EMISSIE-ONDERZOEK,

Mededelingen van het Bedrijfseconomisch Instituut der Rijksuniversiteit te Groningen
 onder redactie van Prof. Dr. J. L. Mey.

door Dr. H. P. W. van Ravestijn

Het doel van deze publicatie en van het daaraan ten grondslag liggende onderzoek is de verificatie aan de hand van een onderzoek van emissieprospectussen van de normen, welke in de Nederlandse bedrijfseconomische literatuur op grond van theoretische overwegingen en redeneringen zijn ontwikkeld omtrent het verband tussen de duur van de vermogensbehoefte en de keuze van de financieringsfiguur. Daarnaast werden ook andere in de Nederlandse literatuur voorkomende normen onderzocht en tenslotte werd ook de vraag onder het oog gezien of wellicht andere normen een rol hebben gespeeld.

Het onderzoek bleef beperkt tot de periode van na de oorlog.

In de inleiding constateert Prof. Mey zeer terecht, dat het bijzonder moeilijk is bij emissies, en wij zouden eraan toe willen voegen: uit prospectussen, af te leiden, of er inderdaad getracht is naar de normen, zoals deze in de Nederlandse literatuur voorkomen, te streven.

De gedachte om te trachten door empirische verificatie de in Nederland meestal aanvaarde theorieën te toetsen aan de praktijk, is bijzonder prijzenswaardig en terecht wordt dan ook door Prof. J. L. Mey gesteld, dat daaraan dringend behoefte bestaat. De ondernomen poging verdient derhalve alle lof en alle belangstelling en levert menig belangwekkend samenvattend overzicht op, dat velen van groot nut zal zijn. Een andere vraag is uiteraard of een statistisch onderzoek van prospectussen, dat immers altijd *post factum* (ex post) geschiedt, niet te veel aan de buitenkant blijft en te weinig rekening kan houden met de *ex-ante* overwegingen, een bezwaar, dat kennelijk ook door de schrijvers is aan gevoeld. Zowel mijn eigen praktijk als mijn eigen theoretische opvattingen én de buitenlandse literatuur, met name de Amerikaanse en de Duitse, evenals de daar naar voren komende praktijk wijzen zeer duidelijk in deze richting. M.i. is het dan ook te betreuren, dat in de publicatie niet mede is uitgegaan van een zeer grondige analyse van de verschillende stromingen op de kapitaalmarkt, welke in de jaren 1946/56 een zo sterke invloed hebben uitgeoefend, ook op de beslissingen van de ondernemingen bij haar emissies en welke slechts zelden in prospectussen tot uitdrukking komen en verder, dat vrijwel in het geheel geen aandacht is geschonken aan de buitenlandse literatuur op dit gebied. Ongetwijfeld moet dit worden toegeschreven aan de moeilijkheid om van uit het onderzoeksinstituut van de Universiteiten voldoende levend contact te onderhouden met hetgeen achter de schermen van het bedrijfsleven omgaat enerzijds en aan het in de inleiding vermelde gebrek aan capaciteit van het Instituut anderzijds. Hier ligt mogelijk de stof voor het toegezegde verdere onderzoek.

Na de inleiding van Prof. Dr. J. L. Mey volgt dan een kort overzicht van hetgeen in de meest bekende Nederlandse bedrijfseconomische publicaties gezegd wordt omtrent het aandeel, de obligatie en de convertibare obligatie. Voor de student een bijzonder aardige oriëntering en zeer korte samenvatting. Wel missen wij in de Nederlandse literatuur een aantal toch wel belangrijke werken van gezaghebbende auteurs resp. menen wij, dat een aantal van deze auteurs eigenlijk niet voldoende tot hun recht komen: b.v. Prof. Limperg, Prof. A. Mey, wat Amsterdam betreft (ook wellicht Dr. de Lange); Prof. Pruijt, Dr. Blom en ook Prof. Polak's posthume werk, wat Rotterdam betreft; Prof. van Ketel, Prof. van Berkum en Prof. Scheffer, wat Tilburg betreft, en - het zij mij vergund ook mijzelf te noemen - der Teufel ist ein Egoist - als exponent van de dynamische theorie van het financiële beheer der ondernemingen.¹⁾

