

Door Willem Burgers,  
Fondsbeheerder Add Value Fund

## DEFLATIE IN AANTOCHT

Begin maart nam ik met onder andere historicus Erik Mecking deel aan een debat voor de nieuwszender BNR over de vraag waarom economen de huidige crisis niet hebben zien aankomen.

Zelden heb ik een wetenschapper zo duidelijk horen uitleggen waar het aan schort als Erik Mecking. In zeer begrijpelijke taal en vrijwel zonder jargon legde Mecking de oorzaken van de kredietcrisis bloot: we hebben te lang op de pof geleefd en nu wordt de rekening gepresenteerd. Ik kon niet anders dan ademloos luisteren, niet in de laatste plaats omdat Mecking dezelfde golfbewegingen in de economie ziet als technische analisten. Helemaal perplex was ik te horen dat Mecking vrijwel dezelfde conclusies trekt als ik, door aandelen en vastgoed in de ban te doen! Ook hij adviseert contanten aan te houden of anders alleen in obligaties te beleggen.

De historicus heeft in zijn boek Deflatie in aantocht al een aantal jaren geleden de huidige crisis zien aankomen. Daarin heeft hij glashelder uiteengezet dat we met deze kredietcrisis aan het begin staan van de grootste economische malaise sinds de jaren dertig. Nu consumenten de banken niet meer vertrouwen en de banken elkaar niet meer vertrouwen, staat ons volgens Mecking een nieuwe grote depressie te wachten. In combinatie met de snelle vergrijzing van onze samenleving moet dit volgens Mecking wel leiden tot ernstige problemen, onder andere in onze pensioenvoorziening.

Het boek van Mecking is mijns inziens een must voor iedereen die de historische achtergronden van de kredietcrisis wil begrijpen.

ten. Een van de reële gevaren bij deflatie is dat de schulden nominaal gelijk blijven, maar dat het onderpand in waarde daalt.

### CASH DE ENIGE OPTIE

Nogmaals, de enige optie die een belegger in deze markt heeft is cash. Dat is ook ons advies sinds we eind 2007/begin 2008 geheel uit aandelen zijn gestapt. We adviseerden circa 60 procent van het totale vermogen contant te houden, circa 35 procent in veilige staatsleningen en een klein percentage in goud of goudmijnaandelen. ■

## Dividenddilemma

**H**et wordt eindelijk lente. De dagen worden langer, de krokussen schieten uit de grond en in de boardrooms van bedrijven worstelen bestuurders met de vraag: keren wij nog dividend uit en zo ja, in welke vorm? Tot voor kort had het dividendvoorstel veel weg van een hamerstuk. Men neme 30 à 40 procent van de nettowinst van het voorgaande jaar en dat wordt voor uitkering ter beschikking gesteld aan de aandeelhoudersvergadering. Een variant was het keuzedividend: in plaats van de contante uitkering kunnen aandeelhouders desgewenst opteren voor een betaling in aandelen die qua omvang overeenkomt met de waarde van het contante dividend. Dit leidde dan tot een geringe verwatering van de winst per aandeel, die echter acceptabel was omdat het langetermijnperspectief – een ten minste stabiele en liefst stijgende winst per aandeel – er niet door in gevaar kwam.

Hoe anders is de situatie in de huidige kredietcrisis. Het traditionele dividendvoorstel voldoet niet meer aan de prioriteiten van de beleidsbepalers. Als wordt gekozen de normale 30 à 40 procent uit te keren over 2008 (dit voorjaar betaalbaar), is nu reeds in de meeste gevallen zonneklaar dat dit dividend over twaalf maanden niet kan worden gehandhaafd. Daarvoor staat de winstgevendheid te sterk onder druk en is de prioriteit bij de meeste ondernemingen verlegd van winstmaximalisatie naar balansoptimalisatie. Cash is king en vanuit die filosofie is het inhouden van winst een groter goed dan het uitkeren van een genereus dividend. Om beleggers niet van zich te vervreemden, grijpen Nederlandse ondernemingen steeds vaker naar het lapmiddel van het keuzedividend en zelfs naar dat van de eenzijdige uitkering in aandelen. Na de koersval van de afgelopen twaalf maanden is de potentiële verwatering van de winst per aandeel echter veel groter dan voorheen. Bovendien moet straks de lagere winst over 2009 worden verdeeld over het grotere aantal uitgegeven aandelen.

Als voorbeeld noem ik Aalberts Industries. Eind februari kondigde Aalberts een keuzedividend aan van 0,28 euro per aandeel. Dit was een daling van 13 procent ten opzichte van het dividend over 2007 van 0,32 euro, maar feitelijk een verhoging van de pay-out, omdat de nettowinst per aandeel vorig jaar met 19 procent afnam. Het addertje onder het gras schuilt in de nu veel lagere koers van het aandeel Aalberts ten opzichte van twaalf maanden geleden. De 0,32 euro werd uitgekeerd bij een beurskoers van circa 14 euro, hetgeen overeenkwam met een potentiële verwatering van 2,3 procent. Op de huidige beurskoers van 3,65 euro geeft 0,28 euro per aandeel echter een maximale verwatering van 7,7 procent. Dit percentage staat beslist op gespannen voet met een andere doelstelling van Aalberts: een stabiele stijging van de winst per aandeel. Bovendien kan worden geconstateerd dat Aalberts bij het uitvoeren van het dividendvoorstel feitelijk aandelen emitteert op een koers die ruim een derde onder de zichtbare intrinsieke waarde per aandeel ligt (€ 5,58 per ultimo 2008).

Kortom, dit dividendvoorstel lijkt niet in het belang van stakeholders Aalberts Industries te zijn. Alleen een contante uitkering is beter op zijn plaats. Een toekomstig winstherstel wordt zo niet op voorhand gefrustreerd door een overmatige aandelenemissie op een koersdieptepunt. ■

