

CORRECTIE VAN CIJFERS PER AANDEEL

(aanbeveling voor een uniforme methodiek)

door Drs R. L. Boissevain en R. J. W. B. van Doorn

I. Inleiding

Het zinvol met elkaar vergelijken van cijfers die op verschillende tijdstippen betrekking hebben, maakt het veelal noodzakelijk op historische cijferreeksen bepaalde correcties aan te brengen. Onder (professionele) beleggingsanalisten bestaat er, nationaal en internationaal, reeds lang overeenstemming over, dat zulks o.m. geldt voor diverse voor beleggers van belang zijnde gegevens, zoals b.v. aandelenkoersen, dividenden en winsten per aandeel. In de wijze waarop dergelijke correcties plaatsvinden, treden echter nogal eens verschillen op.

De *Vereniging van Beleggingsanalisten* is van mening, dat op dit gebied tegenover bedrijfsleven en beleggers duidelijkheid geboden is. Dit maakt een grote mate van uniformiteit ten aanzien van de correctiemethoden wenselijk.

Na uitvoerige discussies binnen de eigen gelederen heeft de Vereniging één bepaalde methodiek aanvaard voor correctie van cijfers per aandeel welke verband houden met kapitaalmutaties.

Deze methodiek is voorzover mogelijk gelijk aan die welke door de *European Federation of Financial Analysts Societies* is aanbevolen en is ten dele een aanvulling daarop. Op zijn beurt houdt dat geheel van regels rekening met het in de Verenigde Staten geldende systeem, dat aldaar in samenspraak tussen financiële analisten, bedrijfsleven en accountants werd opgebouwd. In Nederland zullen de leden van de Vereniging van Beleggingsanalisten zich vrijwillig aan de voorgestelde gedragsregels houden.

De Vereniging acht het wenselijk, dat deze methodiek ook buiten de kring van beleggingsanalisten bekendheid zal krijgen teneinde ook in breder verband algemene aanvaarding te bereiken. Het is bekend, dat het bedrijfsleven grote behoefte aan uniforme regels heeft. Gehoopt wordt, dat het zich met de voorgestelde methodiek kan verenigen.

Het spreekt welhaast vanzelf, dat de Vereniging ernaar streeft, dat haar standpunt zeker ook voor de Nederlandse accountantswereld duidelijk en aanvaardbaar is. Volledigheidshalve zij hierbij gememoreerd, dat in de Verenigde Staten de accountants nauw betrokken zijn bij de wijze waarop (gecorrigeerde) cijfers per aandeel worden gepresenteerd.

In het onderstaande wordt de door de Vereniging van Beleggingsanalisten aanbevolen uniforme methodiek uiteengezet. Daarbij komen achtereenvolgens aan de orde:

- de motivering,
- de gebruikte uitgangspunten,
- de mogelijke oorzaken van correctie,
- de aanbevolen wijze van corrigeren.

Gegeven de omvang van het onderwerp enerzijds en de behoefte aan doelmatigheid anderzijds is niet naar volledigheid gestreefd. Wel passeren de meest gebruikelijke correcties de revue. Waar nodig, zijn tevens alternatieve methoden aangegeven met een motivering voor de gemaakte keuze.

Volledigheidshalve zij erop gewezen, dat de aanbeveling uitsluitend betrekking

heeft op correcties, die het gevolg zijn van een wijziging in het aantal uitstaande aandelen.

In het bijzonder omtrent de begrippen „winst” en „winst per aandeel” blijken in de praktijk nogal eens verschillen van inzicht te bestaan, die eveneens tot correcties van het gepresenteerde cijfermateriaal aanleiding kunnen geven. *Dergelijke wenselijk geachte correcties, die op grond van interpretatie van posten van balans en/of resultatenrekening vooraf gaan aan de herleiding tot cijfers per aandeel, blijven in het kader van deze aanbeveling buiten beschouwing.*

Ook de beantwoording van de vraag in hoeverre voor een zinvolle vergelijking van historische cijfers een correctie op grond van koopkrachtwijzigingen wenselijk is, valt buiten het bestek van de onderhavige aanbeveling.

II. Motivering

Een belegger, die een beleggingsbeslissing moet nemen zal trachten zich een beeld te vormen van de mogelijke opbrengst die de belegging hem kan opleveren in de vorm van inkomen en/of vermogensaanwas. In het algemeen houdt dit in, dat hij tot een oordeel poogt te komen enerzijds over de prijs van de belegging, anderzijds over de daartegenover staande beleggingskwaliteit (het ondernemingsrisico).

