

stukken te stellen is een fout die de positie van den medewerker schaadt en een minder goed denkbeeld geeft van de organisatie van het beroep in zijn geheel.

Uit het voorgaande vloeit voort dat aan den medewerker op het accountantskantoor andere eischen gesteld mogen en moeten worden dan aan den eersten assistent met een accountantsdiploma. Welke die eischen zijn zal iedere public-accountant zelf kunnen vaststellen; hier ter plaatse zij er, in het bijzonder ten behoeve van studeerenden, slechts op gewezen.

DE BALANSWAARDEERING VAN EFFECTEN VAN BELEGGINGSMAATSCHAPPIJEN

door J. Voet

I.

Nu hier te lande grootere belangstelling is ontstaan voor beleggingsmaatschappijen kan het van beteekenis zijn, eenige aandacht te wijden aan een voor deze instellingen belangrijk vraagstuk, namelijk de balanswaardeering der effecten.

Zooals bekend is, bestaat het bedrijf van een beleggingsmaatschappij uit het investeren van de, door plaatsing van aandelen of opgenomen leeningen verkregen, middelen in effecten. Deze effecten, gewone aandelen, preferente aandelen en obligaties, werpen dividend en rente af. Deze baten vormen in de eerste plaats het inkomen van de beleggingsmaatschappij. Daarnaast tracht de leiding van een dergelijke vennootschap dit inkomen te verhoogen, door aangekochte effecten met winst van de hand te doen.

Op het eerste gezicht is de balanswaardeering der effecten van een beleggingsmaatschappij een zeer eenvoudige aangelegenheid. Aangezien in den regel alleen ter beurze genoteerde fondsen worden aangekocht, is van vrijwel alle effecten een beurskoers op den dag van balanswaardeering, of op een der dagen voorafgaande aan den dag van balanswaardeering, beschikbaar. In deze beurskoers is het oordeel omtrent de waarde van het betrokken effect van een groot aantal personen uitgedrukt. Deze koers kan dus gelden, zoo redeneert men vaak, als objectieve maatstaf. Blijkt de som van de waarde van de verschillende effecten, dat is dus de waarde van de portefeuille, volgens de beurskoersen hooger te zijn dan de kostprijs, dan is er een waardestijging van het bezit ontstaan, welke toename niet als winst kan worden beschouwd en dus vanzelfsprekend niet in aanmerking komt om te worden uitgekeerd. Blijkt daarentegen de waarde van de portefeuille gemeten aan de beurskoersen lager te zijn dan de aanschaffingswaarde, dan heeft intering van het vermogen van de vennootschap plaatsgevonden. Deze intering is verlies en moet dus in mindering gebracht worden van het ontvangen inkomen of van de gevormde reserve. Is het verlies grooter dan het inkomen of de reserve, dan heeft de vennootschap in totaal verlies geleden en mag dus in het geheel geen winstuitkeering plaatsvinden.

II.

Tegen bovenstaande methode zijn echter op theoretische en practische gronden bezwaren aan te voeren. Het theoretische bezwaar richt zich voornamelijk tegen het direct als verlies afboeken van een waardevermindering van de effectenportefeuille, op grond van een vergelijking van

de kostprijs der effecten, met de waarde, welke zij volgens de beurskoersen op den dag van balansopmaken vertegenwoordigen. (Dat een waardestijging niet als winst wordt beschouwd ligt in de rede. Er heeft geen verkoop plaats gehad en dus is de waardetoeename niet gerealiseerd. Wellicht kan zij nooit gerealiseerd worden. Tegen het reserveeren van deze waardetoeename kan dus niemand bezwaar hebben.) Wanneer de beurswaarde van de portefeuille lager is dan de kostprijs, lijkt onmiddellijke afschrijving van dit verschil uit het inkomen of uit de reserve niet juist. Immers een dergelijke afschrijving is slechts dan juist, indien het nadeelig verschil tusschen den kostprijs en de beurswaarde van de portefeuille inderdaad als verlies moet worden beschouwd. En dit is pas het geval indien uit objectieve gegevens blijkt, dat de onderhavige effecten inderdaad te duur zijn gekocht, hetzij doordat men zich vergist heeft omtrent de vooruitzichten van de ondernemingen wier effecten men heeft aangeschaft, hetzij doordat men geen juist inzicht had omtrent het toekomstige verloop van den rentevoet.

