

DE BEDRIJFSECONOMISCHE BETEKENIS VAN DE EMISSIEKOERS VAN AANDELEN

door Drs. P. J. van der Burg en Drs. J. Th. Groosmuller

Wanneer men het kapitaal wil aantrekken, dat voor de expansie van een onderneming benodigd is, ziet men zich doorgaans niet alleen gesteld voor het probleem het juiste tijdstip van het beroep op de kapitaalmarkt te bepalen, maar tevens om een keuze te doen ten aanzien van de mogelijkheid het uitstaande eigen dan wel vreemd kapitaal uit te breiden. Is te dien aanzien eenmaal een beslissing gevallen, dan resteert in geval van een versterking van het eigen kapitaal door middel van een aandelenemissie altijd nog het probleem *tegen welke koers* men zal emitteren. Aan dit vraagstuk is, bij ons weten, in de nationale zowel als internationale literatuur slechts weinig aandacht besteed ¹⁾. Het kan dan ook zijn nut hebben bij het onderhavige financieringsaspect enkele kanttekeningen te plaatsen, waarbij wij van de in Nederland bestaande verhoudingen zullen uitgaan.

Vooropgesteld zij, dat er weinig aanleiding schijnt te bestaan voor de veronderstelling, dat het onderhavige vraagstuk aan betekenis zal verliezen naarmate de notering van aandelen in eensgevend geld verdere ingang vindt. Het zal slechts van karakter veranderen in zoverre, dat men zich niet langer gesteld ziet voor het probleem van een *emissiekoers*, maar voor dat van een *emissieprijs*. Wij menen er daarom mede te mogen volstaan het vraagstuk van de emissieprijs met dat van de emissiekoers te vereenzelvigen en ons tot het laatste te bepalen; dit niettegenstaande er weinig reden is voor de notering van aandelen in procenten van de nominale waarde. De notering in eensgevend geld immers beantwoordt beter aan het specifieke karakter van het aandeel, dat immers „for better and for worse” door de aandeelhouders wordt genomen en zijn waarde dus niet in de eerste plaats aan de oorspronkelijke inbreng, maar aan de vraag- en aanbodsverhoudingen op de markt ontleent.

Naarmate men de emissiekoers hoger vaststelt, zal men ter verkrijging van eenzelfde hoeveelheid middelen een kleiner aantal nieuwe aandelen behoeven uit te geven. Normaliter is dus de *hoogste koers*, waartegen men zou kunnen emitteren die, welke gelijk is aan de actuele beurskoers. In dat geval zouden tot de vennootschap aandeelhouders toetreden die per aandeel een bedrag zouden inbrengen, dat overeenkomt met de waarde, waarop men ter beurze de oude aandelen taxeert. Bij een emissie tegen beurskoers bestaat voor de actuele aandeelhouders - tenzij zij hun aandelenpakket uit machtsoverwegingen aanhouden - uiteraard geen reden deel te nemen aan de emissie. Zij zullen - evenals trouwens potentiële nieuwe aandeelhouders - slechts bereid zijn het door de onderneming additioneel gevraagde kapitaal te fourneren, indien zulks tegen zodanige koers kan geschieden, dat hierdoor een mogelijkheid tot toeneming van hun vermogen in de toekomst wordt geboden. Overigens zou het aandeel wel zeer populair moeten zijn en de markt zeer breed om de plaatsing van een nieuwe emissie tegen de koers, waarvoor de aandelen ter beurze worden verhan-

¹⁾ Van de werken waarin het probleem aan de orde komt valt te vermelden: A. Th. de Lange, „Beleids-elementen in een dynamische financieringstheorie” Hoofdst. 6, Leiden, 1957. Indien wij de Lange goed interpreteren onderkent deze een duidelijke tendentie tot het emitteren *a pari*, behoudens in tijden van overvloedig aanbod op de kapitaalmarkt (pag. 105). De Lange wijst er op (pag. 107), dat in geval een lange emissiekoers tot dividendverlaging noopt, daardoor tegenover de betrokken onderneming een zekere terughoudendheid op de kapitaalmarkt kan ontstaan.

deld, enige kans van slagen te bieden. De *laagste koers* waartegen aandelen aan het publiek mogen worden aangeboden, is wettelijk vastgesteld op 100 % ²⁾). De keuze, die men dus bij een emissie moet maken is of men zal emitteren *à pari* dan wel tegen een koers die hierboven ligt, doch lager is dan de beurskoers. Besluit men boven *pari* te emitteren, dan zal de emissiekoers voor een goed deel door de technische marktpositie worden bepaald en na zorgvuldige sondering daarvan door de emittent of zijn bankier, van geval tot geval moeten worden vastgesteld. Waar het hier meer gaat om een kwestie van waardering dan van principe willen wij ons van dit probleem distantiëren en ons bepalen tot de emissie *à pari* versus die boven *pari*.

