?*
- 3. Een aantal jaren terug probeerde TNT een Deens postbedrijf over te nemen, waarom doen jullie die overname nu niet in plaats van een inkoopprogramma?*
- 4. Hoe keken de aandeelhouders tegen de inkoopplannen aan?*
- 5. Stelden de aandeelhouders nog bepaalde voorwaarden tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders?*
- 6. Wat was algemeen gesproken de mening van de werknemers over het inkoopprogramma?*
- 7. Aansluitend op de vorige vraag hoe is omgegaan met de eventuele vragen van de werknemers?*
- 8. Hoe is het inkoopproces verlopen?*
- 9. Waren er nog fiscale consequenties aan het inkoopprogramma verbonden?*
- 10. Wat waren de juridische regels van de inkoop die van toepassing waren op de inkoop?*
- 11. Onder welke omstandigheden wordt een inkoopprogramma afgebroken?*
- 12. Aansluitend op de vorige vraag op welke manier wordt deze stopzetting naar buiten gebracht?*
- 13. Wordt er in de toekomst nog een inkoopprogramma gedaan en onder welke omstandigheden?*

Literatuurlijst

- (1) De Weird et al. (2004). *Bedrijfseconomische redenen om aandelen in te kopen*. PP 3-5
- (2) Grullon et al. (2003). *What do we know about stock repurchases?* PP2
- (3) Drs. C.F.A. Baltus & M.B.J. Schouten. (2000). Inkoop van eigen aandelen op de beurs, pp3Jan/Feb 2000 TFM
- (4) Het financieel dagblad. (03-05-2007). "*Ficus zet mes in truc inkoop eigen aandelen*", PP. 1
- (5) De Weird et al.(2004). *Bedrijfseconomische redenen om aandelen in te kopen*. PP 5-10
- (6)Cubi(2007). *ABN Amro koopt eigen aandelen in*.
[http://www.cubi.nl/nieuws/6479/ABN_Amro_koopt_eigen_aandelen_in/\(03-07-2007\)](http://www.cubi.nl/nieuws/6479/ABN_Amro_koopt_eigen_aandelen_in/(03-07-2007)).
- (7) De financiële telegraaf(2007) .*Inkoop eigen aandelen*".
[http://www.dft.nl/goeroes/chieldiercks/784891/Inkoop_eigen_aandelen.html\(26-06-2007\)](http://www.dft.nl/goeroes/chieldiercks/784891/Inkoop_eigen_aandelen.html(26-06-2007))
- (8) Prof. Mr. J.B.J.M Ten Berge Burgerlijk wetboek(1998-1999) 2. *Wetsartikel 98a-d*. PP 139-140. Kluwer. Deventer.
- (9)Het financieel dagblad(27-04-2007). *Afschaffing van 10% regel inkoop eigen aandelen*. PP.1
- (10) P. Sanders et al.(1972) *De jaarrekening nieuwe stijl*. PP167-170. Eerste druk. Samsom Uitgeverij NV
- (11) Frederik Bolkestein.(2003) Publicatieblad Europese unie. Verordening 2273/2003 Van de Commissie 22-12-2003 Brussel PP.1-3
- (12) Frederik Bolkestein.(2003) Publicatieblad Europese unie. Verordening 2273/2003 Van de Commissie 22-12-2003 Brussel PP.3-6
- (13)CIP-Gegevens Koninklijke Bibliotheek (2003).*Belastingwetten Wet dividendbelasting 4c* PP. 534-535. 34^e druk. Deventer
- (14) CIP-Gegevens Koninklijke Bibliotheek (2003).*Belastingwetten Wet Dividendbelasting artikel 3^a* PP 530. 34^e druk. Deventer
- (15) CIP-Gegevens Koninklijke Bibliotheek (2003).*Belastingwetten Wet Inkomstenbelasting artikel 4.16* PP 89-90. 34^e druk. Deventer
- (16) CIP-Gegevens Koninklijke Bibliotheek (2003).*Belastingwetten Inkoop eigen aandelen gehouden door een beleggingsinstelling*. PP. 158 34^e druk. Deventer