In zekere zin belangrijker acht ik het, dat de buitenlandse literatuur hier geheel buiten beschouwing blijft, hoewel zowel in de U.S.A., in Duitsland als in Engeland zeer belangrijke werken en zeer gerenommeerde auteurs geheel afwijkende meningen en inzichten geven op vrijwel het gehele gebied der financiering. Misschien is dit te veel geëist voor een publicatie als deze, maar het wil mij voorkomen, dat het zowel voor de studiosi als voor de mensen uit de praktijk nuttig en zelfs broodnodig is kennis te nemen van deze opvattingen in het buitenland, en ook van de daar geldende normen, welke sterk afwijken van de in de Nederlandse literatuur in het algemeen te vinden concepties. De student, die de Nederlandse literatuur heeft bestudeerd en de daarin uitgestippelde normen heeft opgenomen, staat, althans dat is mijn ervaring, wel heel vreemd te kijken als hij geconfronteerd wordt met balansen en financiële verhoudingen van Amerikaanse en Duitse onder-

¹⁾ Zie ook Dr. Njoo Hong Hwie: Het Rendementskapitaal der Onderneming als Waarborg voor de Crediteuren, Proefschrift Djakarta 1954.

nemingen. Men kan dit ook aan de onderhavige publicatie wel demonstreren b.v. bij de gestelde normen voor de verhouding van eigen vermogen tot vreemde middelen, en even zeer gaat dit op b.v. voor de kwestie van de beoordeling van de converteerbare obligatie. Deze opmerking geldt ook voor de Amsterdamse publicatie over de converteerbare obligatie. Ik kan deze punten hier uiteraard niet nader uitwerken, maar het zou m.i. zeer en zeer wenselijk zijn, en ook geheel in de lijn liggen van het zo prijzenswaardigge initiatief van Prof. Dr. J. L. Mey n.l. de confrontatie van theorie en praktijk, indien de mogelijkheid zou bestaan te zijner tijd in deze richting ook eens een publicatie te doen verschijnen. In Nederland bestaat m.i. een grote behoefte aan een dergelijke toetsing én óók aan een toetsing met buitenlandse theorieën en buitenlandse praktijk: immers Nederland is een internationaal georiënteerd land en bovendien een klein land. Een Case book alleen al zou een waardevolle aanvulling zijn van onze Nederlandse literatuur.

In Hoofdstuk II wordt een overzicht gegeven van de omvang en de samenstelling van de beschouwde emissies, en wel achtereenvolgens van de totale activiteit, de grote emissies, de kleine emissies en de vergelijking van de grote met de kleine emissies. In Tabellen en grafieken wordt deze materie dan samengevat, hetgeen uiteraard zeer waardevol materiaal oplevert. Hoewel geen emissie in de strikte zin des woords, missen wij bij de grote emissies de 4 % Dollar-obligaties Philips 1951, welke obligatie in menig opzicht zeer bijzondere en interessante aspecten vertoont. Bijzonder prettig zou het ook geweest zijn, indien als bijlage een gespecificeerde staat van de kleine emissies ware opgenomen: voor het praktische gebruik zou dit een aanwinst zijn, en uiteraard ook voor het gebruik voor andere doeleinden.

Wij willen nog vermelden, dat ook in dit hoofdstuk reeds enige aantekeningen worden gemaakt over de oorzaken van de frequentie van obligatie-aandelen- en converteerbare obligatie-emissies. In verband met het in de publicatie opgemerkte over de schaarste aan risico-dragend kapitaal zouden wij willen verwijzen naar onze eerdere opmerking over het onderzoek van de toestand en de structuurveranderingen van de kapitaalmarkt. De capaciteit van de Nederlandse aandelenmarkt was nu eenmaal niet ingesteld op de financieringsbehoeften van vier wereldconcerns na de oorlog (men moge hier denken aan de deviezenregelingen!). De beleggers in de risico-mijdende sfeer moesten wel te hulp komen, aandelenbelegging tot grote bedragen was daar allerminst „bon ton”, en vaak onverantwoord. De conv. obligatie paste daar wel, vooral in de perioden, waarin wederom monetaire factoren en monetaire verwachtingen (ex ante) een rol speelden: devaluatie, inflatie e.d.m. Maar dit slechts ter zijde en als illustratie van het hiervoor opgemerkte.