Voor vele beleggers in aandelen betekent dit laatste in de eerste plaats een beoordeling van de factoren die de toekomstige resultatenontwikkeling van de onderneming zullen kunnen bepalen; anders gezegd, een beoordeling van de kwaliteit van de onderneming, onder meer tot uiting komende in een winst- en dividendprognose. Naast de beoordeling van de kwaliteit van de onderneming staat de beoordeling van de prijs. De prijs, c.q. de beurskoers, is deels een functie van het algemene koerspeil ter beurze, deels van de kwaliteit van de onderneming. Een zinvolle vergelijking van prijs en kwaliteit is alleen mogelijk indien beide in dezelfde eenheid worden uitgedrukt. Voor de individuele aandeelhouder brengt dit de noodzaak met zich grootheden als b.v. dividend en winst *per aandeel* te kennen.

Echter niet alleen bij de actuele vergelijking van prijs en kwaliteit van een belegging hebben cijfers per aandeel betekenis. In de opinievorming en in het beslissingsproces wordt ook het kennen van de relevante gegevens over een bepaalde periode, b.v. meerdere jaren, van groot belang geacht. Dit geldt ook voor diverse per aandeel uitgedrukte gegevens, zoals koersen, dividenden, winsten per aandeel.

Het vorenstaande illustreert, waarom cijfers per aandeel veelvuldig worden toegepast bij de beoordeling van het verleden, bij de opinievorming omtrent de toekomst en bij het nemen van beleggingsbeslissingen, en veelvuldig worden weergegeven in jaarverslagen, fusie- en emissieprospectussen en diverse andere publicaties.

In de inleiding werd reeds gesteld, dat het zinvol vergelijken van cijfers die op verschillende tijdstippen betrekking hebben het veelal noodzakelijk maakt bepaalde *correcties* aan te brengen. Dit kan worden geïllustreerd aan de hand van een coupurewijziging. Zo is het b.v. duidelijk, dat een koers van f 55,— per aandeel van nom. f 25,— zich moeilijk laat vergelijken met een koers van f 27,— indien de nominale waarde bij een ongewijzigd aandelenkapitaal inmiddels is gewijzigd in

f 10,-. (Dit impliceert dus een wijziging in het aantal uitstaande aandelen.)

Ook bij andere wijzigingen in het aantal uitstaande aandelen kan correctie van historische cijfers per aandeel wenselijk zijn. Daarbij houde men voor ogen, dat de belegger de ontwikkeling van de waarde van een belegging resp. van de kwaliteitsfactoren die deze waarde mede bepalen (zoals winst en dividend) wil kunnen beoordelen. Hij wil dus actuele gegevens met die op een vroeger tijdstip kunnen vergelijken.

Dit impliceert de veronderstelling, dat hij gedurende deze periode geen kapitaal aan zijn bezit heeft toegevoegd of onttrokken, omdat dit de vergelijking onzuiver zou maken. Aan deze veronderstelling wordt niet steeds voldaan.

In de wens dergelijke verstoringen te elimineren schuilt het *motief voor de correctie van cijfers per aandeel*.

Helaas hanteren ondernemingen, beleggingsanalisten en financiële pers in Nederland verschillende correctiemethoden, hetgeen aanleiding geeft tot veel verwarring.

In het streven om tot opheffing van deze verwarring te komen heeft de Vereniging van Beleggingsanalisten overwogen, dat het wenselijk is zoveel mogelijk aan te sluiten bij de internationale praktijk, opdat gegevens per aandeel zich ook internationaal voor vergelijking kunnen lenen. Zij heeft dan ook, voorzover mogelijk, aansluiting gezocht bij de aanbevelingen van de European Federation of Financial Analysts Societies en bij de o.m. in de Verenigde Staten toegepaste praktijk. Voor meer specifiek Nederlandse problemen is gezocht naar een uniforme nationale aanpak en oplossing.

De Vereniging van Beleggingsanalisten is zich ervan bewust, dat met de in het onderstaande gegeven aanbeveling wellicht niet voor alle gevallen waarin correctie wenselijk, c.q. noodzakelijk, wordt geacht een oplossing is aangegeven. Bij algemene aanvaarding van de aanbevelingen wordt echter in de meest voorkomende gevallen voorzien.

Voorts wenst de Vereniging er nadrukkelijk op te wijzen, dat - hoewel naar een degelijke theoretische fundering is gestreefd - in sommige gevallen geen sprake kan zijn van de enige juiste methode. Verschillende in de praktijk gehanteerde systemen zijn, ondanks hun uiteenlopend karakter op goede gronden verdedigbaar, zodat soms, vnl. uit praktische overwegingen, een keuze werd gedaan.