De beurskoers nu is slechts ten deele een goede maatstaf voor de bepaling van de werkelijke waarde van een onderneming. Zeker, in het algemeen is de beurs goed geïnformeerd omtrent de situatie van de meeste bedrijven en bovendien schept de aanwezigheid van vele koopers en verkoopers de mogelijkheid tot een objectieve waardeschatting. Wat zich echter volkomen aan een redelijke beoordeeling onttrekt, zijn de vaak aanzienlijke schommelingen, welke van *dag tot dag* in de aandelenkoersen optreden. En daar gaat het hier om. Indien bijvoorbeeld op 20 Juni 1939 aandelen A.K.U. worden aangekocht op $35\frac{7}{8}$ en op 30 Juni wordt balans opgemaakt, dan bedraagt het verlies op deze aankoop bijna $5\frac{1}{2}\%$, want op 30 Juni was de koers dezer aandelen $33\frac{7}{8}$. Was echter niet 30 Juni de balansdatum, maar 15 Juli d.a.v. dan was het verlies nihil, daar de koers op die laatste datum weer $35\frac{7}{8}$ bedroeg ¹⁾. Het is duidelijk, dat de waardedaling per 30 Juni geen intering van het vermogen kan worden genoemd. Vermoedelijk heeft de koers-teruggang niets te maken gehad met de positie van het betrokken bedrijf, maar is deze slechts het gevolg geweest van een bepaalde constellatie ter beurze.

Het voorgaande geldt niet alleen voor een bepaald effect of voor enkele fondsen, maar ook voor een geheele portefeuille. Dit moge blijken uit onderstaande opstelling van enkele algemeen gebruikte indexcijfers van aandelenkoersen. ²⁾

	Dow Jones Industrials Average New-York	Stijging Daling in %	Tien aand. Index C.B.S. A'dam	Stijging Daling in %	30 shares Index Financial News London	Stijging Daling in %
31 Mei 1939	138.18		84.5		84.6	
30 Juni 1939	130.63	— 5.5 %	79.1	— 6.2 %	77.2	— 8.8 %
31 Juli 1939	143.26	+ 10.2 %	82.3	+ 4.0 %	81.5	+ 5.6 %

¹⁾ Hierbij moge worden aangeteekend, dat de gekozen periode zich niet gekenmerkt heeft door bijzonder schokkende feiten. Indien dit wel het geval is treden schommelingen van geheel anderen omvang op. Ter illustratie moge dienen, dat aandelen A.K.U. op 27 September 1938, $36\frac{3}{8}$ noteerden. Den volgenden dag was de koers $31\frac{1}{4}$, een daling van 15.8 % in één dag. Weer een dag later, 29 September 1938 dus, stonden aandelen A.K.U. $40\frac{3}{8}$, een stijging van 29.8 %, eveneens in één dag.

²⁾ Indien zich bijzondere gebeurtenissen voordoen zijn ook hier de koersschomme-

Een vennootschap, wier aandeelen portefeuille samengesteld was overeenkomstig de drie hierboven weergegeven indices en wier gemiddelde aankoopprijs zoo was, dat op 31 Mei 1939 met een winst van 5 % kon worden afgesloten, zou op 30 Juni de boeken slechts met een verlies van 1 à 2 % kunnen sluiten. Een maand later was er echter weer een winst van circa 5 %.

Intusschen kan het van het grootste practische belang zijn, dat een dergelijke tijdelijke koersteruggang niet als verlies wordt afgeboekt. Immers een beleggingsmaatschappij, die in een bepaald jaar 5 % inkomen op haar kapitaal heeft gemaakt en zich gereed maakt dit bedrag uit te keeren aan haar aandeelhouders, zal plotseling een verlies lijden en dus niets mogen uitkeeren, indien op den dag van balansopmaken de beurswaarde van de portefeuille meer dan 5 % lager is dan de kostprijs. (Indien er althans geen reserves zijn waaruit dit verlies bestreden kan worden). Dit verlies kan enkele dagen later, nog vóórdat het verslag aan de aandeelhouders wordt gezonden, weer geheel te niet zijn gedaan, ja zelfs veranderd zijn in winst, omdat gebleken is, dat de daling ter beurze slechts tijdelijk was, maar desondanks kan de beleggingsmaatschappij geen dividend betalen. Daarmede komt het doel van de beleggingsmaatschappij, het regelmatig uitkeeren van de op haar beleggingen ontvangen rente en dividenden, in gedrang en wordt haar bestaan zelfs onmogelijk. Het is namelijk juist de bedoeling van een dergelijke vennootschap door spreiding der beleggingen en goed beheer te geraken tot vermindering van risico en tot gelijkmatiger uitkeeringen dan op individueele effecten gewoonlijk worden genoten. Indien het afboeken van verschillen tusschen kostprijs en beurswaarde der effecten leidt tot sterk wisselende en in sommige jaren in het geheel geen uitkeeringen, heeft de beleggingsmaatschappij haar reden van bestaan verloren.

