

Een koe voor de melk, een aandeel voor het dividend: hoe belangrijk zijn winstuitkeringen?

Het belang van dividenden kan moeilijk worden overschat. Volgens academische studies komt 80 procent van het rendement van aandelen voort uit dividenden.

België is sinds 1900 een van de drie slechtst presterende aandelenmarkten ter wereld. En in het lijstje van de slechtst presterende obligatiemarkten - althans de obligatiemarkten waarover historische data beschikbaar zijn - staat ons land op de zevende plaats. Dat staat in het Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019, dat vorige week werd uitgebracht. Van 1900 tot 2018 halen Belgische aandelen een reëel rendement van gemiddeld 2,5 procent per jaar. Dat is niet zo gek veel.

De risicopremie - het extra rendement van aandelen tegenover de risicovrije rente van kortlopende obligaties - is de laagste van alle landen in de studie. Maar toch verslaan Belgische aandelen Belgische obligaties met stip. Voor kort- en langlopende obligaties stokt het rendement sinds 1900 op gemiddeld -0,3 en 0,4 procent per jaar, gecorrigeerd voor inflatie.

De strategische ligging van ons land is volgens historici zowel een zegen als een vloek. Die ligging zorgde er enerzijds voor dat België in het begin van de twintigste eeuw uitgroeide tot een belangrijk financieel centrum. Anderzijds werden in ons land belangrijke veldslagen uitgevochten, zoals de twee wereldoorlogen in de eerste helft van de vorige eeuw. De slechte prestaties van Belgische aandelen en obligaties zijn minstens deels het gevolg van die verwoestende oorlogen en de hoge inflatie die ermee gepaard ging. De voorbije vijftig jaar legt België een beter rapport voor. Het reële rendement van aandelen sinds 1969 bedraagt gemiddeld 5,2 procent per jaar, tegenover een jaargemiddelde van 5,3 procent voor Europa en 4,7 procent wereldwijd.

Het belang van dividenden

Een van de auteurs van het jaarboek, professor Elroy Dimson van Cambridge Judge Business School, heeft berekend dat een wereldwijd gespreide aandelenportefeuille sinds 1900 een gemiddeld reëel rendement van 5,2 procent per jaar heeft opgebracht. De risicopremie die beleggers eisen, bedraagt gemiddeld 3,3 procent. In de periode van 1900 tot 2018 komt gemiddeld 4,1 procent, of 79 procent van het totale rendement van aandelen, uit de geherinvesteerde dividenden. Het belang van dividenden kan dus moeilijk worden overschat.

De beurs van Brussel bestaat al sinds 1801, toen België nog onder Frans bewind stond. Marc Deloof, hoogleraar corporate finance van de Universiteit Antwerpen, kon samen met collega's data verzamelen over de koersevolutie en de uitgekeerde dividenden van Belgische aandelen vanaf 1838, met dank aan het StudieCentrum voor Onderneming en Beurs (SCOB).

Over het gewicht van het dividend in het rendement van aandelen kwam Deloof tot vergelijkbare conclusies als Dimson. Van 1838 tot 2010 stegen aandelen minder snel in waarde dan de levensduurte: ze haalden een reëel rendement van -0,7 procent, exclusief dividenden. Het dividendrendement, rekening houdend met de herinvestering van de dividenden in aandelen, bedraagt over die periode 3,9 procent. In totaal boden beleggingen in aandelen, met een gemiddeld jaarlijks rendement van 3,2 procent, dus wel bescherming tegen de inflatie. De oude beurswijsheid die John Burr Williams in dichtvorm neerschreef, blijkt dus te kloppen: "Een koe voor de melk, een kip voor de eieren en een aandeel, potjandorie, voor de dividenden."

Het interbellum en de twee wereldoorlogen waren een atypische periode. In de periode van 1946 tot 2010, brachten aandelen gemiddeld 4,6 procent per jaar op, waarvan 3,95 procentpunt voortkwam uit geherinvesteerde dividenden. De geherinvesteerde dividenden zijn dus over de lange termijn goed voor meer dan 86 procent van de prestaties van een aandelenportefeuille.

Op zoek naar grote dividendbetalers

Als de dividenden zo veel verschil maken voor het rendement, doen beleggers er verstandig aan op zoek te gaan naar royale dividendbetalers. Maar in het lijstje van aandelen met het hoogste dividendrendement die op de Brusselse beurs noteren, staat een aantal bedrijven waarvan het dividend onzeker is (zie tabel). Zo staan bij de gereguleerde vastgoedvennootschap Befimmo vraagtekens achter het dividend op lange termijn. Over het boekjaar 2019 belooft Befimmo het dividend stabiel te houden. Het bedrijf moet daarvoor allicht uit zijn winstreserves putten.

Daarnaast staan bedrijven in de lijst, die hun koers het voorbije jaar of de voorbije jaren in elkaar zagen stuiken vanwege te dure overnames of te veel schulden, zoals bpost en AB InBev. Het is dus raadzaam niet enkel naar het dividendrendement te kijken, maar ook naar het dividendbeleid. De chemiegroep Solvay heeft zijn dividend al dertig jaar niet meer verlaagd. De holding Sofina heeft sinds 1976 elk jaar haar dividend opgetrokken. Sinds de oprichting in 1956 is de winstuitkering een paar keer stabiel gebleven, maar nooit verlaagd.

