

Daling KPN-koers niet te wijten aan winstverwatering

Beleggers zouden de afgelopen weken en masse afscheid hebben genomen van het aandeel KPN omdat er een gerucht-makende claimemissie tegen een zeer lage koers zou gaan plaatsvinden, leidend tot een enorme verwatering van de winst voor de huidige aandeelhouders. Dat het aandeel na dit gerucht fors daalde is begrijpelijk, maar het houdt geen verband met de veronderstelde afname van de winst per aandeel.

Eigenlijk zijn er voor de koersval nog nauwelijks of geen goede argumenten boven tafel gekomen. Om de discussie enige structuur te geven, maken we onderscheid tussen de betekenis van een claimemissie op zichzelf bezien en de interpretatie die de markt eraan geeft.

Simpel gesteld komt een claimemissie neer op het toekennen van rechten aan bestaande aandeelhouders (naar rato van ieders aandelenbezit) om nieuwe aandelen te kopen tegen een bepaalde uitgifte- of emissiekoers. Deze moet natuurlijk lager zijn dan de huidige beurskoers, omdat het claimrecht anders geen waarde vertegenwoordigt bij uitoefening en de emissie zal mislukken.

In beginsel maakt het geen enkele euro uit tegen welke koers KPN bij zijn bestaande beleggers gaat emitteren. Immers, hoe lager deze emissiekoers, des te hoger de waarde van de te ontvangen claim zal zijn. De waarde van de som van aandelen en claims zal voor en na de dag dat KPN ex-claim gaat voor iedere belegger naar verwachting zelfs gelijk zijn. Er zijn dus geen derden die in wiens visie dan ook zouden kunnen profiteren van een lage emissiekoers, hoe laag deze ook is. De veelbesproken verwatering van de winst per aandeel treedt natuurlijk wel op, maar dat raakt de bestaande aandeelhouders niet omdat ieders fractionele aandelenbezit gewoon hetzelfde zal blijven. De achterliggende gedachte hierbij is dat het door KPN opgehaalde vermogen productief wordt aangewend. Normaal gesproken is er dan voor beleggers een grotere koek (meer verwachte winst) te verdelen; bij KPN behoeft er door de balansverbetering minder te worden gesneden en tevens neemt het risico af.

Waarom is de koers van KPN dan zo hard gedaald na berichten over een mega-emissie middels claims? Een mogelijke eerste reden betreft

de waarde van de schulden. Een deel van het geld dat door aandeelhouders vers in de onderneming wordt gestoken verdwijnt namelijk (virtueel) direct in de zak van de obligatiehouders. Laatstgenoemden zien hun wanbetalingsrisico afnemen of kunnen zelfs rekenen op versnelde en volledige aflossing. Dat de waarde van hun leningen aan het bedrijf stijgt is hiermee duidelijk. Dit betekent dat er met de emissie een verschuiving zal plaatsvinden van waarde van eigenvermogensverschaffers naar vreemdvermogensverschaffers. Terecht dat aandeelhouders dit nadelige effect alvast incalculeren. De koersval is echter te groot om hierin een volledige verklaring te vinden.

Waar moeten we het dan nog meer zoeken? Allereerst is duidelijk dat goedkoop lenen er voor KPN niet in zit en dat er reële activiteiten moeten worden afgestoten om tegevoet te kunnen komen aan de toekomstige betalingsverplichtingen. Op zich is daar niets mis mee: men concentreert zich, zagezegd, op de kernactiviteiten. Let wel, acties van KPN in dit verband zijn al eerder in gang gezet en berichten in de media over de aanstaande verkoop van een enkel bedrijfsonderdeel hebben niets te maken met paniekvoetbal. Dat beleggers daar anders over (zijn gaan) denken kan men de KPN-top verwijten. Het dagelijkse bestuur heeft aanhoudend verzuimd om duidelijkheid te verschaffen over de toekomst van KPN en het bijbehorende financieringsplaatje. Bij een niet al te gunstig beursstemment, zeker voor wat betreft de sector waarin KPN opereert, krijgen onduidelijke signalen een negatieve lading, die mogelijk nog wordt versterkt door verkooptransacties van institutionele beleggers. In de heersende stemming zijn zij in staat de koers in elkaar te doen klappen, om straks middels het goedkoop inslaan van claims hun belang weer eenvoudig terug te kopen. Tegen per saldo een lagere koers dus. Niet omdat het met KPN nog slechter gaat, maar door onvoldoende duidelijkheid naar beleggers toe. KPN zou eens aandacht moeten besteden aan zijn investor relations.

MARTIJN VAN DEN ASSEM
NICO VAN DER SAR

Martijn van den Assem en Nico van der Sar zijn verbonden aan de sectie Finance & Investments van de Faculteit der Economische Wetenschappen, Erasmus Universiteit Rotterdam