

# Preferente aandelen

## K(r)anttekening

Drs. J.G. Groeneveld RA RV<sup>1</sup>

“De bedrijfsfinanciering komt onder druk te staan door nieuwe boekhoudregels. Vanaf 2005 vallen ‘prefs’ onder de schulden, waardoor de solvabiliteit van veel bedrijven dreigt te dalen” (Het Financieel Dagblad, 19 april 2004). De IASB “heeft eind vorig jaar bepaald dat vermogen waarbij het bedrijf niet de vrije keuze heeft om er een vergoeding over te betalen, tot het vreemd vermogen moet worden gerekend. Bij preferente aandelen bestaat bijna altijd de verplichting om dividend uit te keren bij winst”.

Ergens op de wereld maakt iemand of iets – in dit geval de International Accounting Standards Board (IASB) – een nieuw boekhoudregel. En opeens komt van veel bedrijven de bedrijfsfinanciering onder druk te staan. De regelgever die dit weet, zou toch wel een heel bijzonder goede reden moeten hebben om zo’n nieuwe regel te maken. Zeker in een tijd waarin de wereld zich uit een economische recessie werkt. Wat een afschuwelijke verantwoordelijkheid heeft zo’n Board. Daar moeten vele slapeloze nachten aan vooraf zijn gegaan. En vanaf 2005, zodra de gevolgen zichtbaar worden, volgen opnieuw vele doorwaakte nachten: bedrijven die kreunend door de financiële knieën dreigen te gaan omdat de druk op hun financiering zo enorm groot is geworden.

Gelukkig heeft de Board een geweldig goede reden. Er wordt een einde gemaakt aan een misstand die al veel te lang heeft geduurd. Het was een schandaal; een doorn in het oog; een nagel aan de doodskist van de jaarrekening. Preferente aandelen nog langer eigen vermogen? Niet te geloven: weg ermee.

Een kind kan begrijpen dat het onjuist was om de prefs onder het eigen vermogen te brengen. Dat kon nooit een getrouw beeld geven. Hoewel dat wel jarenlang wereldwijd door accountants is verklaard. Zo blijkt nu: zij hadden het mis! We hadden het allemaal mis. Een zegen toch, zo’n Board.

De rubricering van vermogenstitels onder eigen, respectievelijk vreemd vermogen heeft zo haar tradities. Gewone aandelen ‘zijn’ eigen vermogen. Een obligatielening ‘is’ vreemd vermogen. Van een converteerbare lening hoort tegenwoordig het deel van de optie tot het eigen vermogen; het leningdeel is vreemd vermogen<sup>2</sup>.

Eigen vermogen en vreemd vermogen kunnen aan de hand van uiteenlopende criteria worden onderscheiden. Daar hoort nu het nieuwe criterium van de IASB bij. Een al lang bestaande maatstaf betreft de vraag of het vermogen tijdelijk of permanent ter beschikking van de onderneming is gesteld. Een ander onderscheidend kenmerk geldt sinds lang de resultaatafhankelijkheid van de vergoeding voor vermogensverschaffers. Volgens deze twee traditionele criteria behoren preferente aandelen tot het eigen vermogen.

In een economische benadering wordt gekeken naar de risicoprofielen van vermogenstitels. Door de preferentie met betrekking tot dividenduitkering is een vergoeding in principe minder onzeker dan voor gewone aandelen. Zodra de winst toereikend is, wordt immers het preferente dividend met voorrang toegekend. Anderzijds komt het preferente aandeel pas na de rechthebbenden op een rentevergoeding aan de beurt. In combinatie met winstdeling en cumulatieve preferentie valt eenvoudig in te zien dat het voor een preferent aandeel geëiste rendement in principe lager zal zijn dan voor een gewoon aandeel, maar hoger dan voor een gewone obligatie.

In een waaier van risicoprofielen heeft het preferente aandeel haar plaats. Het ‘continuüm’ van risicogradaties biedt wat dat betreft de econoom meer mogelijkheden dan de tweedeling die accountants ter beschikking staat: eigen of vreemd vermogen. Voor hybride financiële instrumenten zal een arbitraire beslissing moeten worden genomen. Voor preferente aandelen was die al genomen. Niet valt in te zien waarom de nieuwe

# worden vreemd vermogen

rubricering beter zou zijn. Ook onder het vreemd vermogen behoudt het preferente aandeel zijn hybride karakter.

De Board hanteert als criterium dat wanneer het bedrijf niet de vrije keuze heeft om de vermogensverschaffer een vergoeding te betalen, dit vermogen tot het vreemd vermogen moet worden gerekend. De Board is hier de juridische kant uitgegaan. Economisch gezien zal het bedrijf elke vermogensverschaffer - ook die van eigen vermogen - een vergoeding moeten bieden.

de solvabiliteit van de Board geeft een onjuist en gedeflatteerd beeld, ervan uitgaande dat solvabiliteit uit boekhoudkundige verhoudingen kan worden afgeleid

De preferentie heeft betrekking op voorrang. Die wordt voelbaar als er niet genoeg winst is gemaakt voor een uitkering aan alle aandeelhouders. Als de Board stelt dat het bedrijf niet aan gewone aandeelhouders zou hoeven te betalen, gaat de Board voorbij aan het feit dat de vergadering van aandeelhouders over de voorgestelde winstbestemming moet beslissen.

Volgens aloud taalgebruik wordt over eigen vermogen dividend betaald en over vreemd vermogen rente. De betaalde rente wordt ten laste van het perioderesultaat gebracht. Nu de

Board heeft beslist dat het preferente aandeel tot het vreemd vermogen behoort, ontstaat de figuur dat over dit vreemd vermogen dividend wordt betaald dat niet ten laste van het perioderesultaat wordt gebracht. Ik zou moeten gaan twifelen of nog wordt voldaan aan het voorschrift van de Nederlandse wetgever dat een jaarrekening "duidelijk" moet zijn.

Kern van de zaak is dat de aandeelhouder de storting op zijn preferente aandeel niet kan terugvorderen. In solvabiliteitsverhoudingen is het volgens dit criterium keihard eigen vermogen. De "enorme impact op de solvabiliteitsverhoudingen" die Leo van der Tas (HFD) bij deze maatregel van de Board naar voren brengt, zal er boekhoudkundig wel zijn. Maar als solvabiliteit betekent dat het bedrijf op lange termijn aan zijn verplichtingen kan voldoen, is de permanente beschikbaarheid van het preferente aandeel een solide argument om dit vermogen aan de kant van het eigen vermogen mee te wegen. Met de resultaatafhankelijkheid en de permanente beschikbaarheid van het preferente aandeel is het ook aan die kant in de waagschaal gesteld.

De solvabiliteit van de Board geeft een onjuist en gedeflatteerd beeld, ervan uitgaande dat solvabiliteit uit boekhoudkundige verhoudingen kan worden afgeleid. Waarschijnlijk hebben IFRS-waarderingsvoorschriften en -activerings-mogelijkheden op de getoonde solvabiliteit een grotere en in het algemeen positieve invloed. Zou deze maatregel als compensatie zijn bedoeld?

De financiële wereld zal er niet van wakker liggen. Bij gevraagde zekerheden zullen te stellen solvabiliteitseisen wel worden gecorrigeerd voor het preferente aandeel. Dat is dan alles. De macht van de Hogepriesters van de Board is beperkt tot de jaarrekening. Wel is het jammer dat de jaarrekening zo op zich komt te staan. ●

## Noten

- 1 Directeur Wingman Business Valuators B.V., Dordrecht/Leidschendam
- 2 De afbakening ( de waardering van twee delen) acht ik arbitrair.