In de loop der jaren zijn de beide essentiële ondernemersfuncties, die van „manager” en kapitaalverschaffer, dikwijls vrijwel geheel gescheiden. Deze constatering is van belang omdat terzake van de keuze tussen emissies *à pari* of boven *pari* niet alleen de overwegingen van zuiver bedrijfseconomische aard van de „manager” maatgevend zijn, maar ook die van andere groeperingen een grote invloed uitoefenen. Hierbij denken wij in de eerste plaats aan aandeelhouders en potentiële aandeelhouders, die - zoals nog zal blijken - onder bepaalde omstandigheden een specifiek belang kunnen hebben, dat, naar het oordeel van de „manager”, misschien bezwaarlijk met het *rechtstreekse* belang van de onderneming in overeenstemming kan worden gebracht ³⁾). Voorts denken wij onder meer aan het personeel van de betrokken onderneming en aan de verschaffers van kort- en langlopend vreemd kapitaal. De onderneming zal zich bij haar „*faits et gestes*” op financieel gebied, en een aandelenemissie - al dan niet *à pari* - zal tot de meest belangrijke moeten worden gerekend, dan ook steeds van de onderscheiden belangen dezer groeperingen terdege rekenschap hebben te geven. In het bijzonder geldt dit voor ondernemingen, die voor de dekking van hun behoefte aan risicodragend kapitaal bij herhaling op de openbare kapitaalmarkt zijn aangewezen. Hierbij dient te worden bedacht, dat men op de openbare kapitaalmarkt nu eenmaal niet alleen ondernemers aantreft - die, als gezegd, zowel de financieringsfunctie uitoefenen als „manager” zijn - maar veelal uitsluitend kapitaalverschaffers, die wel bereid zijn hun kapitaal risicodragend aan te bieden, maar geen invloed op de gang van zaken binnen de onderneming willen of kunnen uitoefenen. De „goodwill”, die de onderneming bij laatstbedoelde groep heeft en die in feite wordt bepaald door alle groeperingen, waarmede zij in het maatschappelijk leven in contact komt, zal voor het welslagen van emissies van grote betekenis en dus voor de onderneming van groot *indirect* belang zijn.

a. Het rechtstreekse ondernemingsbelang

Het voorgaande in gedachten houdende, zouden wij thans allereerst een viertal rechtstreekse consequenties van de emissiekoers voor de onderneming willen bezien om vervolgens - gezien de indirecte betekenis daarvan voor de onderneming - het standpunt van de aandeelhouders in beschouwing te nemen.

²⁾ Wij gaan er hierbij van uit, dat de onderneming zijn aandelen rechtstreeks aan het publiek aanbiedt. In geval de stukken eerst bij een bankconsortium worden ondergebracht bestaat de mogelijkheid zulks te doen tegen een koers die niet beneden 94 % komt.

³⁾ Theoretisch is het natuurlijk volstrekt juist, dat het belang van de aandeelhouder identiek is met dat van de onderneming. Men dient echter wel rekening te houden met het feit, dat de aandeelhouder niet altijd een en dezelfde persoon is, die gedurende de gehele levensduur van de onderneming bij de onderneming geïnteresseerd blijft, maar dat het begrip „aandeelhouder” vele personen omvat met dikwijls uiteenlopende en soms slechts tijdelijke belangen.

1. Dividendstabilisatie

Het zal naar ons gevoelen in het algemeen zó zijn, dat de koersvorming van aandelen ter beurse zowel door rendementsoverwegingen van aandeelhouders als door de ontwikkeling van de intrinsieke waarde van de betrokken fondsen zal worden beïnvloed.

