

VOOR- EN NADELEN INKOOP

van de inkoopkoersen waardoor de verwatering voor bestaande aandeelhouders extreem was.

OP EN NEER SPRINGEN

Sindsdien is elk jaar netto ingekocht, waarbij het inkoopbedrag op en neer springt, maar langjarig met de AEX meestijgt. In aanloop naar de coronapandemie stegen inkopen weer tot niveaus die in de buurt kwamen van recordjaar 2007 (meer dan 15 miljard euro in 2018 en 2019). In het coronajaar, toen de AEX in enkele maanden een derde moest inleveren, werden de inkopen weer teruggeschroefd tot minder dan 5 miljard. Shell zette haar inkoopprogramma bijvoorbeeld tijdelijk stil. ArcelorMittal moest zelfs 2 miljard dollar ophalen, en kocht in hetzelfde jaar voor 570 miljoen dollar tegen hogere koersen in (zie kader Top en flop).

Recent willen ceo's met het opvoeren van inkopen het signaal afgeven dat er toekomst is na corona. Maar gezien de recordkoersen is het wellicht beter om overtollige contanten via een eenmalig dividend uit te keren. Beleggers kunnen dan zelf bepalen of, en zo ja hoe, het dividend wordt herbelegd.

DRIE VOORWAARDEN VOOR INKOOP

Grofweg is het inkopen van eigen aandelen gerechtvaardigd als aan drie voorwaarden is voldaan:

1 De contanten moeten 'overtollig' zijn. Dat wil zeggen dat het bedrijf niet te veel inteert op de buffers, waardoor het bedrijf in slechte marktomstandigheden problemen krijgt. Op het Damrak faalden bijvoorbeeld de financials (kredietcrisis), Shell en Arcelor-Mittal (daling grondstofprijzen) en KPN (wegvallen sms-inkomsten in 2012) voor deze test. Iets recenter raakten vliegtuigmaatschappijen in de VS in opspraak toen zij vorig jaar een beroep deden op coronasteunpotjes van de staat, terwijl kort daarvoor nog gretig aandelen werden ingekocht.

VOORDELEN

- 'Dividend is als trouwen, het terugkopen van aandelen is als daten', zo grapt professor Aswath Damodaran eens. Breken onverhoopt mindere tijden aan, dan kan een inkoopprogramma snel worden stopgezet, terwijl een dividendbelofte vaak een stuk harder is. Bedrijven vinden deze flexibiliteit om de balans te beschermen wel prettig.
- Door aandelen in te kopen, daalt het aantal uitstaande aandelen. Elke aandeelhouder die niet verkoopt, krijgt daarmee – als vanzelf – een groter aandeel in de toekomstige winsten.
- In theorie kan een onderneming met de inkoop het signaal afgeven dat zij de eigen aandelen te goedkoop vindt en de toekomst rooskleurig is. Al is de praktijk juist dat programma's worden gestart als koersen hoog staan.
- Het inkopen van aandelen is fiscaal vaak gunstiger dan een dividenduitkering.

NADELEN

- De VEB-analyse, maar ook internationaal onderzoek, laat zien dat het inkoopbeleid van beursgenoteerde ondernemingen procyclisch is. Het risico op vernietiging van aandeelhouderswaarde is hierdoor groot.
- Balansen moeten een beetje zweten, maar bedrijven die zijn uitgemergeld doordat te veel cash is teruggegeven aan de aandeelhouders zijn kwetsbaarder.
- De theorie dat inkopen wijzen op vertrouwen in de toekomst is wankel. Inkoopprogramma's kunnen ook een signaal zijn van ideeënarmoede of een gebrek aan investeringsmogelijkheden.
- Het argument dat inkopen de uitgifte van personeelsopties of -aandelen neutraliseren is weinig steekhoudend. Inkopen kunnen tot hogere bonussen leiden omdat de winst per aandeel een impuls krijgt zonder dat het management daar iets voor deed.

2 Er mogen geen andere lucratieve investeringsmogelijkheden voorhanden zijn, zoals investeringen in R&D of fabrieken voor organische groei of een overname. Bij ASML paktten de inkopen in het verleden extreem goed uit, maar er komt een punt dat je je kunt afvragen of investeringen in het opschalen van de productie van de nieuwste generatie machines niet lucratiever zijn (zie kader Top en flop).

3 De aandelen moeten aantrekkelijk gewaardeerd zijn. Indien een onderneming aandelen tegen een te hoge prijs koopt, profiteren louter verko-



**CEO'S KUNNEN
VEEL WAARDE
CREËREN DOOR
INKOPEN GOED
TE TIMEN**

pende beleggers. Voor de andere, meer op de lange termijn georiënteerde beleggers is sprake van waardevernietiging omdat het bedrijf waarin zij beleggen is opgescheept met een laag-rendende investering.

Volgens een rationele benadering zouden ceo's zelf goed moeten zijn in het inschatten van de waarde van het eigen aandeel. Het bestuur heeft veel meer kennis over bedrijf en industrie dan *outsiders*. Toch laat de praktijk zien dat veel ceo's zich bezondigen aan te dure inkopen.

Het is frappant dat beursfondsen bij de aankondiging van inkoopprogramma's in de regel