

'Inkoop eigen aandelen aan banden leggen is slecht idee'

Meerdere Democratische politici namen de voorbije maanden de inkoop van eigen aandelen door Amerikaanse bedrijven onder vuur. 'Toch denk ik niet dat de nieuwe president Joe Biden de inkoop aan banden zal leggen', zegt professor Theo Vermaelen. 'Dat zou een heel slecht idee zijn.'

SERGE MAMPAEY

De Belgische professor Theo Vermaelen is een wereldautoriteit in het onderzoek naar aandeleninkopen door bedrijven. Hij is hoogleraar financiën aan de Insead-managementschool in het Franse Fontainebleau, en doceert ook aan de universiteiten van Chicago en Singapore. Vermaelen concludeerde na onderzoek bij tienduizenden bedrijven dat ondernemingen die aandelen inkopen op termijn een superieur rendement opleveren. Met zijn collega-professor Urs Peyer adviseert hij een beleggingsfonds dat investeert in Amerikaanse bedrijven die eigen aandelen inkopen, PV Buyback USA. Dat fonds wordt verdeeld door DIM (Deminor Investment Management). Voordien beheerde hij zes jaar een inkoopfonds van KBC.

De coronapandemie leidde tot een rollercoaster op de beurs, en had tot gevolg dat de grote Amerikaanse bedrijven uit de S&P500 een rem op hun uitgaven zetten. Ze kochten vorig jaar 30 procent minder eigen aandelen in. Had dat gevolgen voor uw fonds?

Theo Vermaelen: 'Het uitbreken van de covidcrisis deed alle rode alarmen afgaan. Voor veel beleggers was het heel moeilijk hun emoties te bedwingen en niet te panikeren. Op zo'n moment moet je vooral kalm blijven. Meer dan de helft van de waarde van een bedrijf wordt bepaald door de verwachte cashflows van de volgende acht jaar. Zelfs een zeer forse terugval van de economische activiteit kan niet verantwoordelijk zijn voor een beurscrash met 40 procent. De overreactie komt er omdat de beleggers te veel waardering-methodes gebruiken die een excessief gewicht geven aan de winst op korte termijn, zoals de koers-winstverhouding. Als academici kijken wij verder. Bovendien kwam de monetaire en financiële stimulus nooit zo snel en zo massief, wat de markten wel moest ondersteunen.'

'Ook onze posities kregen bij het uitbreken van de pandemie een klap. Maar het was ook een perfect moment om te kopen. In maart steeg het aantal bedrijven dat een nieuw inkoopprogramma aankondigde naar 100. Dat was dubbel zoveel als het gemiddelde, en het hoogste peil in acht jaar. Bovendien begonnen de insiders massaal te kopen. Directie- en bestuursleden weten het best wanneer hun aandelen onderge-waardeerd zijn. Hun aankopen piekten in maart op het hoogste niveau in tien jaar. De laatste negen maanden van 2020 zijn ze met 160 procent gestegen. Door die positieve signalen dacht ik: we kunnen geld verdienen in deze crisis.'

'De poel waarin wij vissen, is trouwens niet de S&P500, maar de Russell2000-index met kleinere en middelgrote bedrijven. Die kochten meer aandelen in.'

In 2020 klopte uw fonds met een stijging van 23 procent zijn referentie-index, de Russell 2000, met 4 procentpunten. Komt dat door een heel actief beheer?

Vermaelen: 'Doorgaans houden we onze posities relatief lang aan. Maar door de pandemie ontstonden veel meer opportuniteiten die we niet konden laten liggen. We verkochten 20 posities, 7 bedrijven in onze portefeuille werden overgenomen en we kochten er 13 bij. We wilden vooral ondernemingen kunnen kopen die in maart op de crash reageerden met een inkoopprogramma. Momenteel hebben we een 70-tal aandelen in portefeuille.'

Wat is voor u een aankoopssignaal?

Vermaelen: 'Als de start van de inkoop



Toen de Amerikaanse beurs in maart tot 40 procent onderuitging, steeg het aantal bedrijven dat eigen aandelen begon in te kopen naar het hoogste peil in acht jaar.

In Europa zijn bedrijven terughoudender in hun communicatie, maar in de VS verwijzen ze vaak expliciet naar de lage waardering als reden om te kopen.