Hoofdstuk III geeft een analyse van de emissies naar categorieën van bedrijvigheid, waarbij de indeling van het C.B.S. wordt gevolgd. Uit een oogpunt van analyse van het gebeuren op de emissiemarkt en op de beurs heeft deze indeling wel enige bezwaren: zo vindt men de Kon. Olie onder chemische nijverheid, Philips en Hoogovens samen onder metaalnijverheid, de A.K.U. daarentegen weer onder textiel, en de Unilever onder voedings- en genotsmiddelen, zoals in de publicatie op bladzijde 27 wordt vermeld. Gezien de bijzondere rol, welke de internationale concerns, in het bijzonder bij de grote emissies vervulden, zou er wellicht iets voor te zeggen zijn de internationale concerns als afzonderlijke groep op te nemen. En in ieder geval lijkt het doelmatiger voor een onderzoek als het onderhavige, dat op de kapitaalmarkt betrekking heeft, een onderneming als Philips niet onder de metaalindustrie, maar onder de electronica en electrotechniek op te nemen, de Kon. Olie als petroleummaatschappij onder de rubriek petroleum op te nemen en de A.K.U. met zijn veelzijdige afzet en zijn sterk chemische inslag toch niet onder textiel op te nemen. Daardoor zouden de resultaten van het onderzoek (en vooral ook de resultaten van het onderzoek der motieven, dat in een volgend nummer aan de orde komt), nog waardevoller, want overzichtelijker en gemakkelijker toegankelijk worden. En tevens zou meer inzicht worden geboden in de werkelijke constellatie op de kapitaalmarkt. Immers: ziende naar de zijde van het kapitaal aanbod en de structuur van de kapitaalmarkt, welke n.o.m. zo onontbeerlijk is voor een emissie-onderzoek, is het zeer duidelijk, dat de rol, welke de grote concerns direct en indirect speelden, daarbij inbegrepen de kwestie van de verkoop naar de U.S.A., de grote verwachtingen, welke vooral in de laatste jaren verbonden waren aan de petroleum en aan de electrotechniek, maar toch zeker ook aan Unilever met zijn lage pay-out en zijn bonus-uitkeringen, (men lette hier ook op het ex-ante verschijnsel!) en anderzijds het tekort schieten van het Nederlandse kapitaalreservoir voor de snel groeiende eisen van de grote concerns, door een andere groepering beter kan worden benaderd dan door de groepering van het C.B.S. (welke overigens voor andere doeleinden wordt opgesteld). Wellicht, dat deze suggestie bij een verder onderzoek van enig nut kan zijn: dit is dan ook de voornaamste raison d'être van deze opmerking. Ook hier is het materiaal in zijn huidige gedaante zeker waardevol. Ten aanzien van het in 1953 teruglopen van de emissie-activiteit moge worden gewezen op de recessie in de U.S.A. van 1953/54 en de post-Korea-effecten, welke bij velen, en ook bij de ondernemingen en ondernemers nog nawerkten in de vorm van een zekere reserve.

Hoofdstuk IV geeft een analyse van de motieven van de emissies, zoals deze uit de prospectussen blijkt. Ongetwijfeld is ook dit onderzoek zeer waardevol, al zouden wij voor ons gaarne naast de in deze studie geanalyseerde motieven ten getale van 12, de zeer diepgaande analyse van de motieven voor emissie én voor de vorm van de emissie leggen, welke men kan aantreffen in het onderzoek van Neil H. Jacoby en J. Fred Weston, getiteld: „Factors influencing managerial decisions in determining forms of business financing”, te vinden in „Conference on Research in Business Finance”, National Bureau of Economic Research, 1952, bladzijden 145-184 en in het bijzonder de enumeratie van factoren, te vinden op de bladzijden 167 t/m 172, waarbij uiteraard moet worden aangetekend, dat de Amerikaanse „exploratory study” de motivering van „binnen uit” benadert en niet van „buiten af”.

De eerste benaderingswijze lijkt ons veel vruchtbaarder dan de tweede, zoals wij reeds eerder opmerkten, maar is zeer moeilijk te bereiken, tenzij men zelf in media re zit. In ieder geval lijkt raadpleging van genoemde enumeratie van Amerikaanse zijde naast de in het onderhavige geschrift gegeven benadering een waardevolle aanvulling, mits men uiteraard het verschil tussen de U.S.A. en Nederland in het oog houdt.