III. Uitgangspunten

Aan de opstelling van de aanbevolen correctiemethodiek liggen de volgende uitgangspunten ten grondslag:

- een degelijke fundering;
- een streven naar een zo consequent mogelijke toepassing d.m.v. algemeen gehanteerde formules;
- aansluiting bij internationaal gebruik;
- een correctie die naar het verleden geschiedt; d.w.z. de huidige situatie wordt als uitgangspunt gebruikt en de gegevens van het verleden worden hieraan aangepast;
- aanvaarding van het feit, dat perfectie en volledigheid in vele opzichten in de praktijk niet haalbaar zijn. Dit leidt er toe, dat in sommige gevallen een keuze

- wordt gedaan op louter praktische gronden;
- een streven de correcties te effectueren zo snel mogelijk nadat het feit, dat tot correctie aanleiding geeft, heeft plaatsgevonden; dit noopt tot een praktische keuze;
- een bewuste beperking van het terrein der correctiemogelijkheden tot de correctie op cijfers per aandeel ten behoeve van een betere vergelijking in de tijd;
- haalbaarheid en hanteerbaarheid in de praktijk.

IV. Mogelijke oorzaken van correctie

Bij elke feitelijke wijziging in het aantal uitstaande aandelen dient te worden nagegaan of deze aanleiding geeft tot correctie van cijfers per aandeel.

(N.B. Dit dient wel te worden onderscheiden van potentiële wijzigingen van het aantal uitstaande aandelen, b.v. uit hoofde van conversie. Hoewel de belegger bij zijn prognoses in het kader van zijn beoordelings- en beslissingsproces zeker met de invloed van dergelijke potentiële wijzigingen rekening zal willen houden, is dit probleem hier niet aan de orde. Doorgaans lost men het op door vermelding van een tweede cijfer, berekend op basis van de veronderstelling, dat de potentiële gebeurtenis zou hebben plaatsgehad.)

Wijzigingen in het aantal uitstaande aandelen kunnen op verschillende manieren plaatsvinden, die echter niet alle aanleiding geven tot correctie.

- bij gelijkblijvend aandelenkapitaal, d.w.z. bij coupurewijziging door splitsing (split up) of samenvoeging (reverse split);
- met wijziging van het aandelenkapitaal, doch bij gelijkblijvend eigen vermogen, d.w.z. bij omzetting van reserves in kapitaal (bonus);
- met wijziging van zowel aandelenkapitaal als eigen vermogen:
 - bij overneming d.m.v. aandelenruil;
 - bij vrije uitgifte, d.w.z. zonder voorkeursrecht (openbaar of onderhands);
 - claimemissie beneden beurskoers;
 - bij indirecte uitgifte, b.v. via converteerbare obligaties of via opties;
 - uit de winstverdeling: uitkering van dividend in aandelen (stockdividend).

In hoeverre wordt nu bij bovenvermelde wijzigingen in het aantal aandelen voldaan aan het eerder vermelde uitgangspunt, dat geen toevoegingen of onttrekkingen aan de belegging mogen hebben plaats gehad? Hierdoor wordt immers bepaald of er al dan niet aanleiding is tot correctie.

1 *Splitsing of samenvoeging*

Bij een splitsing of samenvoeging is op zich zelf geen sprake van verandering in de balans van de onderneming. De balanspost aandelenkapitaal blijft ongewijzigd en er vinden geen overboekingen van de ene rekening naar de andere plaats. Alleen de nominale waarde per aandeel verandert, ofwel tegenover het onveranderde aandelenkapitaal zullen na splitsing meer aandelen uitstaan (na een samenvoeging minder aandelen).

De splitsing (of de samenvoeging) veroorzaakt als zodanig geen wijziging in de totale beurswaarde van het aandelenkapitaal en evenmin in aggregaten als het dividend en de winst. Per aandeel echter worden deze grootheden lager bij splitsing (hoger bij samenvoeging). Daar in de positie van de aandeelhouder evenwel

- ondanks de wijziging in het aantal aandelen dat hij bezit - geen verandering komt, dient het effect van de per aandeel optredende wijzigingen ongedaan te worden gemaakt. De correctie komt nu neer op een zodanige (gefingeerde) vergroting (resp. verkleining bij samenvoeging) van het aantal uitstaande aandelen alsof de splitsing (resp. samenvoeging) reeds in het verleden had plaatsgehad.

2 *Bonus*: uitgifte van aandelen zonder tegenprestatie

Hierbij gaat het om een wijziging binnen de eigen vermogensrekeningen van de onderneming: omzetting van reserves in aandelenkapitaal.

