

## ► Misser 2: Schommelende winsten en stabiele uitkeringen gaan niet samen



Shell's kasstroom is waarschijnlijk veel te laag om het beloofde dividend van 12 miljard dollar over dit jaar te kunnen betalen. Als de olieprijs rond de 40 dollar blijft schommelen, zal cfo Simon Henry al snel 10 miljard dollar aan cashgeld tekortkomen. Shell wil het gat opvullen door tussen 2016 en 2018 voor 30 miljard dollar aan bezittingen te verkopen. Maar door de rampspoed op oliemarkten verwacht cfo Henry dat de verkoopopbrengst voor dit jaar beperkt blijft tot 6 tot 8 miljard dollar. Shell moet dus geld lenen om dividend te kunnen blijven betalen. Veel marge is er niet. Shell heeft als doelstelling dat de schuld maximaal 30 procent van het eigen vermogen mag zijn en kruipt daar met 28 procent al gevaarlijk dicht tegenaan. Dit is een getal (de 'gearing') dat kredietbeoordelaars ook scherp in de gaten houden.

Halsstarrig vasthouden aan het dividend maakt Shell niet alleen kwetsbaar omdat de balans wordt

uitgehouden. Het beleid werkt ook procyclisch denken in de hand. De komende jaren bespaart het concern tientallen miljarden op investeringen, terwijl de zoektocht naar nieuwe olie goedkoper dan ooit is. Shell's toeleveranciers – bodemonderzoekers, platformbedrijven en tankers – werken voor een fractie van de tarieven van voor de oliecrash. Tegelijkertijd neemt de olie- en gasgigant afscheid van bezittingen in een markt waarin kopers alleen tegen ramsj-prijzen interesse zullen hebben.

Op de jaarlijkse vergadering in mei liet cfo Henry na twijfels van de VEB over de houdbaarheid van de uitkering optekenen dat een ruime meerderheid van de aandeelhouders nog steeds prijs stelt op een stabiele, liefst groeiende uitkering. Ook als daardoor meer geld de onderneming verlaat dan er ingaat. De VEB stelde voor dat het mogelijk op de lange termijn verstandiger is de uitkering te laten afhangen van de kasstroom.



**HALSSTARRIG VASTHOUDEN AAN HET DIVIDEND MAAKT SHELL NIET ALLEEN KWETSBAAR OMDAT DE BALANS WORDT UITGEHOUD. HET BELEID WERKT OOK PROCYCLISCH DENKEN IN DE HAND**

De teneur bij ING is weinig anders: "Op termijn streven we naar een progressief dividend", aldus de bank, die wel als voorwaarde stelt dat aan de buffereisen van de regelgever moet worden voldaan. Schept de bank hiermee geen verwachtingen die het op enig moment in de toekomst niet kan waarmaken, of misschien wel niet moet willen waarmaken? Hoewel een extreme situatie heeft de kredietcrisis duidelijk gemaakt dat de winst van een bank sterk afhangt van het wel en wee op financiële markten.

Topman Stuart Gulliver van collegabank HSBC zette bij de halfjaarcijfers een streep door het woord "progressief" nadat hij beleggers moest vertellen dat de winst een forse knauw had gekregen. "De markt interpreteerde het woord progressief zo dat het dividend voor eeuwig zou stijgen", aldus de topman bij cijferpresentatie.

## VEB ROEPT OP TOT UITLEG DIVIDENDBELEID

Sinds de invoering van de Code voor goed ondernemingsbestuur in 2004 is een onderneming verplicht het reserverings- en dividendbeleid voor te leggen en te bespreken met aandeelhouders op de jaarlijkse vergadering.

Uit onderzoek van de VEB naar de 70 grootste Damrak-fondsen blijkt dat het beleid vaak star, summier en niet geënt is op principes die tot waardecreatie moeten leiden. De veelal vaste payout-ratio's en het streven naar

een stabiele uitkering ontnemen bestuurders de flexibiliteit om waardecreërende activiteiten te ontplooiën.

Naast het uitkeren van dividend kan een topman de winst op vier manieren aanwenden: (1) investeren in autonome groei, (2) overnames, (3) schulden aflossen of (4) aandelen inkopen. Idealerweise is dividend een restpost. Een goede ceo maakt ieder jaar een inschatting van het rendement dat elk van deze vier activiteiten

oplevert en stopt de winst in de activiteit die het hoogste rendement oplevert.

De winst moet naar een overname als prooiën laag gewaardeerd zijn, naar schuldaflossing als het bedrijf torenhoge rentes betaalt en naar de inkoop van aandelen als de beurskoers van het bedrijf niet reële waarde van de onderneming reflecteert. Alleen als alle vier de opties een rendement opleveren dat onder de minimale eis van kapitaalver-

schaffers ligt, heeft een dividenduitkering de voorkeur.

Bij maar liefst 70 procent van de ondernemingen die we onderzochten wordt er helemaal geen inzicht gegeven in de afwegingen tussen uitkeren en investeren.

De VEB roept bestuur en commissarissen van ondernemingen op om helder toe te lichten waarom het geformuleerde dividendbeleid aansluit bij het doel om waarde te creëren op de lange termijn.