Theo Vermaelen
Professor Insead



DIM PV Buyback USA Fund

- > Investeert in onderge-waardeerde bedrijven die eigen aandelen inkopen.
- > 62,5 miljoen euro onder beheer.
- > Return per jaar sinds start in 2011: 13 procent.
- > Return sinds Nieuwjaar 2021: 11,4 procent.
- > 70-tal posities.

gebeurt na een daling van de beurskoers, en als het management de lage waardering en het vertrouwen in de toekomst naar voren schuift als redenen. In Europa zijn bedrijven wat terughoudender in hun communicatie, maar in de VS verwijzen de ondernemingen vaak expliciet naar de lage waardering als reden om te kopen. Zo niet, bellen wij naar de CEO om naar zijn motivaties te polsen. In bedrijven die aandelen kopen voor andere redenen, zoals optiplannen, zijn we niet geïnteresseerd.'

Zijn alleen de aankondiging van een inkoopprogramma en wat sussende woorden van het management voldoende?

Vermaelen: 'Dat zou het te gemakkelijk maken. We kijken ook naar de waardering, want het management kan verkeerd zitten. De ratio koers-boekwaarde vind ik belangrijker dan de koers-winstverhouding. Die laatste fluctueert enorm, en is soms zelfs negatief. Aandelen die fors zijn achtergebleven zonder negatief bedrijfsnieuws interesseren me het meest. Het zijn bedrijven die de markt heeft genegeerd. Vandaar dat we ons specialiseren in smallcaps. De grote namen uit de S&P500 worden door tientallen analisten gevolgd, waardoor er veel minder inefficiënties in hun koersen zitten.'

'Vanzelfsprekend moeten de bedrijven ook voldoende middelen hebben om de inkoop te rechtvaardigen. Een met schulden overlade onderneming zonder stabiele cashflows die eigen aandelen koopt, laat je beter links liggen.'

In welke sectoren zit het fonds vooral?

Vermaelen: 'We hebben dit jaar een groter gewicht toegekend aan bedrijven die profiteren van de crisis. Daar hoorden we na het hoogtepunt van de pandemie de meest optimistische commentaren van het management. Zo verklaarde de CEO van LivePerson, een bedrijf dat zich specialiseert in artificiële intelligentie voor bedrijfsboodschappen aan de consument, dat hij nog nooit geconfronteerd werd met zo'n grote

vraag naar de producten van zijn bedrijf. Sinds eind maart steeg het aandeel 171 procent. Ook buiten de technologie heb je veel coronawinnaars. Een voorbeeld is Patrick Industries, een toeleverancier voor recreatieve voertuigen zoals mobilhomes. Die markt boort door de pandemie, want reizen met het vliegtuig en op hotel is veel moeilijker geworden. Het aandeel is ruim verdrievoudigd.'

'De industrie is met een gewicht van 18 procent de grootste sector in het fonds, gevolgd door gezondheidszorg (17%), halfgeleiders (14%), hardware (12%) en software (8%).'

Joe Biden is sinds vorige week de nieuwe president. Meerdere Democratische politici hebben al te kennen gegeven dat ze de inkoopprogramma's aan banden willen leggen. Ze vinden dat bedrijven moeten investeren in plaats van de aandeelhouders te belonen. Is dat een gevaar?

Vermaelen: 'Vooral de linkse fractie van de Democraten, zoals de senatoren Bernie Sanders en Elisabeth Warren, is tegen aandeleninkopen. Biden hoort niet tot dat kamp. Tot nu heeft hij er geen uitspraken over gedaan. Daarom denk ik niet dat hij de inkoop aan banden zal leggen. Het zou een heel slecht idee zijn. Je kan als overheid de bedrijven niet verplichten te investeren, want niet elke investering is een goede. Kijk naar de oliesector. De grootste inkoper van eigen aandelen in de voorbije tien jaar is de oliereus ExxonMobil. Mocht die al dat geld in nieuwe olieprojecten gestopt hebben, zou er een enorm overaanbod geweest zijn, gezien de lage olie-prijzen.'

'Inkoop blijven een goede manier om overtollige cash aan het werk te zetten. Ze kunnen de balans optimaliseren. Het is aan de bedrijven om dat te beoordelen, niet aan de politiek. Politici zijn niet opgeleid om te beoordelen of een inkoop van eigen aandelen een groter rendement oplevert dan een andere investering.'