De bonus is een uitkering in aandelen die los staat van de jaarwinst en de verdeling daarvan. (N.B. Een bonus wordt soms wel aangeduid als stock of stockdividend. Dit schept verwarring. In tegenstelling tot de bonus vindt het hierna nog te behandelen stockdividend zijn oorsprong in de jaarwinst en de verdeling daarvan, terwijl het in de plaats treedt van een contante uitkering.) Een bonusuitkering wordt door de belegger gezien als een veronderstelde, impliciete aanduiding door het ondernemingsbestuur van gunstige vooruitzichten. Het voornaamste pluspunt is de mogelijkheid van een indirecte dividendverhoging (nl. via handhaving van het bedrag aan dividend per aandeel bij een met de bonus vergroot aandelenkapitaal).

Algezien van de motivering die aan de bonusuitkering ten grondslag ligt, kunnen enkele varianten worden onderscheiden:

- veruit het meest voorkomend is de agiobonus: omzetting van eerder als agio-reserve gestort kapitaal in aandelenkapitaal, vrij van inkomstenbelasting voor de aandeelhouders;
- belastbare bonus: uitkering in aandelen ten laste van een (in het verleden uit de winst of uit herwaardering gevormde) algemene reserverekening en daarom bij de aandeelhouders voor de nominale waarde belastbaar;
- herkapitalisatiebonus: idem, doch ingevolge de desbetreffende bepalingen belastbaar tegen een verlaagd tarief.

Deze twee laatstgenoemde varianten komen overigens veel minder voor dan de agiobonus, vnl. door de minder gunstige fiscale consequenties.

Evenals bij de splitsing ontstaat door de bonusuitkering als zodanig geen wijziging in de positie van de aandeelhouders: de beurswaarde van het aandelenkapitaal, het totale dividend, de totale winst en het totale eigen vermogen blijven onveranderd (afgezien van een eventueel bijkomend zgn. belastingdividend in contanten teneinde de aandeelhouder in zijn fiscale verplichtingen tegemoet te treden). Per aandeel treden echter wel wijzigingen op en aan het aandelenbezit vindt een toevoeging plaats. Daarom worden, evenals bij de splitsing, ook bij de bonus de per aandeel optredende invloeden ongedaan gemaakt en wordt een zodanige (gefingeerde) vergroting van het aantal aandelen in het verleden toegepast alsof de bonusuitkering reeds in het verleden had plaatsgehad.

3 *Fusie of overneming d.m.v. aandelenruil*

Bij uitgifte van aandelen ter effectuering van een fusie of overneming treden veranderingen in de onderneming op, in elk geval in absolute zin (aandelenkapitaal en eigen vermogen nemen toe), in het algemeen ook per aandeel. De positie van de individuele aandeelhouder ondergaat dus een verandering. Daar bij hem het aantal aandelen gelijk blijft en aan zijn bezit geen kapitaal wordt toegevoegd of

onttrokken, is er ook geen aanleiding om uit dien hoofde de cijfers per aandeel te corrigeren, zoals bij de splitsing en de bonus.

Wel wordt soms, ter vergelijking van heden en verleden, een pro forma consolidatie op het verleden toegepast, doch een dergelijke combinatie van cijfers van twee verschillende ondernemingen met tal van verschillen in b.v. bestuur, verslaggeving, beurswaardering enz. leidt doorgaans niet tot vergelijkbare cijfers.

4 *Vrije uitgifte van aandelen (zonder voorkeursrecht)*

In hoeverre een vrije uitgifte van aandelen, d.w.z. een uitgifte zonder voorkeursrecht voor bestaande aandeelhouders mogelijk is, hangt af van de statutaire bepalingen van de onderneming.

Openbare emissies van aandelen zonder voorkeursrecht komen in Nederland in tegenstelling tot b.v. de Verenigde Staten niet veel voor. Minder zeldzaam daarentegen zijn onderhandse uitgiften zonder voorkeursrecht, meestal in de vorm van een plaatsing bij een of meer institutionele beleggers b.v. indien het beursklimaat voor een openbare uitgifte minder gunstig wordt geacht. Vrije aandelenuitgiften vinden doorgaans plaats tegen beurskoers of dicht daaronder. Plaatsing tegen een belangrijk lagere koers wordt in het algemeen niet ten onrechte als een onrechtmatige aantasting van de belangen van de bestaande aandeelhouders gezien.

Balans en resultaten ondergaan door de aandelenuitgifte wijziging, meestal ook de cijfers per aandeel, al hoeft dit laatste niet per se het geval te zijn (b.v. als de nieuwe middelen dezelfde rentabiliteit hebben als het bestaande apparaat).

Ook de positie van de individuele aandeelhouder ondergaat door de vergroting van zowel het aantal uitstaande aandelen als van het aantal aandeelhouders een verandering. Aan zijn aandelenbezit vinden echter geen toevoegingen of onttrekkingen plaats en er bestaat dus ook geen aanleiding uit dien hoofde de cijfers per aandeel te corrigeren.

