



niet adequaat uitleggen waarom inkopen de voorkeur zouden moeten krijgen boven investeringen, schuldaflossing of dividend.

KEUZEMENU

Beleggers zouden op zijn minst een inkijkje moeten krijgen in de afwegingen die in de board room zijn gemaakt ten aanzien van dit keuzemenu. Waar het dividend-beleid vaak wordt toegelicht in het jaarverslag, dit ieder jaar een bespreekpunt is in de aandeelhoudersvergadering en de definitieve uitkering zelfs moet worden goedgekeurd door aandeelhouders, blijft hoe het management tot het besluit van terugkoopprogramma's is

**SHELL, KPN EN
ING HADDEN
NET ALS
ARCELOR-
MITTAL EEN
ONGELUKKIGE
HAND**

gekomen vaak een *black box*. Laat staan dat aandeelhouders er nog iets over te zeggen hebben.

Vrijwel alle persberichten van AEX-bedrijven over inkoopprogramma's komen niet veel verder dan de doodoener dat het doel hiervan is dat "het aantal uitstaande aandelen afneemt".

Het is usance onder bestuurders om je tegenover beleggers niet uit te spreken over de ontwikkeling van de aandelenkoers, en hier valt begrip voor op te brengen. Maar het lijkt er sterk op dat beursfondsen ook nauwelijks rekening houden met de waardering van de eigen aandelen bij de overweging of een inkoopprogramma interessant is.

De uitzondering is Shell. De oliereus had een ongelukkige hand bij inkopen in de laatste twee decennia, maar liet zich nooit verleiden tot antwoorden op vragen van analisten of het wel verstandig is om tijdens grondstoffenhuiss teruggopen op te voeren. Maar nu de waardering achterblijft bij de opgelopen olieprijsen durfde CFO Jessica Uhl het bij de halfjaarcijfers aan te zeggen dat "inkopen op deze koersniveaus zeer interessant zijn om het aantal uitstaande aandelen te verminderen".

PERSPECTIEF

Door de – ook in historisch perspectief – beperkte omvang van het programma (2 miljard dollar) is de invloed van de inkoop beperkt. Aangezien Shell door de snel opgeveerde olieprijs afstevent op een recordkastroom en de schulden fors zijn gedaald, lijkt aannemelijk dat het de investeringen in eigen aandelen op korte termijn zal opschroeven.

Indien Shell lang de tijd neemt voor dit besluit, bestaat het risico dat koersen verder stijgen, waardoor een eventuele terugkoopactie steeds onaantrekkelijker wordt voor bestaande aandeelhouders.

TOP EN FLOP

'Wat slim is voor de ene prijs, kan heel dom zijn tegen een andere prijs', zo vatte Warren Buffett de problematiek omtrent aandeleninkopen kort en bondig samen. De casus ASML laat zien dat ceo's veel waarde kunnen creëren door inkopen goed te timen. ArcelorMittal is juist een schoolvoorbeeld van hoe het niet moet.

> Top: ASML kocht de afgelopen 15 jaar tientallen miljoenen eigen aandelen voor een totaalbedrag van 12,5 miljard euro. De gemiddelde inkoopprijs: slechts 61 euro per aandeel (koers nu ruim 700 euro). Hierdoor kon ASML veel aandelen intrekken, gunstig voor beleggers die bleven zitten. Zij maken nu aanspraak op een groter deel van alle toekomstige winsten. De tijd moet leren of het recent aangekondigde inkoopprogramma van 9 miljard euro ook aandeelhouderswaarde zal creëren. De opgelopen waardering maakt het aandeel ASML kwetsbaar. Andere bedrijven die voordelig inkochten zijn DSM, RELX en Unilever. Zij combineren een behoorlijk rendement op geïnvesteerd kapitaal met groeimogelijkheden, waardoor de waarde van het aandeel gestaag toeneemt. Het risico dat inkopen desastreus uitpakken is dan kleiner dan bij cyclische bedrijven.

> Flop: ArcelorMittal klopte in de afgelopen twaalf jaar vier keer bij aandeelhouders aan om kapitaal op te halen. Dit gebeurde steeds tegen lage koersen. Het aantal uitstaande aandelen van ArcelorMittal nam tijdens de coronacrisis met 195 miljoen toe door een claimemissie en door de uitgifte van een converteerbare obligatie waarvan de conversiekoers ver onder de huidige koers ligt. Opbrengst: circa 2 miljard dollar. Sindsdien kondigde het concern maar liefst vijf programma's aan om het aantal uitstaande aandelen weer terug te brengen. Kosten tot nu toe: 4,3 miljard dollar. Het aantal uitstaande aandelen: 44 miljoen meer dan voor corona. Ook Shell, KPN en ING hadden een ongelukkige hand in de timing van aandeleninkopen.