

te hoge beurskoersen. Daardoor wordt waarde voor de zittende aandeelhouders vernietigd.

### ONDERZOEK

Alleen de tijd kan uiteindelijk uitwijzen of topmannen op het juiste moment hebben toegeslagen met de inkoop van aandelen. Is dat gebeurd onder of boven de intrinsieke waarde?

Om te toetsen hoe gelukkig de hand is van Damrak-topmannen, gingen we terug in de jaarverslagen van de AEX-beursfondsen tot 2002. Wij noteerden per bedrijf voor ieder jaar het totale bedrag waarvoor aandelen zijn ingekocht en trokken hiervan af het bedrag waarvoor nieuwe aandelen zijn uitgegeven. De uitkomst is het netto-bedrag aan inkoop van aandelen.

Uit onze analyse blijkt dat Nederlandse AEX-fondsen het afgelopen decennium eigen aandelen tegen hoge koersen inkochten, terwijl ze juist aandelen uitgaven tegen relatief lage koersen. Dat is het spiegelbeeld van wat een belegger graag ziet.

Bedrijven blijken dus bevoerde beleggers: op de verkeerde momenten stappen ze in en uit de beurs.

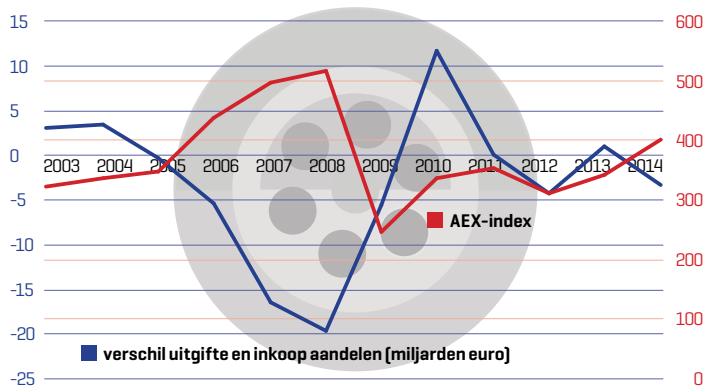
Bij de overweging om aandelen in te kopen, kijken ze niet zozeer naar de waardering van hun eigen aandeel maar naar het eigen huishoudboekje. Is er geld voorradig om eigen aandelen in te slaan?

Dat is meestal het geval in tijden dat de macro-economische omstandigheden gunstig zijn, de beurs in een opwaartse trend zit, het bedrijf mooie winsten maakt

## Slechte timing

### Duur inkopen, goedkoop uitgeven

Aandeleninkoop en -uitgifte van AEX-fondsen sinds 2003. Op momenten dat de rode lijn in de grafiek een negatieve waarde heeft, betekent dit dat beursfondsen binnen de AEX in die periode meer geld hebben besteed aan aandeleninkoop dan opgehaald met uitgifte van nieuwe stukken. Dat is het gunstigst bij een lage beursstand (en dus lagere beurskoersen).



en voldoende kasstroom genereert.

Bij de meeste bedrijven zijn dat ook de tijden dat de beurskoers relatief hoog is, waardoor het relatief duur is om de aandelen te kunnen inslaan. Met andere woorden; topmannen slaan toe op een moment waarbij het risico aanzienlijk is dat aandelen boven de intrinsieke waarde handelen.

Het bestuur zou een bedrijf meer dan wie dan ook moeten kennen, maar dat vertaalt zich niet in gunstige rendementen op de ingekochte aandelen.

### HAMSTEREN

Neem de periode 2003 tot 2007. Destijds was het goed toeven op de beurs. De AEX steeg in die periode van 338 tot 515 punten. Bedrijven schroefden toen de inkoop van aandelen op van 368 miljoen euro in 2004 tot bijna 20 miljard euro eind 2007 (netto-inkopen).

In die periode van vier jaar kochten ze voor meer dan 40 miljard euro aan aandelen in.

2007 was een recordjaar. Toen hadden negen van de 25 beursfondsen inkoopprogramma's lopen van meer dan één miljard euro. Financiële instellingen als Aegon (1,4 miljard euro) en ING (3,5 miljard euro), consumentenbedrijven als Ahold (vier miljard euro) en Unilever (1,5 miljard euro) en grondstofgiganten Shell (3,2 miljard euro) en ArcelorMittal (1,9 mil-