

# Verlies bij Vivendi: een

K(r)anttekening

Drs. J.G. Groeneveld RA RV

We beleven roerige tijden. Een dipje in de economie (een recessie die misschien niet eens een recessie was). De ICT-sector die het laat afweten. Politieke troebelen. Goodwillbedragen die, juist nu zij moeten worden geactiveerd, vaak al even snel weer moeten worden afgeschreven. Energieke hardlopers die doodlopers blijken te zijn. Een zachte winter. Journalisten die maar steeds zeggen dat de beurskoersen te hoog zijn: "Waar komt dat optimisme toch vandaan?". Ach ja, een mens, vooral een aandeelhouder die zijn aandeleetjes nog op de beurs koopt, moet heel wat verduren.

Vandaag, 6 maart 2002, staat Vivendi in NRC Handelsblad:

*"Megaverlies Vivendi na afschrijving"*.

Toch een lichtpuntje: dat is in ieder geval beter dan een megaverlies vóór afschrijving. En afschrijvingen zijn eigenlijk wel prettig. Ze beperken de fiscale heffing (dat levert vaak echt geld op vooral als er compensatiemogelijkheden zijn, of als er toch nog winst wordt gemaakt) en ze verkleinen het geïnvesteerde vermogen: het zaad voor herstel van de rentabiliteit (winst/vermogen) wordt met afschrijvingen gezaaid. Het zal er volgend jaar dus wel beter uitzien.

*"Het nettoverlies over 2001 bedraagt 13,6 miljard euro, het grootste verlies dat een Franse onderneming ooit heeft geleden"*.

Ik kan het niet ontkennen. Zelfs in euro's is het een groot bedrag. Een kolossaal verlies: zo'n 30 mrd gulden; zo'n 100 mrd francs. Daar kun je zelfs wel een paar frauduleus aangenomen Schiphol tunnels voor laten bouwen.

Afschrijvingen  
zijn soms  
eigenlijk  
wel prettig

*"Vivendi schrijft voor 15,7 miljard euro af aan overnamepremie's (goodwill)"*.

Dit is geen lichtpuntje meer maar een heldere ster: de zon schijnt weer. Zonder afboeking van goodwill heeft Vivendi dus 2,1 mrd euro verdiend; bijna 5 mrd gulden. En ook dat mag er wezen.

*"De afschrijving heeft betrekking op dochterbedrijf Seagram ... en Canal-Plus, die in december 2000 voor respectievelijk 34 miljard dollar en 12,5 miljard euro waren overgenomen"*.

Een snelle berekening leert dat naar huidige verhoudingen in totaal ongeveer 50 miljard euro is betaald. En daarvan is nu dus nog ongeveer 35 miljard over. Er is dus ongeveer 30% aan waarde verloren. Ik vermoed dat Vivendi het als belegger niet eens zo slecht heeft gedaan. De AEX is van ongeveer 700 naar ongeveer 500 gezakt.

*"Topman Jean-Marie Messier bagatelliseerde gisteren de betekenis van de afschrijvingen. Het ging om een eenmalige operatie die de kas-*

# bagatel

*positie niet heeft aangetast – de overnames waren namelijk met aandelen betaald – en geen waarde heeft vernietigd voor de aandeelhouders.”* Inderdaad tasten afschrijvingen de kaspositie niet aan. De investering is al verricht. En ook op dat investeringsmoment is de kaspositie niet aangetast. Want er werd met aandelen betaald. Toch is dat misschien wat kort door de bocht. De vraag is of de kaspositie niet zou zijn versterkt als toen de nu geruilde aandelen rechtstreeks naar de beurs waren gebracht. Dat zou wat verwatering hebben teweeg gebracht. Koersen blijken nu eenmaal te dalen bij de aankondiging van nieuw te plaatsen aandelen. Maar er zou wel cash naar de onderneming zijn toegekomen. In accounting valt het trouwens helemaal niet mee om te weten wat er bij aandelenruil nu eigenlijk wordt betaald. Wordt daarvoor de koers van de wél-geplaatste aandelen genomen? Maar door wat men verwatering pleegt te noemen zakt die juist. Of wordt de waarde op een ‘economi-

## Het zaad voor herstel met afschrijvingen gezaaid

sche’ manier bepaald? Er is namelijk geen betaling in de gebruikelijke zin van het woord. Er beweegt geen geld: zero-cost. Nog niet zo lang geleden zou dat denk ik wel een ‘off balance’-transactie zijn geweest. En stel dat de transactie achterwege zou zijn gebleven. Dan lagen dezelfde nu geruilde Vivendi-aandelen inmiddels – naar ik aanneem – virtueel tegen een aanmerkelijk gedaalde beurskoers in de la. Kennelijk heeft ook Messier hieraan gedacht. Hij citeerde schattingen van analisten: “Zonder de overnames van Seagram en Canal-Plus was Vivendi 5 tot 10 euro per aandeel minder waard geweest”. Wie heeft het over bagatelliseren?

## Door wat men verwatering pleegt te noemen zakt de koers aandelen

P.S.

Over bagatel gesproken: óók vandaag in NRC laat Jeroen Wester alvast zijn licht schijnen over Aegon dat morgen met de jaarcijfers komt. “Aegon heeft als levensverzekeraar verplichtingen op lange termijn. Daarom moeten de daar tegenover staande beleggingsopbrengsten volgens het concern niet in de benauwde visie van één jaar worden bekeken ... Aegons regime zorgt in goede tijden voor te slechte resultaten en in de huidige slechte tijden voor te goede resultaten”. Aegon trakteert ons niet op een jaarresultaat maar op een trend. Zodra Aegon ons per jaar de resultaten toont, kunnen we daar zelf wel lijntjes door trekken en voortschrijdende gemiddelden berekenen. Destijds heb ik voor accounting als bij Aegon het stuwigheidsbeginsel moeten uitvinden omdat bestaande accounting-principles geen rechtvaardiging geven. ●

### Noten

- 1 Directeur Wingman Business Valuators B.V. Dordrecht/Leidschendam