

AANDELEN

De zin (of onzin) van aandeleninkopen door beursgenoteerde bedrijven

Tekst **Karl Ruts**

Vaak lezen we in de pers dat bedrijven tijdens hun jaarlijkse algemene aandeelhoudersvergadering de toestemming hebben gekregen om over te gaan tot het inkopen van de eigen aandelen. Maar wat betekent dat nu eigenlijk?

Hierna onderzoeken we de redenen waarom dergelijke inkoopacties vaak op applaus worden onthaald maar we geven er ook enkele kritische kanttekeningen bij.

Dividend of aandeleninkoop? Eerst moet er overtollige cash zijn!

Een bedrijf dat veel moet investeren of veel geld nodig heeft om te groeien (al dan niet door overnames) zal in principe niet veel overtollige cashreserves hebben en dus ook geen geld om aan de aandeelhouders uit te keren. In theorie zal een bedrijf slechts cadeautjes uitdelen aan haar aandeelhouders wanneer ze zelf geen betere investeringsmogelijkheden ziet.

Klassiek gebeurt dat door de uitkering van een dividend. Bedrijven in mature sectoren die veel cash genereren zijn dan ook vaak van die stevige dividendbetalers; denk aan telecom-, nuts- en vastgoedbedrijven.

Er zijn zelfs bedrijven die de status hebben van 'dividend-aristocraten': bedrijven die er al decennia in slagen jaar na jaar een stabiel en liefst zelfs stijgend dividend uit te betalen waardoor ze zeer geliefd zijn bij beleggers die een stabiel parcours en een mooie jaarlijkse opbrengst prefereren. Die bedrijven doen er dan ook alles aan om tot dat selecte clubje te blijven horen en hun fan basis niet teleur te stellen. Bekende voorbeelden hiervan zijn Johnson & Johnson, Medtronic, Air Liquide, Nestlé, Coca-Cola, PepsiCo, Total Energies...



Maar daarnaast zijn er ook ondernemingen die in plaats van of naast de dividenduitkeringen er ook voor kiezen eigen aandelen in te kopen. Waarom doen ze dat dan?

Verhoging van de winst per aandeel

Als een bedrijf haar overtollige cash gebruikt om aandelen in te kopen en die ingekochte aandelen vervolgens te vernietigen, vermindert dat bedrijf het aantal uitstaande aandelen waarover de winsten (en toekomstige dividenden) moeten

verdeeld worden. En als dezelfde winst over minder aandelen wordt verdeeld, heb je dus een hogere winst per aandeel. Hoe hoger de winst per aandeel, hoe lager de zogenaamde koers-winst verhouding, wat het aandeel dan weer aantrekkelijker gewaardeerd maakt voor beleggers.

Dus via een omweg en zonder dat je effectief geld krijgt uitgekeerd, word je op die manier beloond als aandeelhouder want je hebt aandelen die daardoor meer waard zijn geworden.

Fiscaal voordeliger dan een dividend-uitkering

Als je een dividend krijgt uitgekeerd, wordt daarop meestal buitenlandse bronbelasting ingehouden en gaat er (voor een Belgische belegger) ook nog eens binnenlandse roerende voorheffing af zodat in de praktijk er vaak nauwelijks de helft van het dividend netto overblijft.

Als een bedrijf daarentegen hetzelfde bedrag dat ze als dividend zou uitkeren, zou besteden om eigen aandelen in te kopen (en die vervolgens te vernietigen) creëert ze aandeelhouderswaarde maar zonder dat er buitenlandse bronheffing of binnenlandse roerende voorheffing op wordt ingehouden.

Aandelen toekennen aan werknemers als alternatieve verloning

Veel groeiende bedrijven – zeker die in de technologiesector – betalen hun werknemers deels in aandelen of aandelenopties. Zo kunnen de werknemers mee profiteren van de forse groei (en de gestegen beurskoers) als hun bedrijf succesvol is. Vaak creëren bedrijven daarvoor nieuwe aandelen maar dan krijg je winstverwatering. Door eigen aandelen te kopen op de beurs maar die niet te vernietigen en uit te delen aan de werknemers, kunnen bedrijven een verdere winstverwatering compenseren.

Flexibiliteit

Wanneer de directie van een beursgenoteerde onderneming de goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering krijgt om eigen aandelen in te kopen wordt daar een maximumbedrag op gezet en ook een periode waarin die inkoop kunnen gebeuren. Maar dat geeft wel een grote flexibiliteit aan het management: ze kunnen zelf kiezen tegen welke koers ze de aandelen wensen in te kopen en hoeveel ze daar uiteindelijk voor uitgeven. Als de koers plots fors stijgt boven een bepaald niveau dan kan er ook op de rem gestaan worden.

