

## ► Misser 4: Niet contante winst als uitgangspunt



Ongeveer een derde van de ondernemingen die een vast percentage uitkeert, doet dit op basis van de nettowinst. De nettowinst van een bedrijf kan echter om allerlei redenen flink afwijken van de cash die daadwerkelijk binnenstroomt. Een schoolvoorbeeld van hoe het niet moet was SBM Offshore. Voordat het olieservicebedrijf zijn dividendbeleid wijzigde in 2015 keerde het concern de helft van de nettowinst uit.

Maar de nettowinst en kasstroom hielden geen gelijke tred. Onder IFRS-boekhoudregels moet SBM Offshore een groot deel van de toekomstige winsten van een project in het eerste jaar van constructie boeken, terwijl er nog geen stuiver het bedrijf binnenkomt. Het beleid heeft aandeelhouders pijn gedaan, omdat door tot 2012 te blijven uitkeren de balans werd uitgehold, waardoor er nauwelijks buffers waren om probleemprojecten en nog lopende fraudedossiers af te wikkelen. Het nieuwe beleid schrijft voor, 25 tot 35 procent van de zogeheten directionale winst uit te keren. Deze aangepaste winst geeft een beter beeld van de onderliggende prestaties en kasstromen. Als deze winst negatief is, zal de uitkering nul bedragen. Over boekjaar 2015 werd, na een dividendstop van drie jaar, weer een bedrag uitgekeerd (0,21 euro per aandeel).



Vandaag doet een blik op de jaarrekening van investeringsmaatschappij Value8 afvragen of een dividenduitkering prudent is. Value8 wil "in het kader van de financiering van groei de komende jaren een relatief laag payout-percentage hanteren, waarbij het doel is het dividend ten minste op het huidige niveau te handhaven". Het investeringsfonds keerde over het vorige boekjaar 15 cent per aandeel uit. Dit komt neer op een kleine 20 procent van de winst per aandeel voor amortisatie goodwill (0,85 euro per aandeel). Het gat tussen deze winst van 5,9 miljoen euro en de operationele kasstroom (3,3 miljoen euro) en de als gevolg van investeringen in bedrijven negatieve vrije kasstroom van minus 15 miljoen euro is aanzienlijk te noemen. De winst van Value8 is volledig het gevolg van een "reële waardeverandering op participaties en beleggingen" van iets meer dan 7 miljoen euro. Puur papier, er stroomde geen euro cash de onderneming binnen. Los van het feit dat er geen duidelijk antwoord komt op de vraag hoe deze boekwinsten zijn opgebouwd, is de strategische rationale voor dividend voor een investeringsfonds in een beginnende fase twijfelachtig. Veruit het grootste deel van de bedrijven waar Value8 in investeert keert geen dividend uit. Sterker, ze hebben hard cash nodig om te groeien. Value8 moest een sloot nieuwe aandelen uitgeven om het dividend en de investeringen te kunnen betalen. Dat klinkt als het onnodig rondpompen van geld. "Door sommige particuliere beleggers wordt het contante dividend op prijs gesteld vanwege het feit dat zij de vermogensrendementsheffing moeten betalen", stelt Value8 in een bericht aan aandeelhouders halverwege juni. De investeringsmaatschappij noemt de uitkering "bescheiden".

## ► Misser 5: Stockdividend als

Een op de vijf bedrijven die dividend uitkeert, geeft beleggers de optie om aandelen in plaats van cash te ontvangen, het zogeheten stock- of scripdividend.

De hoge dividendrendementen van deze bedrijven hebben iets weg van een luchtspiegeling. Een belegger die voor cash kiest, ziet op termijn zijn belang langzaam verwateren ten gunste van beleggers die voor aandelen kiezen.

Shell kan wederom gebruikt worden als voorbeeld. Als Shell vasthoudt aan de belofte om dit jaar ieder kwartaal 0,47 dollar uit te keren, bedraagt het totaaldividend 15 miljard dollar. Cfo Simon Henry verwacht echter dat maar 12 miljard dollar aan cash de onderneming verlaat. Het verschil wordt in aandelen uitbetaald. Als naar één jaar wordt gekeken, valt de pijn van zo'n mini-emissie mee. Maar sinds 2010 is het kapitaal van Shell door het scripdividend en aandelenbeloning voor het personeel met maar liefst 17 procent toegenomen. De verhoging is zelfs 22 procent als de kapitaaluitgifte voor de overname van de BG Groep wordt meegenomen.

Grote inkoopprogramma's van bij elkaar 10 miljard dollar konden deze verwatering niet voorkomen. Financieel directeur Simon Henry heeft aangegeven dat naast schuldaflossing het afschaffen van dividend in aandelen prioriteit heeft, al is hier wel een hogere olieprijs voor nodig. In juni 2014 zette Shell ook al een streep door het scripdividend, maar in maart vorig jaar – niet toevallig vlak na de glijvlucht van de olieprijs – werd de keuze om aandelen te ontvangen weer in het leven geroepen.



DE HOGE  
DIVIDEND-  
RENDEMENTEN  
VAN DEZE  
BEDRIJVEN  
HEBBEN IETS  
WEG VAN  
EEN LUCHT-  
SPIEGELING