Ons voorshands tot het rendements-aspect bepalende, kan worden gesteld, dat voor het slagen van een emissie bij de daadwerkelijke en potentiële aandeelhouders het vertrouwen moet bestaan, dat de gevraagde middelen op zodanige wijze zullen worden aangewend, dat de rentabiliteit ⁴⁾ en de mogelijkheid tot winstuitkering in de toekomst niet ongunstig worden beïnvloed. Dit impliceert, dat de bekendmaking van de verwachtingen omtrent het toekomstige rentabiliteits- en dividendverloop in het betrokken emissieprospectus te dezer zake van doorslaggevende betekenis zal zijn. Hierbij zal de aandeelhouder-ondernemer de neiging hebben in de eerste plaats de winstmogelijkheden en de aandeelhouder-kapitaalverschaffer de winstuitkering te bezien. De op winstcapaciteit en -uitkering betrekking hebbende uitspraken van de directie van de onderneming zullen er toe leiden, dat de waardering ter beurse van de desbetreffende aandelen reeds vóór de emissie wordt beïnvloed. Deze waardering zal, indien het bestuur van de emitterende onderneming de gegronde verwachting uitspreekt van een ook na de emissie gelijkblijvend dividendpercentage, de tendentie vertonen zich in opwaartse richting te bewegen en wel in sterker mate naar gelang de op de beurskoers vóór aankondiging van de emissie gebaseerde theoretische waarde van het aandeel lager en dus de rendementsstijging groter zal zijn. Met andere woorden, naar gelang het te emitteren bedrag omvangrijker en/of de emissiekoers lager is. Door een en ander wordt verklaard waarom men, behoudens bij schaarste aan risicodragend kapitaal, dikwijls een stijging van de koers kan registreren zodra een emissie wordt aangekondigd. Indien redenen aanwezig zijn om aan te nemen, dat het dividendpercentage niet zal worden gehandhaafd, zal daarentegen een kans op koersdaling ontstaan, die groter zal zijn naarmate de omvang van de emissie geringer en de koers van uitgifte hoger is. De ervaring leert, dat de verwachting van een verlaging van het dividendpercentage na de emissie dikwijls gevaar voor het welslagen van deze emissie oplevert, zelfs ingeval niet van een rendementsverlaging kan worden gesproken doordat het verlaagde dividend aan een per aandeel naar rato, of zelfs sterker gedaalde investering is gerelateerd. Hierdoor zal binnen de onderneming een sterke neiging tot dividendstabilisatie bestaan. Deze neiging roept - gegeven de wenselijkheid de dividendlast niet meer dan minimaal te verzwaren - niet alleen het risico op, dat men het nominale emissiebedrag te sterk beperkt, maar pleit daarenboven zeer voor een zo hoog mogelijke emissiekoers. Het in de toekomst voor uitkering van een gelijk dividendpercentage benodigde bedrag immers zal een geringere omvang hebben bij (kleine) emissies boven pari dan bij (grote) emissies à pari. Dit laatste is speciaal van belang indien de emissie tot stand komt, alvorens de expansie - ter financiering waarvan de emissie-opbrengst moet dienen - daadwerkelijk heeft plaats gevonden en de nieuw aan te trekken middelen dus niet terstond ten volle rendabel zijn. In het geval, dat de expansie reeds is geëffectueerd en voorshands werd gefinancierd met behulp van (veelal kort-

⁴⁾ Hierbij valt primair te denken aan de rentabiliteit van het eigen kapitaal, zijnde de winst uitgedrukt in een percentage van het eigen kapitaal, secundair aan de economische rentabiliteit van de desbetreffende onderneming, zijnde de winst vermeerderd met aan derden uitbetaalde rente uitgedrukt in een percentage van het totale kapitaal.

lopend) vreemd kapitaal, zijn de nieuw aan te trekken middelen wél onmiddellijk rendabel, althans in zoverre zij voor aflossing van vreemd kapitaal kunnen worden aangewend. Toch mag hieruit niet worden afgeleid, dat er dan geen reden zou zijn de dividendlast te beperken. De uit de vervanging van vreemd door eigen kapitaal voortvloeiende solvabiliteitsverbetering immers zal gepaard gaan met een ongunstige invloed op de rentabiliteit van het eigen kapitaal in het veel voorkomende geval, dat het te betalen rentepercentage voor vreemd kapitaal lager ligt dan de economische rentabiliteit. Bovendien wordt bij een dergelijke vervanging de rentabiliteit nadelig beïnvloed doordat wel de aan derden te betalen rente fiscaal als kosten wordt beschouwd, doch generlei vergoeding voor de aanwending van het eigen kapitaal op de belastbare winst in mindering kan worden gebracht⁵⁾. Zodoende zal ongeacht de aanwending der nieuw aangetrokken middelen in eerste aanleg wel altijd een daling van de rentabiliteit optreden, welke bij handhaving van het dividend een zo hoog mogelijke emissiekoers vereist.

2. *Invloed op beurskoers en intrinsieke waarde*

Niet alleen de wens tot dividendstabilisatie vormt een belangrijk argument voor het vaststellen van een emissiekoers boven pari, maar ook het feit, dat de intrinsieke waarde van het aandeel verder zal dalen naarmate de emissiekoers lager wordt. Alhoewel intrinsieke waarde en beurskoers de facto dikwijls uiteen zullen lopen, zal laatstgenoemde immers zeker de invloed ondergaan van het niveau van de na de emissie bestaande reserves per aandeel. Met andere woorden zal, naar gelang de emissiekoers hoger wordt vastgesteld, de beurskoers krachtiger worden gesteund. In het midden latende of de indruk van een sterke financiële positie, die door de hogere koers wordt gewekt, wellicht ook de mogelijkheid verruimt om vreemd kapitaal aan te trekken, draagt zulks er in ieder geval toe bij om in de toekomst de entree op de markt voor risicodragend kapitaal te vergemakkelijken.