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

- (17) CIP-Gegevens Koninklijke Bibliotheek (2003). Uitvoeringsbeschikking Dividendbelasting artikel 1aa PP 538-540 34^e druk. Deventer
- (18) CIP-Gegevens Koninklijke Bibliotheek (2003). *Belastingwetten Wet Vennootschapsbelasting artikel 10c PP 398* 34^e druk. Deventer
- (19) Mr J. Thunnissen; Ministerie van Financiën (2007) *Inkoop eigen aandelen via de beurs*.
www.minfin.nl/nl/actueel/kamerstukken_en_besluiten,2007/05/PPP07-983.html (05-07-2007)
- (20) DR. R.L. Ter Hoeven RA et al. (2004) *International Financial reporting Standards*. Kluwer PP69-79
- (21) DPA IFRS op zak (2003). Kluwer 1^e druk. Deventer PP54-55, 66,67
- (22) EuroBench.nl (2007) *Nutreco begint met inkoop van eigen aandelen*.
http://www.eurobench.com/ns_detail.asp?ID=2882853 (05-07-2007)
- (23) beurs.nl *TNT start maandag met inkoop eigen aandelen*
<http://www.beurs.nl/nieuws/artikel.php?id=220813&taal=NL> (20-04-2007)
- (24) EuroInvestor.nl (2007). *DSM - Inkoop eigen aandelen*
<http://www.euroinvestor.nl/News/ShowNewsStory.aspx?StoryID=9587777> (03-07-2007)
- (25) News release (2007). *AEGON NV Kondigt inkoop eigen aandelen aan*.
www.prnewswire.co.uk/cgi/news/release?id=198927 (05-07-2007)
- (26) belegger.nl (2007) *Arcelor Mittal start inkoop eigen aandelen*.
<http://www.belegger.nl/Arcelor%20Mittal%20start%20inkoop%20eigen%20aandelen%20-32202.news> (03-07-2007)
- (27) Beter Bed (2007) *Persbericht Beter bed holding: Vaststelling dividend en inkoop eigen aandelen*.
<http://www.beterbedholding.nl/upload/doc/persbericht%2026%20APRIL%202007.pdf> (05-07-2007)
- (28) Eurobench.com (2007) *ASML rondt inkoop van eigen aandelen af*.
http://www.eurobench.com/ns_detail.asp?ID=2734345 (05-07-2007)
- (29) Cubi.nl (2007). *Wessanen kondigt aanvang inkoop eigen aandelen aan*
http://www.cubi.nl/nieuws/8040/Wessanen_kondigt_aanvang_inkoop_eigen_aandelen_aan/ (05-07-2007)
- (30) Cubi.nl (2007) *ABN Amro koop eigen aandelen in*.
http://www.cubi.nl/nieuws/6479/ABN_Amro_koopt_eigen_aandelen_in/ (05-07-2007)
- (31) Vastned.nl (2007) *Persbericht Vastned Retail maakt besluiten van algemene vergadering van aandeelhouders bekend*. http://www.vastned.nl/pdf_inline.php?id=773&page=2610 (05-07-2007)

Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen

(32) Het Financieel Dagblad(2007) *Persbericht TNT – Voortgang aandelen inkoopprogramma*
[http://www.fd.nl/ShowNews.asp?Context=N%7C2%2C6&NewsId=251646\(09-07-2007\)](http://www.fd.nl/ShowNews.asp?Context=N%7C2%2C6&NewsId=251646(09-07-2007))

(33) Elsevier.nl(2007)

[http://www.elsevier.nl/login/login_preview_e.asp?strretpath=http%3A%2F%2Fwww%2Eelsevier%2Enl%2Fmagazine%2Fartikel%2Easp%3Fartnr%3D126013%26jaargang%3D62%26week%3D46\(05-07-2007\)](http://www.elsevier.nl/login/login_preview_e.asp?strretpath=http%3A%2F%2Fwww%2Eelsevier%2Enl%2Fmagazine%2Fartikel%2Easp%3Fartnr%3D126013%26jaargang%3D62%26week%3D46(05-07-2007))

(34) J.H.M. Hommen(2006) *Notulen algemene vergadering van aandeelhouders TNT.NV*

[http://group.tnt.com/Images/draft_minutes_ava_tnt_nv_20_april_2006.pdf\(05-07-2007\)](http://group.tnt.com/Images/draft_minutes_ava_tnt_nv_20_april_2006.pdf(05-07-2007))

(35) Ing Bank(2007) *Perspectief juni 2007*

http://www.ingbank.nl/ing/downloadables/eff_perspectief/perspectief_juni2007.pdf pp 26(10-07-2007)

(36) cubi.nl(2007) *ASML heeft geen overnamekandidaten op het oog.*

[http://www.cubi.nl/nieuws/8618/ASML_heeft_geen_overnamekandidaten_op_het_oog/\(25-06-2007\)](http://www.cubi.nl/nieuws/8618/ASML_heeft_geen_overnamekandidaten_op_het_oog/(25-06-2007))

(37) salesexpert.nl(2007) *Fiscus zet mes in truc inkoop eigen aandelen.*

[http://www.salesexpert.nl/redactioneel/nieuws-archief/fiscus-zet-mes-in-truc-inkoop-eigen-aandelen-2.html\(25-06-2007\)](http://www.salesexpert.nl/redactioneel/nieuws-archief/fiscus-zet-mes-in-truc-inkoop-eigen-aandelen-2.html(25-06-2007))

(38) Britt Guha(2007) *ASML kan downturn goed aan.*

<http://www.beleggersbelangen.nl/web/show/id=60703/contentid=42676>

(39) beursplaza.nl(2007) *Vriendelijke stemming op Europese beurzen.*

<http://www.beursplaza.com/dagcommentaren.asp?id=58&dc=21520> (25-06-2007)

(40) iaac.nl (2007) http://www.iaac.nl/documenten/finance_club_april_2006.pdf *Een appeltje voor de dorst.* (05-07-2007) PP 11

