

Column

De winst per aandeel en de naieve belegger

Jan Klaassen

In dit jaargetijde verkeren wij in de blijde omstandigheid dat veel ondernemingen emissies plegen of die overwegen. Dat is verblijdend voor financiers, beleggers, administrateurs en accountants. Financiers zien tot hun geruststelling hun cliënten meer risicodragend vermogen aantrekken en dat levert voor sommigen bovendien nog een aardige provisieduit op. Beleggers zijn blij met nieuwe beleggingsmogelijkheden, al wil het nog wel eens minder goed aflopen met nieuwe fondsen. En bij herplaatsing is vooral ook de vreugde bij de verkopende aandeelhouders groot. Ook voor administrateurs en accountants leveren emissies brood op de plank.

Het is aardig om dan de informatieverschaffing van emitterende ondernemingen te volgen. De onderneming die dit voorjaar ongetwijfeld het meeste aan de weg timmert, is KPN. Vol verwachting moet het beleggershart gaan kloppen; hoe hoog zal de emissiekoers worden? De krant bevat regelmatig strooinieuws en dan ontstaat er een klein incidentje dat vooral de in financiële verslaggeving geïnteresseerden aanspreekt.

Volgens het Financieele Dagblad van 13 april was 1993 een goed jaar voor KPN; de winst per aandeel steeg ondanks een uitbreiding van het aantal aandelen, maar de volgende dag lezen wij in diezelfde krant dat feitelijk de winst per aandeel niet was gestegen maar gedaald. De gepresenteerde stijging was een gevolg van het feit dat de per 1 januari 1994 geëmitteerde aandelen ook bij de herberekening van

de winst per aandeel over voorgaande jaren waren meegeteld. Tevens werd daarmee, volgens het Financieele Dagblad, voorkomen dat de winst per aandeel over 1994 zou dalen. De volgende dag meldt de Raad van Bestuur van KPN dat zij haar berekening als enig juiste presentatie van de winst per aandeel beschouwt. Ten slotte mengt ook de Vereniging van Beleggingsanalisten (VBA) zich in de strijd. Deze bekritiseert de berekeningswijze van KPN. In dit geval, waarbij de enige aandeelhouder vlak voor de emissie een achtergestelde lening omzet in aandelenkapitaal, is de winst per aandeel over de perioden vóór de emissie per definitie onbruikbaar als voorspelling van de winst per aandeel na emissie. Uiteraard zou de voorspelde winst per aandeel over 1994 wel van grote betekenis zijn.

Tussen haakjes, het is aardig dat alle partijen zich beroepen op regels voor de berekening van de winst per aandeel van de Raad voor de Jaarverslaggeving in een recent gepubliceerde Richtlijn over dit onderwerp. Daarbij ziet KPN een analogie met een aandelensplitsing en de andere twee partijen wijzen erop dat een emissie heeft plaatsgevonden ter aflossing van een achtergestelde lening, waardoor het aantal uitstaande aandelen is gestegen. Wellicht was KPN bang dat een daling van de winst per aandeel in 1994 ten opzichte van 1993 als een slecht teken zou worden beschouwd, zo vlak na een grote emissie. Ook heel wat andere ondernemingen hechten

Prof. Dr. J. Klaassen is venoot van KPMG Klijnveld en hoogleraar Externe Verslaggeving aan de Vrije Universiteit te Amsterdam

er belang aan om in dit emissietijdperk te voorkomen dat beleggers op het verkeerde been worden gezet door slecht nieuws. Zo was in het Financieele Dagblad van 13 april recht onder het KPN-nieuws te lezen: 'Daimler Benz hervindt zichzelf net voor grote emissie. Deze onderneming slaagde er volgens het Financieele Dagblad in nog net uit de rode cijfers te blijven door een bate van DM 2,6 miljard als gevolg van een gewijzigde waarderingmethode en daarnaast nog een grote verkoopwinst uit de liquidatie van een deel van een aandelenportefeuille. Volgens Amerikaanse regels resulteerde echter een verlies van bijna DM 2 miljard. (Uiteraard sloeg het 'zichzelf hervinden' niet zozeer op het vorenstaande maar meer op de commerciële vooruitzichten.)

In ons land hebben wij dit jaar ook nogal wat ondernemingen gezien die grote reorganisatievoorzieningen boekten en daarbij benadrukten dat dit als een positief teken moest worden opgevat (bijvoorbeeld KNP-BT en Unilever). Het zou de toekomstige winst positief beïnvloeden.

Vorenstaande voorbeelden geven aan dat:

- ondernemers belang hebben bij het voorkomen van een ongunstige interpretatie van hun cijfers en dat sommigen hun best doen om die te voorkomen door op allerlei manieren wat bij te schaven aan het beeld dat die gegevens oproepen, of door de uitkomsten wat te masseren;
- kengetallen in sommige gevallen te simplistisch zijn om naar de toekomst te worden doorgetrokken.

Als accountant kom je automatisch op grond van je beroepsvorming of deformatie in de verleiding na te denken over de vraag of dit

soort beïnvloeding van de beleggers nu goed of slecht is voor de beleggers en voor de ondernemers.

Een vergelijking met de thans aan de gang zijnde verkiezingscampagne dringt zich op. Alle partijen maken zich zo mooi mogelijk en lukt dat niet dan zijn de andere partijen en de pers er als de kippen bij om de vinger op de zwakke plek te leggen. Zo wordt de kiezer voorgelicht. Maar deze wijze van voorlichting werkt uitsluitend als er voldoende kritische vragenstellers zijn en als de kiezer de tijd en de moeite neemt om het allemaal te volgen.

Zo is het ook met de financiële informatieverstrekking. Het hoort niet tot onze cultuur dat alle ondernemingen die naar de financiële gunsten van de beleggers dingen elkaar als concurrenten kritische vragen stellen over ieders berichtgeving; beleggingsmiddelen zijn kennelijk minder schaars dan stemmen. Wij moeten het ook ondernemers gunnen om hun onderneming mooi voor te stellen, mits de relevante informatie maar gepubliceerd wordt. Maar wel mogen wij hopen dat beleggingsanalisten en de pers hun taak verstaan door een kritische evaluatie van de financiële verslaggeving van ondernemingen. Dat kan ertoe bijdragen dat de prijsvorming op de markt zodanig efficiënt is dat de achterliggende factoren van winsten per aandeel en getroffen voorzieningen worden vertaald in goede evaluaties van de economische situatie van ondernemingen en faire beurskoersen. Daar zijn zowel beleggers als ondernemers op lange termijn bij gebaat. Dat kan ertoe bijdragen dat zelfs de naïeve belegger, die puur op grond van de TV-spots een aandeel koopt, daarvoor een faire prijs betaalt.