Wat nu de relatie tussen de emissiekoers en het niveau der reserves betreft zij nog opgemerkt, dat in geval van een emissie boven pari de potentiële nieuwe aandeelhouder er als het ware toe wordt gebracht bij te dragen in de reserves van de onderneming. Deze zullen na de emissie niet alleen in absolute zin groter zijn dan wanneer *à pari* zou zijn geëmitteerd, maar ook per aandeel en wel eensdeels door de storting van het agio en andersdeels doordat de oorspronkelijk bestaande reserves tegenover een kleiner aantal geplaatste aandelen komen te staan. Dit betekent, dat de oude aandeelhouder, die middels de claim aanspraak heeft op een grotere vergoeding van de nieuwe aandeelhouder naarmate de intrinsieke waarde van het aandeel verder daalt, in feite vergoeding krijgt voor het feit, dat hij geen of minder aanspraak krijgt op agio en zijn aanspraak op ingehouden winst in grotere mate overdraagt. Indien de intrinsieke waarde van het aandeel na de emissie wordt voorgesteld door I, de claimwaarde door C, het bij een emissie boven pari gevormde agio door A en het aan een aandeel toe te

5) De huidige Nederlandse belastingpolitiek houdt, doordat deze de financiering met vreemd geld kunstmatig aantrekkelijk maakt, gevaar in voor de solvabiliteit van de onderneming. Zij kan de ondernemingsleiding ertoe brengen om, met het oog op de rentabiliteit, een noodzakelijke aandelenemissie naar de toekomst te verschuiven, hetgeen vooral in tijden van dalende conjunctuur zeer gevaarlijk kan zijn. Om dit bezwaar te ondervangen alsook in verband met de wenselijkheid dubbele belasting - eerst bij de onderneming en daarna bij de aandeelhouder - te voorkomen, zou het dividend - althans tenminste een primair dividend - terzake van de vennootschapsbelasting moeten worden vrijgesteld.

rekenen bedrag van door winstinhouding gevormde reserves door R, dan laat zich de bedoelde relatie aldus lezen:

$$I_2 - I_1 = C_1 - C_2 = A + R_2 - R_1$$

Hierin symboliseert de toevoeging 1 het geval van de emissie à pari en 2 het geval van de emissie boven pari.

Aan de hand van de in het volgende voorbeeld gegeven cijfers laat zich deze afhankelijkheid verduidelijken:

Een N.V. heeft een kapitaal van nominaal f 1 mln. (verdeeld in aandelen van duizend gulden) en reserves ter waarde van f 3 mln. De koers (gemakshalve gelijkgesteld aan de intrinsieke waarde) = 400 %. Men wil nu via een emissie f 2 mln. nieuwe middelen aantrekken, hetzij door een

emissie 1 : 1 à 200 %

De koers na de emissie wordt

$(400 + 200) : 2 = 300 \%$

Claimwaarde f 1.000

emissie 2 : 1 à 100 %

De koers na de emissie wordt

$(400 + 200) : 3 = 200 \%$

Claimwaarde f 2.000 (per claim zijn 2 nieuwe stukken te verkrijgen)

Belang oude aandeelhouder valt uiteen in: claim f 1.000

aandeel f 3.000

In het laatste bedrag zit:

nominale waarde f 1.000

aandeel in de oorspronkelijke

reserves f 1.500

agio reserve f 500

Belang oude aandeelhouder valt uiteen in: claim f 2.000

aandeel f 2.000

In het laatste bedrag zit:

nominale waarde f 1.000

aandeel in de oorspronkelijke

reserves f 1.000

agio reserve „ —

3. Zeggenschap

Met het oog op de zeggenschap in de onderneming zal van geval tot geval moeten worden bekeken of aan een emissie boven pari of aan een emissie à pari de voorkeur moet worden gegeven.

Indien de zeggenschap in de vennootschap is voorbehouden aan enkele personen - hetzij via een oligarchische clausule in de statuten, doordat de aandelen in een „holding-company” zijn ondergebracht of doordat niet-royeerbare certificaten van zich in handen van een Administratiekantoor bevindende aandelen in omloop zijn - is dit vraagstuk uiteraard slechts van academisch belang ⁶⁾.

Indien echter de machtsverhoudingen worden bepaald door het enkele bezit van de aandelen - indien dus geen prioriteitsaandelen, oprichtersbewijzen met meervoudig stemrecht en dergelijke zijn uitgegeven - dient de leiding van de emitterende vennootschap zich nauwkeurig rekenschap te geven van de consequenties van iedere nieuwe emissie voor het machtspatroon; consequenties, die zich alleen dan niet zouden voordoen indien alle aandeelhouders in evenredige mate op de nieuwe emissie zouden inschrijven (en er dus geen claimhandel zou ontstaan).