5 *Claimemissie (uitgifte met voorkeursrecht)*

Vervult de meeste openbare aandelenuitgiften in Nederland beneden beurskoers geschieden in de vorm van een claimemissie.

Uitgifte van aandelen beneden beurskoers, die na de emissie dezelfde rechten hebben als de reeds bestaande aandelen betekent, dat door deelneming aan de emissie aandelen op gunstiger voorwaarden kunnen worden verkregen dan door aankoop ter beurze. De uit deze ongelijkheid voortvloeiende aantasting van de belangen van de bestaande aandeelhouders, die als onrechtmatig wordt ervaren, kan worden gecompenseerd door bestaande aandeelhouders recht van voorkeur bij de inschrijving toe te kennen.

Het voorkeursrecht heeft doorgaans een marktwaarde, die althans in theorie juist het waardeverschil vertegenwoordigt tussen een oud en een nieuw aandeel, d.w.z. juist zo groot is als nodig om na de emissie een gelijke waardering voor de reeds bestaande en de nieuwe aandelen te bewerkstelligen. Anders gezegd: oude beurswaarde minus waarde van een claimbewijs = inschrijfprijs plus waarde van de benodigde claims.

Evenals bij een vrije uitgifte veranderen ook bij een claimemissie de balans en de resultaten, en meestal ook de cijfers per aandeel, terwijl ook hier de positie van de aandeelhouder wordt gewijzigd door vergroting van het aantal uitstaande

aandelen en van het aantal aandeelhouders. Anders dan bij de vrije uitgifte wordt nu echter wel kapitaal aan zijn bezit toegevoegd of onttrokken. Immers, gebruikmaking van het claimrecht en inschrijving op de emissie betekent belegging van additionele middelen en toevoeging van nieuwe aandelen. Verkoop van het claimrecht betekent vermindering van het belegde kapitaal. Sommigen houden de waarde van het bezit weliswaar onveranderd door juist zoveel claims te verkopen als nodig is om met de opbrengst te kunnen inschrijven op nieuwe aandelen onder gebruikmaking van de overblijvende claims. Hun belegd kapitaal blijft dan gelijk, maar het aantal aandelen dat zij bezitten neemt toe.

Uitgaande van een onveranderd blijvend bezit zal dan ook een correctie moeten plaatsvinden. Deze komt per aandeel neer op een correctie voor de waarde van het voorkeursrecht.

Men kan het vorenstaande ook op andere wijze benaderen. Een claimemissie beneden beurskoers betekent, dat een groter aantal aandelen moet worden uitgegeven om eenzelfde emissieopbrengst te verkrijgen dan bij een emissie tegen beurskoers. Dit grotere aantal kan op een lijn worden gesteld met uitkering van een bonus. Anders gezegd: een claimemissie beneden beurskoers kan gelijk worden gesteld met een emissie tegen beurskoers (geen correctie) gevolgd door een bonusuitkering (correctie). Men spreekt dan ook wel van „het bonus-element van de claim”.

Hoewel in beginsel over de noodzaak van correctie bij claimemissies onder (professionele) beleggingsanalisten in Nederland wel overeenstemming bestaat, is de wijze van berekening niet steeds gelijk.

6 *Indirecte aandelenuitgifte via conversie*

Aandelen kunnen langs indirecte weg worden uitgegeven, nl. via conversie van eerder uitgegeven waardepapieren zoals converteerbare obligaties, converteerbare preferente aandelen, optiebewijzen e.d.

De conversie als zodanig beïnvloedt wel de positie van de aandeelhouder, maar veroorzaakt op dat moment geen onttrekking of toevoeging aan zijn bezit, zodat uit dien hoofde geen correctie vereist is.

Anders is het gesteld met de uitgifte van de te converteren waardepapieren zelf. Voorzover het hier een vrije uitgifte betreft - dus zonder voorkeursrecht voor aandeelhouders - is er evenals bij een vrije aandelenuitgifte geen aanleiding voor correctie.

In Nederland wordt een converteerbare obligatielening echter veelal met voorkeursrecht voor aandeelhouders uitgegeven. Soms is dit geheel terecht, nl. indien ten tijde van de uitgifte de conversiekoers beneden de beurskoers van de aandelen ligt. In dat geval is er sprake van een verkapte aandelenuitgifte beneden beurskoers, waarbij zoals in de vorige paragraaf werd gesteld voor de claimwaarde dient te worden gecorrigeerd.

