

## Het extraatje voor aandeelhouders: verslavend voor beleggers én bedrijven

### In het kort

Inkoop eigen aandelen wordt steeds populairder bij beursbedrijven.

In 2021 werd voor een recordbedrag van €27,3 mrd ingekocht.

Dat is meer dan er is uitgekeerd aan dividend.

Er is ook kritiek: bedrijven investeren te weinig en keren te veel kapitaal uit aan aandeelhouders.

'Machogedrag, zeker in deze uitdagende en onvoorspelbare tijden.' Bij het jaarcongres van de Koninklijke Nederlandse Vereniging van Staathuishoudkunde had de Amsterdamse hoogleraar Arnoud Boot weinig goede woorden over voor het steeds populairdere managementinstrument van de aandeleninkoop.

Ook de voorzitter van de monitoringcommissie van de code voor goed ondernemingsbestuur heeft zo zijn zorgen. Bij datzelfde economencongres in Den Haag vroeg Pauline van der Meer Mohr zich af of beursfondsen die kwistig geld uitgeven aan aandeleninkoop wel voldoende financiering overhouden voor de verduurzaming. 'Dat levert misschien geen kortetermijnrendement voor aandeelhouders op, maar maakt het profiel van het bedrijf op de lange termijn duurzamer. Dat vind ik een legitieme investering.'

### *Recordbedrag*

Feit is dat het uit de Verenigde Staten overgewaaid instrument om boven op het dividend overtollige cash terug te geven aan aandeelhouders in Nederland aan populariteit wint. In 2021 kochten de 25 grootste Nederlandse beursfondsen voor €27,3 mrd aan eigen aandelen in. Een recordbedrag. En niet alleen dat. Voor het eerst is het meer dan de bij elkaar opgetelde dividenden die zijn uitgekeerd. De teller stokte daar bij €23,6 mrd.

Wie denkt dat hier sprake is van een eenmalige inhaalslag na het magere covidjaar, waarin er voor maar €7 mrd werd ingekocht, heeft het mis. Het aantal dit jaar aangekondigde inkoopprogramma's - vaak een meerjarenprogramma - telt volgens beleggersvereniging VEB inmiddels op tot €59 mrd. Vaandeldrager is nationale trots ASML dat na een inkoopprogramma van €9 mrd onlangs een nieuwe inkoopronde van €12 mrd aankondigde. Het kan niet op bij de chipmachinemaker uit Veldhoven die ook nog eens jaarlijks €3 mrd investeert aan R&D.

Vrijwel alle AEX-fondsen hebben een meerjarenprogramma lopen, inclusief het door de apneu-affaire midscheeps geraakte Philips. Dat kondigde vorig jaar tot 2024 voor een bedrag van €1,5 mrd aan aandelen in te kopen. Of het daadwerkelijk zover komt is overigens de vraag. Volgens de Rotterdamse hoogleraar corporate finance Patrick Verwijmeren doet 60% van de bedrijven wat het belooft bij de aankondiging van het programma. Overigens zonder dat het management daarvoor op de beurs wordt afgestraft.

### *Afstraffing*

Het is juist die flexibiliteit die maakt dat inkoopprogramma's populair zijn bij management. Verwijmeren: 'Als je het dividend een keertje overslaat of eenmalig aanpast krijg je op de beurs een fikse afstraffing. Bij het stoppen van een inkoopprogramma gebeurt er niets.'

Hoewel Amerikaanse bedrijven al decennia aandelen inkopen is het pas sinds 1982 in de spelregels van beurstoezichthouder SEC opgenomen als legitiem instrument, na langdurig debat. Tot die tijd hing er altijd een zweem van marktmanipulatie omheen. Uit angst voor een mogelijke overname zouden bedrijfsmanagers de koers opkrikken door aandelen in te kopen. In de jaren negentig vond het instrument zijn weg naar de rest van de wereld.

Een koerseffect is er. Uit een Amerikaanse studie uit 2004 onder 5000 bedrijven blijkt het eerste jaar een positief koerseffect van gemiddeld 7%. Hoogleraar Verwijmeren: 'Onderzoek leert dat bij een aankondiging de beurskoers van een Nederlands bedrijf met gemiddeld 1% stijgt. In de VS is dat zelfs 2%.' Het verschil in enthousiasme laat zich verklaren in perceptie. In Europa wordt het nog altijd gezien als een zwakgebod. Het management ziet blijkbaar geen kans voor overnames of investeringen die het rendement verbeteren.