Afgezien van de mogelijkheid, dat aandelen in kleine coupures worden uitgegeven, zal bij een emissie boven pari het aantal nieuw in het verkeer te brengen aandelen geringer zijn dan bij een emissie à pari. Dit betekent,

⁶⁾ De macht is in de genoemde gevallen voorbehouden aan de houders van prioriteitsaandelen, respectievelijk de directie van de „holdingcompany” of de directie van het Administratiekantoor.

dat in het eerste geval de kans op verschuivingen in de machtspositie der onderscheiden aandeelhouders dikwijls groter zal zijn dan in het tweede geval. Naarmate immers meerdere aandelen (van geringere waarde) in het verkeer worden gebracht zal er grotere kans bestaan op stemmenversnippering onder de nieuw toetredende aandeelhouders en dus minder kans dat reeds gevestigde belangen hun invloed verliezen.

4. *Kosten*

Alhoewel wij te dezer zake bepaald niet te doen hebben met een factor van doorslaggevende betekenis, dient bij het afwegen van het voor en tegen van het emitteren *à pari* of *boven pari* te worden bedacht, dat de emissie *boven pari* in sommige gevallen met minder kosten te realiseren valt dan de emissie *à pari*. Allereerst is een besparing te bereiken ter grootte van het registratierecht ($2\frac{1}{2}\%$) op het nog niet geplaatste deel van het vergrote statutaire kapitaal en wel in het geval de emissie *boven pari* plaats kan vinden zonder uitbreiding van het in de statuten vastgelegde maatschappelijke kapitaal van de N.V., terwijl voor een *pari-emissie* uitbreiding van dit kapitaal nodig zou zijn. Bovendien vervallen bij zulk een emissie *boven pari* alle kosten die inhaerent zijn aan een bij notariële akte vast te leggen wijziging in de statuten. Ook is een emissie *boven pari* voordeliger, gezien het feit, dat men een geringer aantal stukken behoeft te laten drukken, terwijl het aantal te verzilveren coupons en de daarmee verband houdende bank- en administratiekosten in de toekomst ook geringer zal zijn dan bij de emissie *à pari*.

b. *Het standpunt van aandeelhouders*

Wanneer wij de geschetste problematiek nu vanuit het standpunt van de aandeelhouders bezien, dan willen wij „aandeelhouders” allereerst onderscheiden in degenen, die reeds daadwerkelijk belang bij de onderneming hebben, en degenen, die - afhankelijk van de omstandigheden - potentieel bereid zijn in het aandelenkapitaal te participeren. Vervolgens zouden wij aan het fiscale aspect separaat aandacht willen schenken en tenslotte een voor de aandeelhouders in algemene zin geldende argumentatie geven.

1. *Categoriën aandeelhouders*

a. De eerste categorie laat zich grosso modo verdelen in aandeelhouders, die in beginsel geneigd zijn door inschrijving hun procentueel belang bij de vennootschap te continueren, aandeelhouders, die bij voorkeur de absolute omvang in geld van hun belang bij de onderneming wensen te bestendigen en aandeelhouders, die van de geboden gelegenheid gebruik zullen willen maken hun belang te reduceren. In het eerste geval zullen de betrokkenen met al hun claims inschrijven en de met de emissiekoers overeenkomende storting verrichten. In het tweede geval zullen zij een deel van hun claims verkopen en de daaruit voortvloeiende middelen, gecombineerd met de niet verkochte claims, voor inschrijving benutten ⁷⁾.

⁷⁾ *Voorbeeld.*

Een aandeelhouder heeft 40 aandelen van nominaal f 1.000 met een beurswaarde van 200 %. De absolute waarde van zijn belang bedraagt derhalve f 80.000. Bij een emissie 3 : 2 *à pari* zal de theoretische koers na de emissie 160 % en de theoretische claimwaarde f 400 worden. Wil de waarde van zijn bezit f 80.000 blijven, dan zal hij ervoor moeten zorgdragen, dat hij na de emissie 50 aandelen bezit. Hij gebruikt daarvoor 15 van zijn 40 claims, verkoopt 25 claims *à* 400 en stort de opbrengst van f 10.000 op de 10 nieuwe aandelen.

In het laatste geval behoeven betrokkenen hun claims slechts te verkopen.

Uit een oogpunt van liquiditeit zal het weinig verschil maken tot welke van de genoemde drie groepen de aandeelhouder behoort. De aandeelhouder, die zijn procentueel belang bij de onderneming wenst te handhaven zal, ongeacht de emissiekoers, steeds eenzelfde bedrag moeten storten. Met andere woorden maakt het voor hem geen verschil of hij een grote storting op slechts weinig aandelen of een storting à pari op meer aandelen moet verrichten. De aandeelhouder, die de absolute omvang van zijn belang constant wenst te houden, zal uit zijn claimopbrengst de vereiste storting verrichten. Hij komt, ongeacht de emissiekoers, nimmer voor de noodzaak te staan bij te storten. Voor aandeelhouders van deze beide groepen kan zich alleen dan een liquiditeitsprobleem voordoen indien zij uit hun bezit niet voldoende claims verkrijgen om op de gewenste wijze aan de emissie deel te nemen. In het algemeen betreft het hier dus slechts de kleine aandeelhouders. De aandeelhouders, die overgaan tot verkoop van hun claims krijgen bij een emissie à pari een maximale opbrengst. Bij een emissie boven pari bestaat voor hen in de toekomst de mogelijkheid, dat de N.V. tegenover de gevormde agio-reserve t.z.t. bonusaandelen zal uitreiken. De waarde van dergelijke bonusaandelen is theoretisch gelijk aan de som van de verschillen tussen de werkelijke opbrengst van de claims en de opbrengst, die zou zijn verkregen indien de opeenvolgende emissies à pari hadden plaatsgevonden. Aangezien de verkrijging van een eventueel bonusaandeel onzeker is, lijkt het ons niet twijfelachtig, dat de hier bedoelde aandeelhouders een grote claim zullen prefereren boven een kleine claim gecombineerd met de kans op een bonusaandeel in de toekomst.