III.

Het is in dit verband interessant na te gaan hoe in Amerika en Engeland, waar beleggingsmaatschappijen op een veel langere ervaring kunnen bogen dan ten onzent, bovenstaande moeilijkheid is opgelost. De ervaring van anderen is nog altijd de goedkoopste ervaring welke te verkrijgen is en de Amerikaansche en Engelsche voorbeelden zijn ongetwijfeld zeer leerzaam.

In Amerika is, dank zij het bestaan van aandeelen zonder nominale waarde, van een vraagstuk feitelijk geen sprake. Beleggingsmaatschappijen daar te lande kunnen namelijk „no par value shares” uitgeven. Een maatschappij, die bijvoorbeeld honderd duizend aandeelen tegen \$ 50.— per stuk uitgeeft, kan als volgt boeken:

Kas	\$ 5.000.000.—
aan Share capital 50.000 shares no par value	\$ 100.000.—
aan Securities account (of „surplus”)	\$ 4.900.000.—

Bij balansopmaken worden de beleggingen geboekt tegen beurswaarde. Is deze hooger dan \$ 5.000.000.— dan stijgt de „securities account” overeenkomstig. Bij een lagere beurswaarde wordt het verschil tusschen kost-

lingen veel heftiger. Als voorbeeld diene, dat het tien-aandeelen indexcijfer van het Centraal Bureau voor de Statistiek, dat per 31 Augustus 1939 — 78.3 bedroeg, 12 September gestegen was tot — 88,3 — een toename van 12.7 % en 30 September 1939 weer gedaald was tot — 72.3 — een teruggang van 18.1 %. De stijging en de daarop volgende daling voltrokken zich in één maand.

prijs en beurswaarde van de „securities account” afgeboekt. Uitkeering van de aan dividend en rente ontvangen gelden, al of niet vermeerderd met gerealiseerde koerswinsten, vindt in beide gevallen plaats. De werkelijke waarde van het aandeel wordt wel in het verslag gepubliceerd, maar indien deze waarde van de oorspronkelijke betaalde \$ 50 door koersdalingen der effecten tot bijvoorbeeld \$ 40 is gedaald, is dit voor de leiding geen bezwaar om het inkomen op normale wijze uit te keeren. Op deze manier wordt de uitkeeringspolitiek in het geheel niet beïnvloed door de gekozen methode van waardebepaling der effecten voor de balans. De controleerende public accountants aanvaarden een dergelijke gang van zaken zonder meer.

In Engeland, waar „no par value shares” geen usance zijn, gaat men eenigszins anders te werk. De effecten worden op de balans eenvoudig tegen de aanschaffingswaarde geboekt. In den regel wordt deze aanschaffingswaarde verminderd met afschrijvingen, welke echter in vele gevallen betrekkelijk gering zijn.

Naast de aanschaffingswaarde der effecten wordt, hetzij in de balans zelf, voor de kantlijn, hetzij in een voetnoot bij de balans, aangegeven hoeveel de beurswaarde der effectenportefeuille op den dag van balansafsluiting bedroeg. Meestal wordt aan het verschil tusschen aanschaffingswaarde en beurswaarde der effecten eenige aandacht gewijd. Dit geschiedt gewoonlijk niet in het jaarverslag zelf, maar in de toespraak, welke de president-commissaris der betrokken beleggingsmaatschappij op de jaarvergadering tot de aandeelhouders richt. Men onderscheidt daarbij drie gevallen:

- a. de beurswaarde der effecten is hooger dan de aanschaffingswaarde,
- b. de beurswaarde der effecten is lager dan de aanschaffingswaarde, doch het verschil wordt door vroeger gevormde reserves gedekt,
- c. de beurswaarde der effecten is lager dan de aanschaffingswaarde, terwijl het verschil niet, of niet ten volle, door reserves wordt gedekt.