### *Koninkrijken*

Aan de andere kant van de Atlantische Oceaan wordt het teruggeven van overtollig kapitaal aan aandeelhouders juist gezien als een teken van een gezond financieel systeem. Beleggers kunnen met het geld op zoek gaan naar nieuwe investeringsmogelijkheden. Bijkomend voordeel volgens beleggers is dat wordt voorkomen dat ceo's met het geld dat in hun zakken brandt koninkrijken bij elkaar kopen, die zelden het beloofde rendement opleveren, of het geld verkwisten aan kostbare hobby's als een nieuw hoofdkantoor.

'Energieconcerns als Shell maken miljardenwinsten. We willen toch niet dat die worden gestoken in nieuwe concessies voor mijnbouw? Is het niet juist goed dat beleggers die winsten kunnen investeren in bedrijven die vol inzetten op duurzaamheid?', stelt VEB-directeur Gerben Everts.

### *Ondergewaardeerd*

Wanneer besluit een bedrijf eigenlijk tot een inkoopprogramma? Als het management geen rendabele investering ziet. Maar ook als de directie vindt dat het aandeel ondergewaardeerd is. Door het aantal aandelen te verminderen neemt automatisch de winst per aandeel toe en komt het dichterbij wat volgens het management de waarde zou moeten zijn, door het contant maken van de toekomstige cashflows. Bijkomend voordeel is dat sinds 2001 die inkoop belastingvrij kan gebeuren.

Een zeker eigenbelang kan het management niet worden ontzegd. Weliswaar zijn de beloningssystemen verbeterd, maar met de grote pakketten aandelen die zij in de loop der jaren opbouwen is hun belang bij de beurskoers onmiskenbaar. Het belangrijkste voordeel is evenwel dat aandeelhouders zelf kunnen kiezen of zij hun stukken aanbieden en management het programma kan opstarten en stoppen zonder beleggers teleur te stellen.

In de VS ligt het programma onder vuur van Democratische politici zoals Elisabeth Warren, die spreken van financiële voodoo die de financiële ongelijkheid vergroot en het doen van noodzakelijke investeringen ontmoedigt. Dat laatste risico is niet ondenkbeeldig, weet een ervaren bestuurder als Marc Bolland (ex-Heineken, ex-Morrisons, ex-Marks & Spencer). Bij Marks & Spencer trof hij een onderneming met achterstallige investeringen in logistiek en ICT die wel veel aandelen had ingekocht.

KPN maakte tien jaar geleden een inhaalslag met glasvezelinvesteringen nadat het bedrijf in het decennium daarvoor zijn Amerikaanse aandeelhouders langjarig had verwend met dividend en inkoopprogramma's.

### *Te weinig geïnvesteerd*

De Canadese econoom William Lazonick stelt dat inkoopprogramma's de verbetering van de arbeidsproductiviteit afremmen omdat er structureel te weinig wordt geïnvesteerd. Een aanhanger van Lazonick is Leen Paape, hoogleraar corporate governance aan Nyenrode. 'De arbeidsproductiviteit in Nederland groeit al enige tijd nauwelijks. Dat komt omdat bedrijven te weinig investeren in innovatie. Zij richten zich liever op efficiencyverbeteringen omdat de uitkomst daarvan zekerder is.'

Paape noemt het beursfonds vandaag de dag een 'soort van pinautomaat' waar meer geld uit gaat dan erin wordt gestoken. Terwijl de beurs traditioneel de plaats is om geld op te halen maken de grote Nederlandse beursfondsen er nauwelijks gebruik van. De Amerikaanse president Joe Biden lanceerde in 2021 een belasting op de inkoopprogramma's om het gebruik te temperen.

Harde bewijzen over de correlatie tussen investeringen en inkoopprogramma's zijn er niet, zegt hoogleraar Verwijmeren. Wel stellen commissarissen van AEX-bedrijven dat analisten en beleggers de inkoop opnemen in hun calculaties en op een vervolg rekenen als een programma bijna is afgerond. 'Het is als heroïne. Verslavend voor de financiële markten', zegt een van hen. Directeur Rients Abma van de club van institutionele beleggers Eumedion zou het een goede zaak vinden als bedrijven 'een extra check zouden doen of er voldoende rekening wordt gehouden met investeringen in verduurzaming en eventuele duurzaamheidsrisico's'.

Juist in een tijd van grote onzekerheid, crises op het gebied van geopolitiek, klimaat en arbeidsmarkt en de uitdagingen van de verduurzaming lijkt het aanhouden van hogere buffers geen overbodige luxe. Managers hebben ook niet altijd een goed gevoel van timing bij inkoopprogramma's. ING bijvoorbeeld startte een inkoopprogramma een jaar voordat de bankencrisis van 2008 uitbrak en moest vervolgens de hand ophouden bij de overheid. De bank heeft sinds vorig jaar al weer voor €2 mrd ingekocht en net een programma aangekondigd voor nog eens €1,5 mrd.