b. Van de tot de tweede categorie behorende aandeelhouders, t.w. degenen, die - afhankelijk van de omstandigheden - potentiëel bereid zijn in het aandelenkapitaal te participeren, hebben in de praktijk slechts de allerkleinsten uit liquiditeitsoverwegingen interesse bij de hoogte van de emissiekoers. De nieuw toetredende aandeelhouder immers dient de volledige theoretische waarde van het aandeel na de emissie te betalen, dus het met de emissiekoers overeenkomende bedrag vermeerderd met de prijs van de aan te kopen claims. Aangezien de koers na een emissie à pari lager zal zijn dan na een emissie boven pari, zullen potentiële aandeelhouders die slechts voor de aankoop van één aandeel belangstelling hebben, uit liquiditeitsoverwegingen voorkeur voor een emissie à pari kunnen hebben. Hierbij zij inmiddels aangetekend, dat de onderhavige kwestie zijn betekenis verliest indien aandelen in kleine coupures worden uitgegeven.

2. *Het fiscale aspect*

Tot dusverre is het fiscale aspect van het mogelijke verschil in emissiekoers en de dienovereenkomstig variërende opbrengst van de claims niet aan de orde gekomen. Toch is ook dit van invloed. Claimopbrengsten zijn - behoudens in speciale gevallen, bijvoorbeeld bij het aanhouden van meer dan 25 % van het aandelenkapitaal van een N.V. (het z.g. „aanmerkelijk belang”), voor welke gevallen uitzonderingsregels bestaan - niet belastbaar volgens de inkomstenbelasting. De bonusuitkering daarentegen geldt op grond van de z.g. „fictie-theorie”⁸⁾ als inkomen en valt uit dien hoofde wél onder de inkomstenbelasting (tarief 20-40 % volgens art. 48 I.B.). Voorzover de bonus in de vorm van aandelen wordt uitgegeven

⁸⁾ Zie ook Prof. Mr. P. J. Adriani: „Iets over bonusaandelen en claims”, W.P.N.R. 5 juni 1948 (pag. 189 e.v.) en Dr. K. W. A. Bervoets: „Bonusaandelen en Stockdividen-den”, 1955 (pag. 50 e.v.).

geldt deze belastbaarheid slechts tot de nominale waarde en wordt, onder vigueur van de thans geldende Wet op de Herkapitalisatie 1957, een uniform tarief van 20 % toegepast. Ten aanzien van bonusaandelen, geëmitteerd tegenover een agioreserve, wordt krachtens het Besluit op de I.B., art. 32 lid 2, op deze regel geen uitzondering gemaakt. Een terugbetaling wordt als winst aangemerkt indien het maatschappelijk kapitaal niet dienovereenkomstig wordt gereduceerd. De opvatting, dat agio moet worden beschouwd als een vorm van gestort kapitaal, zodat gehele of gedeeltelijke terugbetaling hiervan niet het karakter van inkomen draagt, werd in 1954 bij Ministeriële Resolutie no. 92 erkend. In deze resolutie wordt n.l. gesteld, dat alle uitkeringen uit agio vrij van I.B. zullen zijn ⁹⁾).

Door verschillende vennootschappen is van de genoemde bepaling gebruik gemaakt om uitkeringen uit de agio-reserve te doen plaatsvinden onder gelijktijdige reservering van winst. Een niet belastbare agio-uitkering werd derhalve in de plaats gesteld van een belastbaar dividend. Aangezien dit niet de bedoeling van de Minister was, werd bij Ministeriële Resolutie no. 231 van 13 mei 1957 bepaald, dat slechts agio-uitkeringen *in de vorm van aandelen* niet belastbaar zouden zijn. Merkwaardigerwijs is de situatie thans dus zó, dat een agio-uitkering in contanten wél en in aandelen niet belastbaar is.