Doorgaans echter ligt de conversiekoers ten tijde van de uitgifte boven de beurskoers. Ook bij een dergelijke uitgifte wordt veelal wel voorkeursrecht aan bestaande aandeelhouders gegeven. Anders dan bij een emissie beneden beurskoers vormt de claim hier evenwel geen overbrugging van het verschil tussen een oud en een nieuw aandeel, tenzij in negatieve zin. Toch heeft de claim vaak een marktwaarde, die men kan zien als een premie welke inschrijvers op de converteerbare obligatielening bereid zijn te betalen voor het recht op een later tijdstip

aandelen te verwerven tegen thans vastgestelde condities. Bij verkoop van de claim wordt wel iets uit zijn aandelenbezit afgestoten, maar welke betekenis heeft dit voor het onderhavige vraagstuk? Over de vraag of bij een claimemissie van een converteerbare obligatie waarbij de conversiekoers boven de beurskoers van de aandelen ligt voor de claim gecorrigeerd zou moeten worden, bestaat geen communis opinio.

(N.B. Zoals in de aanvang van dit hoofdstuk vermeld, bestaat wel de behoefte de gevolgen van conversie en daaruit resulterende vergroting van het aantal aandelen aan te duiden. Dit geschiedt door - voor het laatste jaar, resp. bij de prognose voor het lopende jaar - tevens pro forma cijfers per aandeel te berekenen op basis van volledige conversie, rekening houdend met de wegvallende netto rentelast (na belasting). Dit is evenwel geen correctie.)

7 *Uitkering van dividend in aandelen (stockdividend)*

Zeer uiteenlopende correctiepraktijken vallen te constateren met betrekking tot uitkering van stockdividenden, reden om bij deze vorm van wijziging in het aantal uitstaande aandelen wat uitvoeriger stil te staan.

Stockdividenden onderscheiden zich van de in paragraaf 2 behandelde bonus uitkeringen doordat zij:

a. hun oorsprong vinden in de jaarwinst en de verdeling daarvan;

b. in de plaats treden van een winstuitkering in contanten.

ad a): Fiscaal gezien zijn hierbij twee varianten te onderscheiden:

- het belastbare stockdividend, waarbij de nominale waarde van de aandelen, welke uit de winstverdeling in de plaats van een eveneens belastbaar contant dividend worden uitgekeerd, voor de aandeelhouder onderhevig is aan inkomstenbelasting;

- de agiostock: hierbij geschiedt de winstuitkering langs indirecte weg: de aandelen worden uitgekeerd ten laste van de agioreserve (en zijn daardoor voor de aandeelhouder vrij van inkomstenbelasting), maar tegenover de onttrekking aan de agioreserve staat een evengrote toevoeging uit de winst aan de algemene reserve, zodat de totale reserves niet dalen.

ad b): Ook hierbij bestaan enkele varianten: de aandeelhouder kan al dan niet de keuze krijgen tussen twee alternatieven: uitkering in contanten of in aandelen. Voorzover hem hiertussen de keuze wordt gelaten spreekt men van *keuzedividend*, ook al is in de praktijk doorgaans van een reële keuze nauwelijks sprake door feitelijke ongelijkwaardigheid van de twee alternatieven. In het verleden was het gebruikelijk, dat de totale nominale waarde van de als stock uit te keren aandelen gelijk was aan de waarde van het alternatieve contante dividend; gezien de meestal veel hogere beurswaarde opteerden de aandeelhouders vrijwel steeds voor de stock.

De laatste jaren is echter een nieuwe vorm van keuzedividend in zwang gekomen, waarbij als alternatief voor een contant dividend een uitkering in aandelen met in totaal een lagere nominale waarde geboden wordt (hiervoor wordt soms wel de term „magere stock” gebruikt). Doordat hiermede het waardeverschil tussen de stock en het contante alternatief tot zeer geringe proporties kan worden teruggebracht zou in beginsel een reële keuzemogelijkheid kunnen worden geboden aan de veelal zeer heterogene groep individuele en institutionele beleggers. In de praktijk is er meestal toch nog van enig waardeverschil sprake (zeker

indien ook het fiscale aspect mede in de overwegingen wordt betrokken), zodat ook hier de keuze vrijwel altijd op de stock zal vallen.

De toegenomen hantering van stockdividenden valt rechtstreeks te verklaren uit de financieringsproblemen waarmee ondernemingen meer en meer te kampen hebben gekregen als gevolg van verschuivingen in de inkomensverdeling, o.m. tot uiting komende in dalende rentabiliteit. Liquiditeits- en solvabiliteitsoverwegingen kunnen dan hetzij winstinhouding hetzij externe aantrekking van nieuw eigen vermogen wenselijk maken. Bij dalende beurskoersen als effect deels van rentestijging deels van het bij de inflatie achterblijvende accres van de dividenduitkeringen biedt de emissiemarkt voor aandelen veelal te weinig mogelijkheden. Rechtstreekse winstinhouding echter komt in botsing met de inkomensbehoefte van de aandeelhouders. Het stockdividend biedt hier uitkomst.