Bedrijven die een regelmatig dividend uitkeren, creëren verwachtingen en riskeren fors afgestraft te worden wanneer ze zouden beslissen om hun dividend te verlagen of te schrappen omdat ze die centen bijvoorbeeld zouden

nodig hebben voor nieuwe kapitaal-intensieve projecten.

Wij geloven dat ons aandeel ondergewaardeerd is

Door eigen aandelen terug te kopen, kunnen bedrijven aangeven dat zij geloven dat hun aandelen ondergewaardeerd zijn. Op die manier stralen ze vertrouwen uit in de eigen onderneming.

Als het om grote bedragen gaat die het bedrijf ter beschikking heeft om aandelen in te kopen, kan het zo ook een bodem leggen onder de koers. Immers, telkens de koers dreigt te zakken onder een bepaald niveau, staat het bedrijf klaar om eigen aandelen op te pikken.

Aandeleninkopen zijn niet persé de beste wijze om waarde te creëren

Er is uitgebreid onderzoek gedaan naar de relatie tussen aandeleninkoopprogramma's en de beursprestaties van bedrijven op lange termijn, maar de resultaten zijn gemengd.

Soms wijzen studies op de gunstige effecten van aandeleninkopen omwille van de hierboven aangehaalde redenen, maar er zijn ook studies die hebben aangetoond dat de relatie tussen aandeleninkopen en lange termijn prestaties niet zo eenvoudig is.

Soms kan een directie overgaan tot aandeleninkopen omwille van korte termijn-doelstellingen: misschien hangt hun bonus af van de doelstelling om de winst per aandeel boven een bepaald niveau te krijgen. Dit krijg je dan misschien wel (deels) gerealiseerd door middel van aandeleninkopen maar het verandert niets aan de intrinsieke bedrijfswaarde. Zo riskeer je zelfs dat ondernemingen daardoor het lange termijn potentieel van hun bedrijf ondergraven omdat ze dat geld niet gebruiken om te investeren in onderzoek en ontwikkeling of andere groeimogelijkheden.

Een studie van de Harvard Business Review uit 2020 had zelfs de uitdagende titel: "Waarom zijn aandeleninkopen gevaarlijk voor de economie". De auteurs gaan zelfs zo ver om te stellen dat de directies van beursgenoteerde ondernemingen aandelen inkopen om de aandelenkoers op korte termijn te manipuleren. Op die manier proberen ze hun eigen aandelenopties, die vaak slechts binnen bepaalde periodes in een jaar kunnen worden uitgeoefend, meer waarde te geven. In vergelijking daarmee zijn dividenduitkeringen veel eerlijker: alle aandeelhouders profiteren dan op hetzelfde moment van de winstuitkering van het bedrijf.

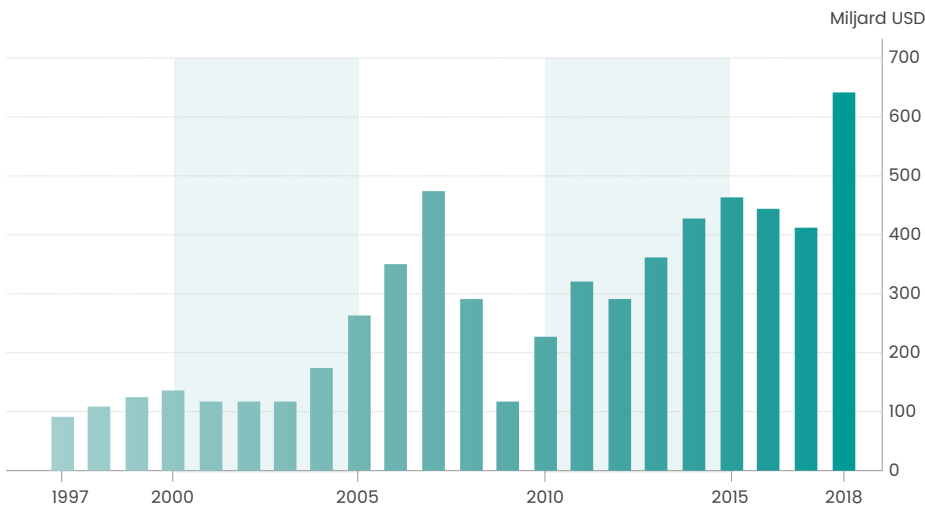
Grafiek 1: Evolutie S&P 500 van 1997 tot 2018

Bron: William Lazonick, Mustafa Erdem Sakinç and Matt Hopkins, Harvard Business Review, 2020



Grafiek 2: Totaal aantal aandeleninkopen per jaar in miljard USD

Bron: William Lazonick, Mustafa Erdem Sakinç and Matt Hopkins, Harvard Business Review, 2020



Bovendien blijkt ook uit statistieken dat wanneer de aandelenbeurzen fors stijgen, de beursgenoteerde ondernemingen vaak nog forsere bedragen uitgeven voor aandeleninkopen dan wanneer de beurzen lager staan. Het argument dat bedrijven die aandeleninkopen doen omdat ze vinden dat hun beurskoersen ondergewaardeerd zouden zijn, blijkt dus door de feiten tegengesproken te worden.