Alhoewel wij in de inleiding hebben gesteld van de in Nederland bestaande verhoudingen te zullen uitgaan, willen wij in relatie tot het voorgaande met een enkel woord melding maken van de desbetreffende bepalingen in het buitenland. Deze zijn namelijk van groot belang voor die vennootschappen, waarvan het geplaatste kapitaal voor een belangrijk deel in buitenlandse handen is en die derhalve ook hier bij het bepalen van de emissiekoers rekening mede moeten houden. Het blijkt dan - afgezien van de afwijkende regelingen voor het geval de vennootschap tot liquidatie overgaat - dat in de Franse regeling claim en bonus onbelast zijn, terwijl in het Duitse systeem naast een meestentijds onbelaste claim een belasting voorkomt op het bonusaandeel. In het Angelsaksische belastingstelsel is de situatie moeilijker te beoordelen, omdat hierin van het Nederlandse standpunt afwijkende opvattingen voorkomen over de vraag wat onder inkomen moet worden verstaan. Bovendien bestaan verschillen met betrekking tot de belastbaarheid van vermogensvermeerderingen. In Engeland kent men geen „capital-gains-taxation” en zijn de bonus en claim belastingvrij. In Amerika - waar men een dergelijke belasting wel kent - is de mogelijkheid belastingvrije bonusuitkeringen of claims te incasseren slechts dan aanwezig indien niet tot vervreemding wordt overgegaan.

3. *Algemene argumentatie*

Voor de aandeelhouder in algemene zin, dus ongeacht of hij tot de ene of tot de andere hiervoor onderscheiden categorie kan worden gerekend, gelden drie argumenten die pleiten voor emissies à pari:

- 1) De beurskoers van een aandeel houdt - zoals reeds eerder werd opgemerkt - zowel verband met de intrinsieke waarde van het aandeel, als met de verwachte toekomstige (en voor uitkering beschikbaar komende) opbrengsten; twee grootheden die onderling uiteraard een sterke

⁹⁾ Over de vraag of dit gezien art. 32 I.B. *juridisch* juist is, bestaat geen jurisprudentie. Dit is verklaarbaar aangezien de van een agio-uitkering profiterende belastingplichtige geen aanleiding zal hebben te reclameren, terwijl de belastinginspecteur er niet mede gebaat kan zijn te handelen in strijd met de regels die zijn neergelegd in de genoemde resolutie van zijn hoogste superieur.

samenhang vertonen. Wanneer de onderneming in het prospectus te kennen geeft na de emissie het dividend te zullen handhaven en - dank zij een rendabele aanwending van de nieuwe middelen - hierin ook metterdaad slaagt, is het - naar wij al mochten constateren - een normaal verschijnsel, dat de koers van het aandeel na de emissie een impuls in opwaartse richting ondergaat. De kans op koerswinst zal groter zijn, naarmate de koers vóór de emssie in sterkere mate de theoretische koers na de emssie te boven gaat. Met andere woorden is de kans op koerswinst maximaal wanneer $\bar{a}$ pari wordt geëmitteerd.

- 2) Voor bepaalde groepen van aandeelhouders zal de emissie $\bar{a}$ pari of tegen een zo dicht mogelijk bij $\bar{a}$ pari liggende koers de voorkeur verdienen, omdat de verhandelbaarheid van het betrokken fonds zal toenemen. Wat dit laatste betreft zal de markt enerzijds op directe wijze worden verbreed vanwege het feit, dat het ook minder kapitaalkrachtige financiers mogelijk wordt in het uitstaande kapitaal te participeren, anderzijds zal het ook op indirecte wijze geschieden, doordat de toegenomen verhandelbaarheid als zodanig weer beleggers aantrekt, die aan de mate van courantheid grote waarde toekennen. Denken wij in het eerste geval vooral aan de kleine en middelgrote aandeelhouders, die zich slechts een beperkt risico kunnen veroorloven en in de lage koers een mogelijkheid tot risico-spreiding hebben, in het tweede geval hebben wij met name de institutionele beleggers op het oog. Deze laatste steeds aan betekenis winnende groep ziet het aandeel nog vooral als een rijkelijk vloeiende bron van inkomsten, die weliswaar een garantie biedt tegen vermogensverlies door geldontwaardiging, doch waarvan men zich desondanks onmiddellijk moet kunnen ontdoen.
- 3) Bij emissies $\bar{a}$ pari wordt het aandeelhouders-beleggers in feite mogelijk gemaakt geheel zelfstandig over de aanwending van een groter deel van de geaccumuleerde ingehouden winst te beslissen dan in geval van emissies boven $\bar{a}$ pari. Immers bestaat bij een emissie $\bar{a}$ pari voor de aandeelhouders de mogelijkheid door verkoop van claims een maximaal bedrag voor een investering in andere richting vrij te maken; een bedrag dat anders geheel of gedeeltelijk in de oorspronkelijke aanwending zou zijn geblokkeerd.