Het uitkeringsbeleid van een vennootschap vormt vrijwel steeds een compromis tussen winstinhouding en winstuitkering. Anders gezegd: tussen de behoefte aan liquide middelen en het bewaren van optimale balansverhoudingen enerzijds, en het adequaat belonen van risicodragende kapitaalverschaffers en het mede door een goed imago bij de beleggers openhouden van de emissiemarkt voor aandeelvermogen anderzijds.

Bij het compromis van de winstverdeling worden drie variabelen toegepast: rechtstreekse reservering, dividend in contanten en dividend in aandelen (stockdividend).

Bij de eerstgenoemde twee variabelen is de bedoeling duidelijk, bij de derde niet. Met het stockdividend beoogt de onderneming in wezen winstinhouding, maar het wordt aan de aandeelhouder gepresenteerd als winstuitkering, die hij echter geacht wordt geheel ter beschikking van de vennootschap te stellen, zodat hij in feite besteedbaar inkomen derft in ruil voor de impliciete belofte, dat zijn dividendinkomen op zijn met de stock uitgebreide aandelenbezit in de toekomst zal toenemen. Theoretisch gezien is het eenvoudiger, technisch gemakkelijker, even effectief en goedkoper om geen dividend uit te keren, doch winst rechtstreeks in te houden (en tevens de in de stock besloten impliciete belofte expliciet te maken), doch dit is zeker bij de niet-professionele belegger psychologisch moeilijk haalbaar.

De bovengeschetste problematiek van het stockdividend komt duidelijk tot uiting in de wijze, waarop voor dergelijke kapitaalsvergrotingen de cijfers per aandeel worden gecorrigeerd. Twee opvattingen treft men hierbij aan:

- de ene zienswijze ziet het stockdividend als een bonus, omdat het wezenlijke oogmerk van de vennootschap winstinhouding is (hetgeen automatisch leidt tot inkomstenderving bij de aandeelhouder);
- de andere zienswijze ziet het stockdividend als een combinatie van dividenduitkering, gekoppeld aan een gedwongen emissie, waarbij de opgeofferde contante uitkering als stortingsprijs wordt gezien.

Voor de wijze van corrigeren heeft dit belangrijke consequenties. Bij een bonus wordt gecorrigeerd voor de totale vergroting van het aantal aandelen, bij een emissie echter wordt niet hiervoor gecorrigeerd, evenmin voor de waarde daarvan (het te storten bedrag), maar voor het bonuselement in een eventuele claimwaarde. Dit leidt tot zeer verschillende uitkomsten.

In het volgende hoofdstuk zal bij de motivering van het door de Vereniging van Beleggingsanalisten aanbevolen standpunt het verschil met cijfers worden

toegelicht en zullen tevens enkele voor- en nadelen van beide zienswijzen ter sprake komen.

N.B.: Soms, m.n. bij de besloten of incurante fondsen met optisch hoge koers is niet de financieringsbehoefte, maar de wens het optisch hoge koerspeil wat omhoog te brengen, d.w.z. het aandeel „lichter” te maken, bijv. ter voorbereiding van beursintroductie, een motief voor uitkering van een stockdividend.

8 *Samenvatting*

Het voorgaande kan als volgt worden samengevat.

Grondslag voor de correctie van cijfers per aandeel is steeds - en dit wordt door professionele beleggingsanalisten in binnen- en buitenland algemeen erkend - de uitgifte van aandelen beneden beurskoers (hetzij om niet, hetzij onder bezwaren - de titel), waarbij de houder van een bestaand aandeel een schadeloosstelling (compensatie) ontvangt voor het verschil tussen beurskoers en uitgiftekoers, zijnde het bedrag waarvoor de uitgifte geacht kan worden te zijnen nadele plaats te vinden in de vorm van kapitaalverwatering.

(N.B. Impliciet wordt er hierbij van uitgegaan, dat de rentabiliteit van eventueel in ruil voor de nieuwe aandelen te ontvangen middelen gelijk is aan die van het oude apparaat en dat deze rentabiliteit door de beurskoers wordt weerspiegeld.)

Een en ander houdt het volgende in:

Correctie van cijfers per aandeel is in beginsel aangewezen in geval van splitsing, samenvoeging, bonusuitkering, claimemissie van aandelen (en eventueel van converteerbare obligaties), alsmede uitkering van dividend in aandelen. *Geen correctie* daarentegen geschiedt in geval van aandelenruil bij fusie of overneming, vrije uitgifte van aandelen of converteerbare obligaties, en conversie van converteerbare obligaties in aandelen.