Als de beurzen stijgen... (zie grafiek 1) blijven bedrijven meer geld uitgeven om eigen aandelen in te kopen (zie grafiek 2).

Bovendien blijkt zelfs dat bedrijven aandeleninkopen doen met geleend geld en heeft de taxshift die in de VS in 2017 is doorgevoerd (waardoor Amerikaanse bedrijven meer cash overhielden doordat ze maar 21% vennootschapsbelasting moesten betalen terwijl dat voordien 35% was), in 2018 voor een verdere boom van aandeleninkopen gezorgd. Hierdoor zijn de middelen die de Amerikaanse overheid voor andere zaken had kunnen gebruiken (deels) op een niet-productieve manier gebruikt om directies en aandeelhouders te verrijken.

De auteurs stellen dan ook: "Het terugkopen van aandelen op de beurs draagt niet bij aan de productieve capaciteiten van het bedrijf. Deze uitkeringen aan aandeelhouders, die over het algemeen

Wanneer de aandelenbeurzen fors stijgen, geven de beursgenoteerde ondernemingen vaak nog forsere bedragen uit voor aandeleninkopen dan wanneer de beurzen lager staan.

bovenop dividenden komen, verstoren inderdaad de groeidynergie die de productiviteit en het loon van de beroepsbevolking met elkaar verbindt. De resultaten zijn toegenomen inkomensongelijkheid, instabiliteit van de werkgelegenheid en bloedarmoedige productiviteit."

Zijn aandeleninkopen dan gewoon korte termijn-doping van de aandelenkoers die de lange termijnvooruitzichten onderuit halen?

Zover willen we zeker ook niet gaan. Er zijn wel degelijk heel goede argumenten waarom het inkopen van de eigen aandelen door bedrijven interessant kan zijn: zowel voor de werknemers als de aandeelhouders. Maar of zo'n inkoopprogramma valt toe te juichen, hangt sterk af van de specifieke omstandigheden en strategieën die individuele bedrijven hanteren. Het is bijgevolg belangrijk om de doelstellingen, de timing én de manier waarop de aandeleninkopen zullen worden uitgevoerd, te bestuderen alvorens conclusies te trekken. •



Disclaimer

Dit is een publicatie van Leo Stevens & Cie, een beursvennootschap vergund door de NBB (Nationale Bank van België).

Deze publicatie mag niet beschouwd worden als 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007. Het is een publicitaire mededeling. De wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden zijn hierop niet van toepassing. Eventuele aanbevelingen zijn niet onderworpen aan een verbod om al voor de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied te onderhandelen.

Deze publicatie mag niet als persoonlijk beleggingsadvies beschouwd worden. Leo Stevens & Cie kan niet garanderen dat de in de publicatie behandelde financiële instrumenten voor u geschikt zijn. Mocht u op basis van deze publicatie overgaan tot een financiële transactie, dan draagt u hier zelf de volledige verantwoordelijkheid voor. Beleggen in financiële instrumenten (zoals aandelen) kan grote risico's inhouden. Alvorens tot een transactie over te gaan, moet een belegger beschikken over de nodige ervaring en kennis om de eventuele risico's die gepaard gaan met de transactie ten volle in te schatten, in staat zijn om deze risico's te dragen waarbij beseft moet worden dat het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk verloren kan gaan.

Medewerkers van Leo Stevens & Cie kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument.

Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gerealiseerd geworden in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden.

De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Leo Stevens & Cie. Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken.

Leo Stevens

PUUR & PERSOONLIJK VERMOGENSBEHEER

Leo Stevens Vermogensbeheer met een pure & persoonlijke missie

Leo Stevens begeleidt u in het beheer van uw vermogen als geen andere financiële instelling in België: puur en persoonlijk.

Schildersstraat 33
2000 Antwerpen
T +32 3 242 03 70
F +32 3 242 03 89

BTW BE0404.496.829
RPR Antwerpen
info@leostevens.com
www.leostevens.com