Wij zouden deze beschouwingen niet willen afsluiten zonder melding te maken van het populaire argument der „vette” claim, dat wellicht als het sterkste argument voor emissies $\bar{a}$ pari kan worden aangemerkt. De voornoemde onmogelijkheid c.q. onwil het aan het aandeelhoudersschap inhaerente risico in meer dan bescheiden mate te lopen gecombineerd met het feit, dat de managersfunctie niet wordt uitgeoefend, impliceert, dat de zojuist onder 2) genoemde kapitaalverschaffers bezwaarlijk nog als „ondernemers” kunnen worden beschouwd. Vooral voor wat betreft de grote groep kleine en middelgrote aandeelhouders komt dit tot uitdrukking in de geringe interesse die men toont voor de details van het ondernemingsbeleid. Voorts hierin, dat slechts een beperkt begrip voor het belang van interne financiering en de hieruit voortvloeiende toeneming van de intrinsieke waarde der aandelen blijkt te bestaan. Dit alsmede het feit, dat de door een onderneming jaarlijks gemaakte winst - na eerst bij de onderneming zwaar te zijn belast - bij uitkering nog eens door de I.B. wordt getroffen, verklaart waarom de emissie $\bar{a}$ pari voor de betrokken aandeelhouders gunstige perspectieven opent. Aangezien op de beurswaarde ook de intrinsieke waarde van invloed is, kan - alhoewel van winstuitkering als

zodanig geen sprake is - de claim enerzijds immers door de individuele aandeelhouders als belastingvrije uitkering van oorspronkelijk ingehouden winst worden gezien, terwijl anderzijds deze „uitkering” groter zal zijn naarmate de emissiekoers lager is. In het bijzonder geldt dit bij emissies door snel expanderende ondernemingen met grote „earning-capacity”. Juist bij deze ondernemingen zal de beurskoers verhoudingsgewijs sterk door de zich wijzigende intrinsieke waarde kunnen worden beïnvloed, omdat zij in staat zijn om behalve een goed rendement over het uitstaande aandelenkapitaal tevens de voor interne financiering benodigde middelen te verdienen. Met deze middelen kunnen zij de intrinsieke waarde opvoeren en aldus de na elke emissie gedaalde koers ter beurse weer stimuleren, hetgeen de mogelijkheid biedt om keer op keer door emissie à pari waardevolle claims te creëren.

De belangen van het personeel, die in de inleiding terloops even werden genoemd, kunnen per onderneming sterk uiteenlopen. Men denke slechts aan het al of niet bestaan van winstparticipatie en de methode waarop een dergelijke participatie is geregeld, zowel als aan de mogelijkheid, dat ondernemingen aan het personeel aandelen uitreiken. Hetzelfde geldt voorts voor wat betreft andere genoemde categorieën van belanghebbenden (leveranciers, banken etc.). Aangezien het ons dientengevolge niet mogelijk is hiervoor min of meer algemene regels te stellen, menen wij dit facet van het emissiekoersprobleem onbesproken te mogen laten.

CONCLUSIE

Wij hebben kunnen constateren, dat het *rechtstreekse* belang van de onderneming, dus het conglomeraat van door het bedrijfsbeheer gestelde eisen, in het algemeen pleit voor een zo hoog mogelijke emissiekoers, terwijl daarentegen bepaalde groepen aandeelhouders een afwijkend belang hebben. Het feit, dat de onderneming voor haar kapitaalverschaffing voor een goed deel ook op deze groepen zal zijn aangewezen, impliceert, dat zij langs *indirecte* weg tevens belang bij emissies à pari heeft verkregen.

Het komt ons voor, dat van geval tot geval nauwkeurig zal moeten worden nagegaan welke factoren op een bepaald moment het zwaarst wegen. De kern van het probleem ligt zonder twijfel bij het expansietempo van de betrokken onderneming en de mate, waarin deze voor de dekking van haar behoefte aan risicodragend kapitaal is aangewezen op de openbare kapitaalmarkt of, anders gezegd, op grote groepen kapitaalverschaffers, die zich geen ondernemer meer voelen. Moet de onderneming in verband met een snelle expansie de weg naar de beurs openhouden en is de „earning-capacity” zodanig, dat de beurskoers kan worden gestimuleerd door een geëigende dividendpolitiek en politiek van interne financiering - leidende tot herstel van de intrinsieke waarde van het aandeel na elke emissie - dan vormt zulks een belangrijk argument voor de vaststelling van een lage emissiekoers. Is het tempo van de expansie evenwel niet van dien aard, dat aan meerdere emissies binnen afzienbare tijd valt te denken, is het aandeelhoudersbelang nog in belangrijke mate te vereenzelvigen met het ondernemersbelang, of is het niet mogelijk de vereiste dividendpolitiek te voeren resp. snel genoeg de nodige reserves te kweken, dan zullen de argumenten die pleiten voor de vaststelling van een zo hoog mogelijke emissiekoers de doorslag geven.