V. **Aanbevolen wijze van corrigeren**

1 *Inleiding*

Nogmaals zij in herinnering gebracht, dat de correctie niet beoogt wijziging te brengen in grootheden als de totale netto winst, het totale dividendbedrag, enz. Het gaat om correctie van cijfers per aandeel. De correctie komt dan neer op een zodanige (gefingeerde) vergroting van het uitstaande aantal aandelen in het verleden als overeenkomt met de compensatie die de aandeelhouder ontvangt voor het verschil tussen beurskoers en uitgiftekoers van de nieuwe aandelen. In de praktijk geschiedt dit doorgaans door vermenigvuldiging van cijfers per aandeel met een correctiefactor die - behalve bij samenvoeging - steeds kleiner dan 1 is.

Indien moet worden gecorrigeerd voor achtereenvolgende bonussen, emissies e.d., geschiedt correctie cumulatief door vermenigvuldiging van de correctiefactoren. Overeenkomstig de internationale gebruiken en de aanbeveling van de European Federation of Financial Analysts Societies wordt de correctiefactor in drie decimalen uitgedrukt.

Aangezien door de correctie geen verandering mag optreden in de (historische) beurswaarde van het aandelenkapitaal, worden de (historische) beurskoersen met dezelfde correctiefactor als de andere cijfers per aandeel vermenigvuldigd.

(N.B. Overigens kan worden opgemerkt, dat in plaats van aanpassing van het

verleden aan de huidige situatie ook de omgekeerde weg kan worden bewandeld, n.l. aanpassing van de huidige (en toekomstige) cijfers aan die welke in het verleden werden gepresenteerd. Deze methode, die voor de historische vergelijking hetzelfde effect heeft, is gebruikelijk bij beursindexcijfers, zoals de ANP-CBS-indices en de Dow-Jones gemiddelden, doch is bij individuele beurskoersen, dividenden en winsten per aandeel niet doelmatig.)

2 Correctie bij splitsing of samenvoeging

Correctie geschiedt door vermenigvuldiging van de historische cijfers per aandeel · koersen, winsten, dividenden, enz. · met een coëfficiënt, die de verhouding tussen het oude en het nieuwe aantal aandelen weergeeft.

Correctiefactor is dus:
$$\frac{\text{aantal aandelen vòòr splitsing/samenvoeging}}{\text{aantal aandelen na splitsing/samenvoeging}}$$

Voorbeeld 1: Wijziging van de nominale waarde van f 25 in f 10, zodat voor elk oud aandeel $2\frac{1}{2}$ nieuwe aandelen in de plaats komen (splitsing). Het aandelenkapitaal blijft ongewijzigd, maar na de splitsing bezit elke aandeelhouder $2\frac{1}{2}$ maal zoveel aandelen als er voor. Correctiefactor $\frac{2}{5} = 0,4$. Een beurskoers van f 75 wordt dan f 30, een dividend van f 3,- wordt f 1,20 en een winst per aandeel van f 8,- wordt f 3,20.

Voorbeeld 2: Wijziging van de nominale waarde van f 75 in f 100, zodat telkens in de plaats van 4 oude aandelen 3 nieuwe uitstaan; het totale aandelenkapitaal blijft echter ongewijzigd (samenvoeging). Correctiefactor $\frac{4}{3} = 1,333$.

3 Correctie bij bonusuitkering

In de correctiepraktijk wordt geen onderscheid gemaakt tussen de belastingvrije agiobonus, de beperkt belaste herkapitalisatiebonus en de voor de nominale waarde volledig belaste gewone bonus uit de algemene reserve. De uiteenlopende fiscale positie van de diverse categorieën particuliere en institutionele beleggers zou zulks trouwens ondoenlijk maken.

Hoewel bij de bonus wel het totale aandelenkapitaal, doch niet de nominale waarde per aandeel wordt gewijzigd – juist tegengesteld aan de splitsing – geschiedt de correctie op dezelfde wijze, n.l. door vermenigvuldiging van historische cijfers per aandeel met een coëfficiënt, die de verhouding tussen het oude en het nieuwe aantal aandelen weergeeft.

Correctiefactor dus:
$$\frac{\text{aantal aandelen vòòr bonus}}{\text{aantal aandelen na bonus}}$$

Voorbeelden: Bij een 100% bonus (verdubbeling van het aantal aandelen) is de correctiefactor $\frac{100}{200} = 0,5$, d.w.z. koersen, winsten en dividenden per aandeel uit het verleden worden gehalveerd. Een dividend van f 4,- na bonus is dus, ten opzichte van een (ongecorrigeerd) dividend vóór bonus van f 6,- (= f 3,- gecorrigeerd), een verhoging. Evenzo betekent een koers van f 80 na bonus, ten opzichte van een (ongecorrigeerde) koers van f 140 vóór bonus (= f 70 gecorrigeerd) een koersstijging.

Op analoge wijze berekent men de correctiefactor bij andere bonuspercenta-