(41) beurs.nl(2007) Rabobank verhoogt koersdoel ASML

<http://www.beurs.nl/nieuws/artikel.php?id=224394&taal=NL> (05-07-2007)

(42)belegger.nl(2007) *Arcelor Mittal koopt opnieuw eigen aandelen in.*

[http://www.belegger.nl/Arcelor%20Mittal%20koopt%20opnieuw%20eigen%20aandelen%20in-34853.news\(05-07-2007\)](http://www.belegger.nl/Arcelor%20Mittal%20koopt%20opnieuw%20eigen%20aandelen%20in-34853.news(05-07-2007))

(43) cubi.nl(2007) *Arcelor Mittal stelt nieuw dividendbeleid voor.*

[http://www.cubi.nl/nieuws/4304/Arcelor_Mittal_stelt_nieuw_dividendbeleid_voor/\(11-07-2007\)](http://www.cubi.nl/nieuws/4304/Arcelor_Mittal_stelt_nieuw_dividendbeleid_voor/(11-07-2007))

(44) belegger.nl(2007) *Rabo verhoogt koersdoel Arcelor Mittal.*

[http://www.belegger.nl/Rabo%20verhoogt%20koersdoel%20Arcelor%20Mittal-35293.news\(11-07-2007\).](http://www.belegger.nl/Rabo%20verhoogt%20koersdoel%20Arcelor%20Mittal-35293.news(11-07-2007).)

(45) snsbank.nl(2007) *hedge funds vragen actie van afm in fusie Arcelor Mittal.*

[http://www.snsbank.nl/beleggen/defaultRssFeed.asp?id=939783\(11-07-2007\)](http://www.snsbank.nl/beleggen/defaultRssFeed.asp?id=939783(11-07-2007))

(46) [investor.nl](http://www.investor.nl/pagina/news/view/27358)(2007) *Mittal vindt reacties aandeelhouders misleidend.*

<http://www.investor.nl/pagina/news/view/27358>(11-07-2007) Arcelor

(47) [beursgorilla.nl](http://www.beursgorilla.nl/nieuws-item.asp?titel=-ArcelorMittal-omlaag-naar-neutral-bij-Merrill)(2007) *Arcelor mittal omlaag naar neutraal bij Merrill* [http://www.beursgorilla.nl/nieuws-](http://www.beursgorilla.nl/nieuws-item.asp?titel=-ArcelorMittal-omlaag-naar-neutral-bij-Merrill)

[item.asp?titel=-ArcelorMittal-omlaag-naar-neutral-bij-](http://www.beursgorilla.nl/nieuws-item.asp?titel=-ArcelorMittal-omlaag-naar-neutral-bij-Merrill)

[Merrill&story_ID=405440&varinstrumentcode=275296&sender=/fonds-](http://www.beursgorilla.nl/nieuws-item.asp?titel=-ArcelorMittal-omlaag-naar-neutral-bij-Merrill)
[informatie.asp?naam%3DArcelor%2DMittal%26cat%3Dnieuws%26symbol%3DAMT%26instrumentcode%3D275](http://www.beursgorilla.nl/nieuws-item.asp?titel=-ArcelorMittal-omlaag-naar-neutral-bij-Merrill)
[296%26subcat%3D5](http://www.beursgorilla.nl/nieuws-item.asp?titel=-ArcelorMittal-omlaag-naar-neutral-bij-Merrill)(11-07-2007)

(48) [arcelor.com](http://www.arcelor.com/rls/data/pages/127/Rapport_CA_OPRA_EN.pdf)(2007) *Report of the board of directors on the Self tender offer.*

http://www.arcelor.com/rls/data/pages/127/Rapport_CA_OPRA_EN.pdf(2006)

(49) [hln.be](http://www.hln.be/hlns/cache/det/art_498781.html)(2007) *Arcelor Mittal komt beter uit de fusie van verwacht.*

http://www.hln.be/hlns/cache/det/art_498781.html(11-07-2007)

(50) [tnt.com](http://group.tnt.com/annualreports/annualreport06/annual-overview/ov_01_nl.html)(2007) *2006 in het kort.* [http://group.tnt.com/annualreports/annualreport06/annual-](http://group.tnt.com/annualreports/annualreport06/annual-overview/ov_01_nl.html)
[overview/ov_01_nl.html](http://group.tnt.com/annualreports/annualreport06/annual-overview/ov_01_nl.html)(10-08-2007)

(51) [computable.nl](http://www.computable.nl/artikel.jsp?archive=1&id=1352353)(2007) *Privacy op het net.* <http://www.computable.nl/artikel.jsp?archive=1&id=1352353>(15-08-2007).

(52) Frederik Bolkestein.(2003) Publicatieblad Europese unie. Verordening 2273/2003 Van de Commissie 22-12-2003 Brussel PP.2-3

(53) DR. R.L. Ter Hoeven RA et al. (2004) *International Financial reporting Standards.* Kluwer PP 72-73