Deze drie gevallen geven vanzelfsprekend aanleiding tot een verschillend commentaar van den president-commissaris ter jaarvergadering, maar op de gevolgde uitkeeringspolitiek hebben zij slechts weinig invloed. Ook indien de beurswaarde der effecten lager is dan de aanschaffingswaarde, worden de ontvangen dividenden en rentebetalingen op de gewone wijze uitgekeerd. Alleen wanneer de depreciatie van de portefeuille belangrijke proporties gaat aannemen — waardeverminderingen van 30 en 40 %, ja soms zelfs meer, komen voor — wordt vaak een gedeelte van de winst, in enkele gevallen de geheele winst, aangewend tot afschrijving op het effectenbezit. Hoe groot deze afschrijvingen zullen zijn, wordt geheel aan de leiding van de betrokken beleggingsmaatschappij overgelaten. Van de zijde der controleerende accountants wordt deze waardeeringsmethode en uitkeering- en afschrijvingspolitiek zonder meer aanvaard. De balansen en verlies- en winstrekeningen van Engelsche beleggingsmaatschappijen zijn voorzien van de daar te lande gebruikelijke accountantsverklaring.

IV.

Practisch komt zoowel het Amerikaansche als het Engelsche systeem

er op neer, dat men zich van de beurswaarde der portefeuille weinig of niets aantrekt. De beurswaarde wordt in den regel wel vermeld ³⁾, maar de uitkeeringen staan in geen enkel of slechts in zeer los verband tot deze waarde.

Ons inziens zijn aan het Amerikaansche en ook aan het Engelsche systeem groote bezwaren verbonden. Zooals wij zagen, houdt men in Amerika in het geheel geen rekening met den beurskoers. Het Engelsche systeem, waardeering tegen aanschaffingswaarde met vermelding van de beurswaarde, biedt evenmin een afdoende oplossing. Integendeel, in de praktijk der Engelsche beleggingsmaatschappijen is gebleken, dat het zich volkomen los maken van den beurskoers, hetgeen het gevolg is van dit waardeeringssysteem, belangrijke nadeelen met zich mede kan brengen. De leiding kan hierdoor namelijk alle effecten, waarop winst behaald kan worden, dat zijn uit den aard der zaak de betere fondsen van de portefeuille, van de hand doen en de aldus gerealiseerde koerswinst uitkeeren.

In de portefeuille blijven dan alleen de slechte fondsen over, waarvan de beurskoers in den regel vrij sterk onder de aanschaffingswaarde gedaald is. Na verloop van tijd zal de portefeuille dan een aanzienlijke depreciatie vertoonen en bovendien zal dan het behalen van koerswinsten op beleggingen zoo goed als onmogelijk zijn. Dit heeft tot gevolg, dat, na aanvankelijke, door koerswinsten mogelijk gemaakte hoge uitkeeringen, slechts lage dividenden kunnen worden betaald, omdat het inkomen van de betrokken beleggingsmaatschappij vrijwel alleen bestaat uit dividenden of rentebetalingen op de in portefeuille gebleven, minder goede fondsen. Dit laatste is eveneens strijdig met het doel van een beleggingsmaatschappij. Hierbij dient te worden aangeteekend, dat deze gang van zaken niet behoeft op te treden indien de leiding van een beleggingsmaatschappij, waarvan de portefeuille een depreciatie vertoont de inkomsten uit rente- en dividend betalingen verkregen, geheel of gedeeltelijk gebruikt voor afschrijvingen op het effectenbezit. Indien dit namelijk consequent geschiedt, wordt daardoor op den duur een tegenwicht geschapen tegen de waardevermindering van de portefeuille, zoodat deze waardevermindering binnen betrekkelijk nauwe grenzen beperkt kan blijven.

Zooals hiervoor werd opgemerkt geschiedt dit laatste in Engeland in vele gevallen, zij het niet in alle gevallen. Hierdoor is het te verklaren, dat de Engelsche beleggingsmaatschappijen ondanks de wijze waarop het effectenbezit gewaardeerd wordt, toch hun belangrijke plaats op de vermogensmarkt hebben weten te behouden.

V.