De impact van dividendbelasting

De onroerende voorheffing op de dividenden is in ons land in enkele jaren verdubbeld. Vandaag betalen beleggers 30 procent belasting. Enkel de winstuitkeringen van de gereguleerde vastgoedvennootschappen Care Property Invest en Aedifica genieten een verlaagd tarief van 15 procent, omdat ze meer dan 60 procent van de portefeuille in zorgvastgoed hebben geïnvesteerd.

De vraag rijst dan ook of een hoge belasting op dividenden het rendement van aandelen kan verzwakken. Deloof en zijn collega's hielden in hun studie rekening met nettodividenden. Vóór 1920 bestond in ons land geen dividendbelasting. De heffing varieerde van 10 procent tussen 1920 en 1923 en 30 procent tussen 1947 en 1960. Het is dus niet de eerste keer dat beleggers 30 procent voorheffing aan de fiscus moeten afstaan.

Deloof berekende ook het rendement van aandelen op basis van de brutodividenden. Voor de naoorlogse periode kwam het totale rendement uit op 5,99 procent per jaar, in plaats van 4,57 procent. De dividendbelasting at dus iets minder dan 1,5 procentpunt aan gemiddeld jaarlijks rendement op.

Aandeleninkopen versus dividenden

Professor Deloof vermoedt dat zijn conclusies overeind blijven in een tijd waarin bedrijven massaal eigen aandelen inkopen. De inkopen van eigen aandelen zijn in zekere zin een alternatief voor dividenden. Het zou best kunnen dat bedrijven vanwege de fiscale behandeling minder dividenden uitkeren en meer eigen aandelen inkopen om hun aandeelhouders tegemoet te komen.

Als bedrijven aandelen inkopen en vernietigen, moet de winst over minder aandelen worden verdeeld. Belgische beleggers dragen geen belasting af op de inkoop van eigen aandelen door beursgenoteerde bedrijven. Ze betalen ook geen belasting op het vaak positieve effect van die inkopen, zoals een extra koersstijging of een meerwaarde bij verkoop.

In theorie zou het dus best kunnen dat koersstijgingen door de massale inkoop van eigen aandelen in de toekomst zwaarder wegen in het totale rendement van aandelen. Er zijn weinig historische data over beschikbaar. Dat bedrijven massaal eigen aandelen inkoop, is vrij recent.

In de Verenigde Staten waren inkoopprogramma's het grootste deel van de twintigste eeuw illegaal, omdat de toezichhouders ze beschouwden als een vorm van koersmanipulatie. Pas in 1982 veranderde de Securities and Exchange Commission (SEC) de regels. "Ook in België stond de Bankcommissie lange tijd negatief tegenover de inkoop van eigen aandelen. We vonden bijvoorbeeld negatieve opmerkingen in het jaarverslag van de toezichthouder in 1948", weet Deloof.

Deloof: "In ons land raakten de inkoop van eigen aandelen nog later dan in de Verenigde Staten in zwang. In de negentiende en de twintigste eeuw waren er, voor zover we weten, geen of weinig inkoopprogramma's van noemenswaardig belang. Ze hebben pas in deze eeuw echt opgang gemaakt."

Vanaf 2002 zien we dat Belgische bedrijven meer en meer eigen aandelen gingen inkoop. Tussen januari 2006 en mei 2008 sloeg de bank-verzekeraar KBC voor 2,2 miljard euro eigen aandelen in. Het was de grootste inkoop in die periode. Met de bankencrisis kwam een abrupt einde aan die inkoop. Ook andere bedrijven zetten de aandeleninkoop op een lager pitje.

De jongste jaren komen de aandeleninkoop in eigen land stilaan weer op gang. In België kochten bedrijven volgens berekeningen van De Tijd vorig jaar voor 3 miljard euro eigen aandelen in. Dat is 1 procent van de marktkapitalisatie van de aandelen op de Brusselse beurs.

Belasting op kapitaalvermindering

Behalve de inkoop van eigen aandelen is er nog een manier waarmee bedrijven hun aandeelhouders de belasting op dividenden kunnen besparen: kapitaalverminderingen. Maar sinds 1 januari 2018 is een kapitaalvermindering in ons land nooit meer volledig belastingvrij. Aandeelhouders betalen geen belasting op de terugbetaling van gestort kapitaal, maar ze dragen wel dezelfde belasting af als op dividenden voor betalingen uit de belaste reserves. De belasting wordt aangerekend in dezelfde verhouding als er gestort kapitaal en reserves aanwezig zijn in het bedrijf.

Onlangs was er veel commotie rond de kapitaalverminderingen van de Nederlandse bedrijven TomTom en Akzo Nobel, waarop de Belgische banken 30 procent roerende voorheffing inhielden. De verdediging van de banken luidde dat de bedrijven niet op tijd de nodige informatie hadden verstrekt.