



die onder de intrinsieke waarde handelen, zou een aandeleninkoop hoog op het lijstje moeten staan.

Shell is een bedrijf dat mogelijk in deze categorie valt. Het concern verdient nu tientallen miljarden door de hoge olie- en gasprijzen, maar investeringsmogelijkheden zijn beperkt. Fossiel wordt afgebouwd, en het aanbod aan groene projecten met een attractieve risico-rendementsverhouding is schaars. Ook heeft het concern inmiddels een sterke balans en lijkt de waardering van de aandelen laag (ondernemingswaarde/ebitda van rond de 3).

2 Schaden bedrijven hun aandeelhouders als ze aandelen te duur terugkopen?

Absoluut. Een bedrijf dat eigen aandelen koopt boven de intrinsieke waarde, hevelt in feite rendement over van langetermijn- naar kortetermijnaandeelhouders.

Een analyse van inkopen over de laatste twintig jaar laat zien dat AEX-bedrijven vaak procyclisch te werk gaan. Als ondernemingen lekker draaien en de kassen uitpuilen, dan wordt tegen recordbedragen ingekocht. Het probleem: dit optimisme is gereflecteerd in hoge koersen waardoor de kans op waardevernietiging groot is.

In tijden van lage koersen, zoals

in de jaren na de dotcom-bubbel (2002 en 2003), kredietcrisis (2009 en 2010) en coronacrisis (2020), werden nauwelijks aandelen ingekocht. Bedrijven in Nederland hebben daarom een slechte reputatie als het gaat om terugkopen van aandelen.

3 In hoeverre zijn dividend en aandeleninkoop vergelijkbaar?

Het verschil tussen dividend en inkopen zit vooral in het signaal dat wordt afgegeven. Een dividendverhoging schept verwachtingen bij beleggers en veel fondsen richten zich specifiek op dividendaandelen. Dit kan daarom zorgen voor een koersimpuls. Een dividendverlaging is moeilijk te verkopen en schaadt de reputatie van een bedrijf.

Toch zijn aandeleninkopen inwisselbaar met dividenduitkeringen; bij allebei vloeit kapitaal naar beleggers. Maar ze zijn niet identiek; dat is alleen het geval als aandelen precies tegen intrinsieke waarde worden opgekocht en er geen belastingen en transactiekosten zijn. Het aandelenrendement zal dan precies hetzelfde zijn.

In de praktijk gaan deze aannames niet op. Beleggers betalen dividendbelasting, herinvesteren zelden het dividend en bedrijven kopen vaak eigen aandelen in boven de intrinsieke waarde.

HET MECHANISME ACHTER EEN AANDELENINKOOP

Wie wint en wie verliest als gevolg van een aandeleninkoop is een spel tussen aandeelhouders. Als een bedrijf een aandeel te duur inkoopt, levert dit een bonus op voor de (kortetermijn)aandeelhouder die uitstapt boven de intrinsieke waarde. Koopt een bedrijf goedkoop in – onder de intrinsieke waarde – dan profiteren de langetermijnbeleggers die hun aandelen niet verkopen. Aan de hand van een voorbeeld leggen we uit hoe dit werkt.

Stel dat een bedrijf 100 aandelen heeft uitstaan met een intrinsieke waarde van 10 euro per stuk. De totale intrinsieke waarde van dit bedrijf is duizend euro, maar het bedrijf krijgt door beleggers een beurswaarde opgeplakt van 800 euro (8 euro per aandeel).

Stel nu dat het bedrijf veel overtollig kapitaal heeft, en dit inzet om 40 aandelen in te kopen en in te trekken. Het bedrijf trekt daar 320 euro voor uit (40 aandelen x 8 euro) waardoor de nieuwe intrinsieke waarde van het bedrijf 680 euro wordt (1000 euro oude waarde minus 320 euro cash die uit het bedrijf vloeit door inkoop).

Delen we die waarde van 680 euro door het nieuwe aantal uitstaande aandelen van 60, dan levert dit een nieuwe waarde per aandeel van circa 11,30 euro. Er wordt dus waarde gecreëerd voor langetermijnaandeelhouders van 1,30 euro per aandeel, oftewel 13 procent.

KORTING OP INTRINSIEKE WAARDE

Korting op intrinsieke waarde	20%
Beurswaarde bedrijf	€ 800
Intrinsieke waarde bedrijf	€ 1.000

Aantal uitstaande aandelen	100
Beurswaarde per aandeel	€ 8
Intrinsieke waarde per aandeel	€ 10

OMVANG INKOOP EIGEN AANDELEN

Aantal aandelen ingekocht	40%
Nieuwe aantal uitstaande aandelen	60

Omvang inkoopprogramma	€ 320
Nieuwe intrinsieke waarde bedrijf	€ 680
Nieuwe intrinsieke waarde per aandeel	€ 11,30
Toename intrinsieke waarde per aandeel	13%

Of een inkoopprogramma waarde creëert of vernietigt, en hoeveel, is dus afhankelijk van twee factoren: het aantal aandelen en de korting of premie waartegen wordt ingekocht. Tegelijk is de waardecreatie ook bij inkoop tegen een korting niet gratis: het risicoprofiel neemt toe doordat de balans minder stevig wordt.