Toch heeft het Engelsche systeem, hoezeer ook de practijk getracht heeft door afschrijvingen de fouten van de verkeerde waardeeringsmethode te corrigeren, iets onbevredigends. Het wordt in Engeland volkomen aan de leiding van de beleggingsmaatschappijen in kwestie overgelaten, of er aanleiding is een deel van de winst voor afschrijvingen te bestemmen. Een objectieve maatstaf is niet beschikbaar. De behoefte aan een objectieve maatstaf is echter zeer groot, vooral voor den contro-

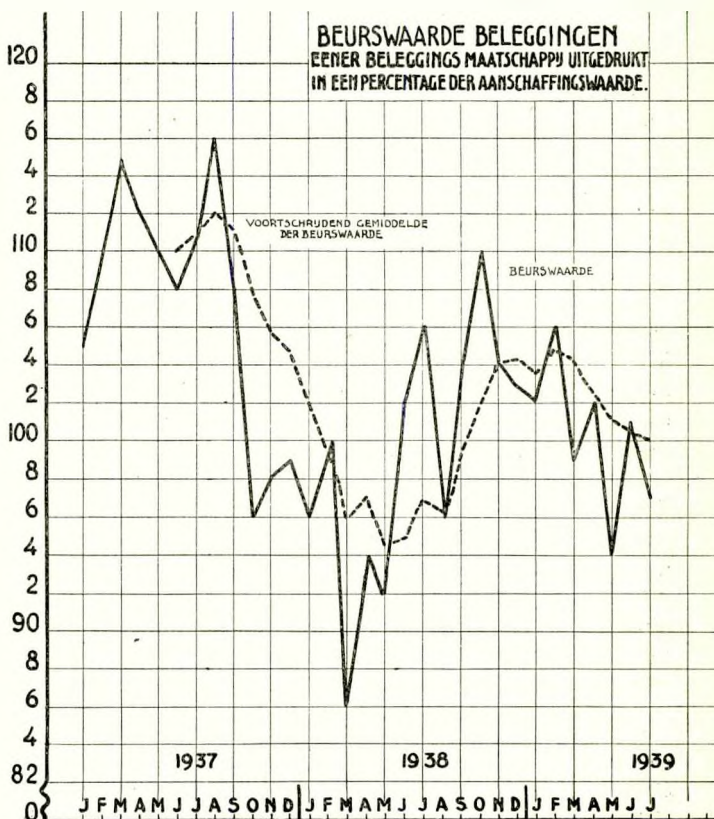
³⁾ Enkele Engelsche beleggingsmaatschappijen, die na den aanvang van den oorlog hun balansen hebben gepubliceerd, zagen zelfs geheel af van een waardeering der effecten tegen de beurskoersen op den balansdatum. Men volstond met de vermelding van de aanschaffingswaarde, omdat men onder de huidige omstandigheden den beurskoers geen juiste waardeeringsmaatstaf achtte.

leerenden accountant. Een oplossing voor deze moeilijkheden is wellicht te vinden door niet de aanschaffingswaarde en evenmin de beurswaarde van de portefeuille als waardeeringsmaatstaf aan te houden, maar het *voortschrijdend gemiddelde der beurswaarden* gedurende een bepaalde periode.

Betoogden wij hiervoor, dat *niet* alle veranderingen in den beurskoers en met name niet de van dag tot dag en van week tot week optredende schommelingen een toename, respectievelijk intering van het vermogen van de betrokken vennootschappen weergeven, thans zouden wij er op willen wijzen, dat de beurskoers als zoodanig nog altijd de beste waarde-maatstaf voor een aandeel, respectievelijk obligatie, is. Dat wil dus zeg-gen dat wij het meeste gevoelen voor een systeem, dat geen aandacht schenkt aan de soms kleine, soms heftige, korte termijnschommelingen in den beurskoers, maar wel rekening houdt met de waardeering ter beurze zooals deze tot uitdrukking komt in het koerspeil van de betrokken fondsen.

Dit kan op eenvoudige wijze geschieden door niet te waardeeren tegen den beurskoers op den dag van balansopmaken, maar tegen het, bijvoor-beeld, zesmaands voortschrijdend gemiddelde van deze beurskoersen. Vol-gens dit systeem berekent men, bijvoorbeeld elke maand, de beurswaarde van de portefeuille. Deze beurswaarden worden uitgedrukt in percenten van de aanschaffingswaarden. Men verkrijgt dan een reeks getallen. Van deze reeks bepaalt men, bijvoorbeeld, het zesmaands voortschrijdende gemiddelde. Uit bijgaande cijferreeksen en grafische voorstelling van de,

