

**'HET VERKEERD  
INSCHATTEN  
VAN TOEKOMSTIGE  
DIVIDENDEN KAN  
EEN OPTIEHAN-  
DELAAR HANDEN  
VOL GELD KOSTEN',  
ALDUS VAN  
DEN BOS**



olie-majors. Zo verwacht geen van de 20 olieanalisten die Shell volgen dat de gigant het dividend in de komende drie jaar zal verlagen.

#### DERIVATENHANDEL

Uit ons onderzoek blijkt dat analisten zelden vooruitlopen op negatieve bijstellingen van het dividend. "De meeste analisten zijn gefixeerd op taxaties van de winst per aandeel, de omzet en marges, en kijken veel minder naar het dividend", aldus Van den Bos.

De fondsmanager vindt informatie van optiehandelaren relevanter om de houdbaarheid van uitkeringen in te schatten. Dividend is een belangrijke component in de waardering van opties. Een putoptie stijgt in waarde omdat door de uitkering de koers daalt. Een calloptie wordt juist minder waard.

"Het verkeerd inschatten van toekomstige dividenden kan een optiehandelaar handen vol geld kosten", aldus Van den Bos. Het Kempen-fonds gebruikt de impliciete informatie uit optiepreizen om de eigen visie ten aanzien van dividenden te toetsen.

In het geval van Shell zijn optiehandelaren een stuk minder optimistisch dan reguliere analisten. De derivatenhandel voorspelt dat Shells dividend van 1,88 dollar dit jaar nog houdbaar is, maar vanaf volgend jaar zal de uitkering significant dalen.

de meeste bedrijven in staat moeten zijn om de winsten en dividenden te laten groeien in de komende jaren.

Daar staat tegenover dat de Duitse Staat een trouwe betaler is, waardoor vrijwel zeker is dat de coupons – hoe schamel ook – de komende tien jaar zullen worden overgemaakt.

→ Voor dividendbetalingen is er echter geen enkele garantie. Shell is met 15 procent een zwaargewicht in de AEX. In een (worstcase)scenario waarin Shell de uitkering helemaal

schraapt, zou het dividendrendement van de AEX inkrimpen met circa 1,35 procent (15 procent maal 9 procent dividendrendement).

→ Dit betekent dat het dividendrendement van de AEX niet langer 3,6 procent maar 2,25 procent zou bedragen. Je blind staren op het dividendrendement van een index is gevaarlijk. Een goede belegger probeert te analyseren hoe houdbaar de dividenden zijn van alle individuele bedrijven die in de index zijn opgenomen.



– Column –

## Dividenddogma

Ik heb altijd al moeite gehad met bedrijven die dividend heilig verklaren. Shell is zo'n voorbeeld, het zegt om beleggers te lijmen alvast een stevig dividend toe in 2016 en belooft dat dividend ook in de rest van deze eeuw een goddelijke status blijft houden.

**O**pmerkelijk, aangezien lage olie- en gasprijzen de kasstromen dusdanig onder druk zetten dat Shell fors kosten moet reduceren en (broodnodige?) investeringen moet uit- of afstellen. Tussendoor mag de onderneming nog even de megaovername van BG absorberen. Gelukkig kan Shell goedkoop lenen om toch dividend uit te keren aan de trouwe aandeelhouders.

Delta Lloyd maakt het nog bonter. De onderneming, die zich voor 2015 dankzij de vorige bestuursvoorzitter Niek Hoek als succesvolle en degelijke verzekeraar en belegger wist te presenteren, lijkt momenteel onder leiding van Hans van der Noordaa – lees: onder curatele van De Nederlandsche Bank – een risicomijdende strategie te implementeren. De balans blijkt dermate zwak dat beleggers tot een miljard euro via een claimemissie mogen bijstorten. Een deel krijgen diezelfde beleggers weer terugbetaald door een royaal dividend. Als dank voor het vertrouwen.

Geld lenen bij derden of ophalen bij beleggers, om uiteindelijk

te gebruiken voor dividend. Leg dat maar eens uit.

Niet alleen ondernemingen kunnen irrationeel zijn. Beleggers kunnen er ook wat van. U zult mij vervloeken, maar mij lijkt dat beleggers die – ongeacht de situatie – dividend eisen, geen haar beter zijn. Een rationele belegger wil nul dividend als de onderneming naar verwachting in staat is een veel hoger rendement op de ingehouden middelen te halen dan de kosten van kapitaal. O ja, en voor de accountants onder ons: kosten van eigen vermogen zijn niet nul.

En een rationele onderneming keert alles uit, indien zij niet in staat is de kapitaalkosten ruim terug te verdienen. Bij sommige ondernemingen zou een logische volgende stap zijn om de boel maar op te doeken, waarmee het kapitaal zijn weg kan zoeken naar economische meerwaarde.



**ERROL KEYNER**  
is adjunct-directeur  
van de VEB