

Dividend bij gebrek aan betere ideeën van de leiding

Vraag is of management voldoende vertrouwen heeft in eigen plannen om winst te herinvesteren in aantrekkelijke activiteiten

Frans Jurgens

Beleggers zien dividend altijd met graagte tegemoet. Een onderneming die veel uitkeert, kan rekenen op een positieve pers en aandacht van beleggers. Zeker in deze tijd van lage rente geldt een hoog dividend als goed nieuws en als 'beleggen met een beloning'.

Maar de sterke focus die op dit moment ligt op (hoog) dividend is in mijn ogen onterecht, en het gevaar dreigt dat in dit enthousiasme wezenlijke zaken vergeten worden bij de beoordeling van een beleggingspropositie. Het is daarom hoog tijd voor een herwaardering van het dividend.

De grootste Europese ondernemingen hebben dit jaar hun dividend opnieuw verhoogd met ruim 10%, zo schreef de Financial Times eind vorige maand op basis van onderzoek. De hoeveelheid jaarlijks uitgekeerd dividend stijgt al vijf jaar op rij met een hoger percentage dan de winstgroei.

Dit vind ik zorgwekkend. Bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen kiezen ervoor om een steeds groter gedeelte van de winst uit te keren. Daardoor blijft er minder geld over om te investeren in projecten die in de toekomst extra winst kunnen opleveren.

Laat ik vooropstellen dat ik begrijp dat er redenen zijn aan te voeren waarom beleggers liever nu dividend ontvangen dan kapitaalwinst in de toekomst. Beleggers gebruiken het ontvangen dividend voor consumptieve uitgaven, maar houden het 'hoofdkapitaal' in stand en raken dat niet aan.

Dividend wordt in dit geval gebruikt als een soort van zelfbescherming tegen te veel uitgaven, alsof het spaarrente is die vrijelijk kan worden uitgegeven. De psychologie speelt ook mee: in de 'mental accounting' die plaatsvindt, hebben beleggers liever een euro dividend plus vier euro kapitaalwinst, dan enkel vijf euro kapitaalwinst.

Bedrijven die hebben ingezet op



Hoe lager pay-out-ratio van onderneming nu is, hoe meer winstgroei er in de toekomst valt te verwachten

groeit, kiezen er liever voor het grootste deel van hun winst niet uit te keren, maar te herinvesteren om zo een hogere toekomstige winstgroei te genereren. Hoe lager de pay-out-ratio nu, hoe meer winstgroei er in de toekomst valt te verwachten, mits er natuurlijk wordt voldaan aan de belangrijkste stelregel, namelijk dat het rendement op de nieuwe projecten boven de kosten van het kapitaal ligt. En laat toekomstige winstgroei nu net een van de belangrijkste ingrediënten zijn in de waardebeoordeling van een onderneming.

Omgekeerd geldt dat als een bedrijf zijn pay-out-ratio verhoogt, terwijl jaar

op jaar het rendement op geïnvesteerd kapitaal daalt, aandeelhouders weten wat ze moeten doen: wegwezen! Tijdens de bestuursvergaderingen komen bijvoorbeeld onvoldoende projecten op tafel die de moeite van het investeren waard zijn, of althans niet binnen afzienbare tijd een rendement op kapitaal kunnen genereren dat het bedrijfsgemiddelde kan evenaren.

Ik vind het daarom onbegrijpelijk dat ondernemingen en aandeelhouders een verlaging van het dividend over het algemeen onwenselijk achten, ook bij bedrijven die wel een goed rendement op het vermogen weten te halen en een

veelvoud aan nieuwe mogelijkheden zien om de bedrijfswinst rendabel te investeren. Eens gegeven blijft gegeven, zo lijkt de belegger te denken. Het verlagen van het dividend staat voor beleggers gelijk aan slecht nieuws, terwijl het hervatten van dividend, zoals ING eerder dit jaar bekendmaakte, juist als een sterk koopsignaal wordt geïnterpreteerd.

Uiteindelijk draait het om vertrouwen. Heeft het management voldoende vertrouwen in zijn eigen plannen om een groot deel van de jaarwinsten te herinvesteren in aantrekkelijke activiteiten? Hebben aandeelhouders voldoende vertrouwen in het management en denken ze dat de leiding de juiste beslissingen neemt omtrent de allocatie van kapitaal? De huidige roep van beleggers om vooral veel dividend uit te keren, is om die reden gemakkelijk te interpreteren als een gebrek aan vertrouwen in het management.

Daarom doen beleggers er beter aan zich moeite te getroosten om de plannen van het management te begrijpen en een bedrijf volgens de bovenstaande lijnen te analyseren. Om vervolgens achter het capabele management te gaan staan als dat ervoor kiest het geld in de onderneming te houden en te investeren in de juiste activiteiten.

Dat de pay-out-ratio van dit soort groeiende bedrijven lager ligt dan gemiddeld, kan mij niet deren. Ik zie het gemiste dividend op termijn ruimschoots terug in de vorm van opgelopen winsten die op hun beurt voor een fundamentele herwaardering van het bedrijf en daarmee voor hogere beurskoersen zorgen. De cashrendementen die ik in de vorm van dividend misliep, creëer ik zelf wel door een deel van die stevig in koers gestegen aandelen te verkopen.

Dus: dividend? Alleen als het management echt geen ideeën meer heeft...

.....
Frans Jurgens is investeerder en werkt bij Juno Investment Partners. Eerder was hij verbonden aan Teslin, Comgest en W.P. Stewart.