1937	BEURS WAARDE	VOORTSCHRJDEND GEMIDDELDE
JAN.	105	
FEB.	110	
MRT.	115	
APR.	112	
MEI.	110	
JUN.	108	110
JUL.	111	111
AUG.	116	112
SEP.	108	111
OCT.	96	108
NOV.	98	106
DEC.	99	105
1938		
JAN.	96	102
FEB.	100	100
MRT.	86	96
APR.	94	97
MEI.	92	95
JUN.	102	95
JUL.	106	97
AUG.	98	96
SEP.	104	100
OCT.	110	102
NOV.	104	104
DEC.	105	104
1939		
JAN.	102	104
FEB.	106	105
MRT.	99	104
APR.	102	103
MEI.	94	101
JUN.	101	101
JUL.	97	100



in procenten van de aanschaffingswaarde uitgedrukte, beurswaarde van een beleggingsmaatschappij blijkt, dat door deze methode de soms sterke koersschommelingen, welke van dag tot dag optreden, zijn geëlimineerd, met behoud van de richting en het peil van het koersverloop. De balanswaarde van de betrokken portefeuille wordt dan niet bepaald door de beurswaarde op het moment van balansopmaking, maar op het zesmaands voortschrijdende gemiddelde der beurswaarden op dat moment. Per 31 Mei 1939 bedroeg de balanswaarde dus bijvoorbeeld 101 % der aanschaffingswaarde en niet 94 %. Uit het verloop van de lijn der „beurswaarden” en de curve der voortschrijdende gemiddelden van de beurswaarden op bijgaande grafiek blijkt, dat het voortschrijdende gemiddelde door zijn gelijkmatiger verloop met behoud van richting en niveau van de beurswaarden zelf, als waardeeringsmaatstaf zeker in aanmerking komt. Een dergelijk waardeeringssysteem heeft het voordeel eenvoudig en begrijpelijk te zijn, terwijl het de nadeelen van de beurskoersmethode „tout court” mist, zonder in de principieele fouten van de Amerikaansche en Engelsche waardeeringssystemen te vervallen. ⁴⁾

Het gevolg van de toepassing van dit systeem zal zijn, dat op aandeelen van een beleggingsmaatschappij in den regel dividend zal kunnen worden uitgekeerd, ook indien de waarde van de portefeuille gemeten aan de beurskoers *tijdelijk* iets lager is dan de aanschaffingswaarde.

Treden echter gedurende een aantal maanden achter elkaar verliezen van betekenis op, dan komt dit in de balanswaardeering volledig tot uitdrukking. Blijkt het totaal verliesbedrag, dat op deze wijze afgeboekt moet worden, grooter te zijn dan de winst en de reserve, dan kan dus geen dividenduitkeering plaats vinden. Indien de verliezen zeer groot zijn en geruimen tijd aanhouden, zal een reorganisatie in den regel gewenscht zijn. Wanneer een belangrijke intering van het vermogen heeft plaats gevonden, is reorganisatie namelijk de eenige weg om de beleggingsmaatschappij weer in staat te stellen tot het doen van regelmatige uitkeeringen, hetgeen een der doeleinden is, die tot oprichting der vennootschap hebben geleid.

VI.

Rest ons nog te bespreken of het hierboven geschetste waardeeringssysteem in overeenstemming is met de beginselen van een goede verslaglegging, met andere woorden dus, of een accountant een balans van een beleggingsmaatschappij, welke op deze wijze is samengesteld en waarop overigens niets is aan te merken, van een goedkeurende verklaring zonder voorbehoud, mag voorzien.

Naar onze meening wel, mits in het verslag op een voor den verstandigen leek duidelijke wijze de gevolgde waardeeringsmethode wordt uiteengezet. Deze uiteenzetting zal dan vergezeld moeten gaan van een opgave van de beurswaarden der effectenportefeuille per verschillende data, ultimo's der maanden bijvoorbeeld, gedurende de afgelopen verslagperiode, zoodat de lezer van het jaarverslag de wijze waarop de effectenportefeuille gewaardeerd is, geheel kan volgen.

Maart 1940.

⁴⁾ Het is mogelijk, dat deze methode van waardeering niet alleen toegepast kan worden bij de waardeering van effectenportefeuilles van beleggingsmaatschappijen, maar eveneens voor effectenportefeuilles in het algemeen en wellicht ook voor grondstoffen waarvan de prijzen van dag tot dag heftig fluctueeren, als rubber, suiker, koper, etc. De beoordeeling van een en ander ligt echter buiten het bestek van deze bijdrage.