Ongetwijfeld bevat ook dit hoofdstuk een zeer waardevolle bijdrage tot de materie in kwestie. Ook hier geven tabellen een korte en duidelijke samenvatting, zowel van de in de prospectussen genoemde motieven als van de ontwikkeling van de motieven over de tijd: het laatste punt is uiteraard bijzonder belangwekkend. Investerings (diepte en breedte, hoewel deze beide uiteraard nauwelijks te onderscheiden zijn, evenals liquiditeitszorg, welke eveneens samenhangt met investeringen en ook met de situatie op de geldmarkt, b.v. bij beperking van kredietfaciliteiten door de banken, dan wel afstoten door de banken van kredieten, welke investeringskarakter gaan dragen) spelen de belangrijkste rol: zoals uit dit onderzoek blijkt. Hier moge even worden aangetekend, mede in verband met het reeds opgemerkte belang van de ontwikkeling van de structuur van de kapitaalmarkt, dat ook de situatie op de geldmarkt van belang kan zijn voor emissies: bij voorbeeld: indien de Nederlandsche Bank zachte druk uitoefent, dan wel de situatie op de geldmarkt van buiten af wijzigingen ondergaat, kan men waarnemen, dat kredieten de vorm aan gaan nemen van emissies b.v. bij het afbetalingskrediet, exportfinanciering enz. Hier kan op deze materie niet nader worden ingegaan, maar het is duidelijk, dat de situatie op de geld- en de kapitaalmarkt, daarbij inbegrepen de situatie van het bankwezen en de politiek van De Nederlandsche Bank in de afgelopen periode, waarover het onderzoek zich uitstrekt, een belangrijke invloed heeft gehad op de emissie-activiteit. Ook de factor „Buitenland” is uiteraard van invloed geweest. Ook deze opmerkingen zijn uitsluitend bedoeld als een suggestie voor een nader onderzoek van deze belangwekkende materie en gaarne spreken wij de hoop uit, dat de schrijvers dit onderzoek spoedig ter hand zullen kunnen nemen. Ook bij de analyse van de motivering en haar veranderingen in het verloop van de tijd zou het instructief zijn het verloop van de geldmarkt en de obligatiemarkt en de politiek van De Nederlandsche Bank alsmede de ontwikkeling van de betalingsbalans in de beschouwing te betrekken. Enige pogingen tot analyse van de obligatiemarkt, de aandelenmarkt en de geldmarkt in een aantal van deze jaren zijn door ondergetekende gepubliceerd.

Hoofdstuk V behandelt de keuze van de financieringsfiguur. Hier moge wederom even worden verwezen naar de eerder genoemde Amerikaanse studie van Neil H. Jacoby en J. Fred Weston. Dit hoofdstuk zullen wij niet uitvoerig bespreken, ook al omdat er o.i. nog al enige zwakke plekken in het betoog voorkomen. Het zou ons echter te ver voeren in het kader ener bespreking de verschillende punten, waarover een afwijkende mening kan bestaan, in voldoende mate uit te werken. Daartoe zou een afzonderlijk thematisch betoog op dynamische grondslag noodzakelijk zijn, waardoor de argumenten pro en contra beter tegen elkaar zouden kunnen worden afgewogen. De gegeven feitelijke analyse aan de hand van de prospectussen geeft zeer waardevol materiaal, dat aan de hand van tabellen en grafieken wordt verduidelijkt. Indien het ons vergund is nog één opmerking te maken, dan zouden wij de suggestie willen doen de emissie-grafieken niet in totalen te geven, vergeleken met het totale indexcijfer voor aandelen van het C.B.S., maar de emissies te differentieëren naar bedrijfsgroep en te vergelijken met partiële indexcijfers van koersen voor aandelen van die groepen, zoals deze ook in Nederland worden gepubliceerd, zowel door het C.B.S. als door particuliere instanties.

Op deze wijze krijgt men een iets meer gedetailleerd inzicht, dat de werkelijkheid nog iets dichter benadert, en dat is toch het zeer prijszennaamde doel van deze studie. Zoals elk algemeen indexcijfer van koersen van aandelen maskeert ook het indexcijfer van het C.B.S. vele belangrijke ontwikkelingen.

Hoofdstuk VI is gewijd aan de financiering met obligaties en converteerbare obligaties. Geconstateerd wordt, dat er eigenlijk nauwelijks veel verband te vinden is tussen de keuze van de obligatie als financieringsvorm en de aanwezigheid van een theoretisch voor de obligatiefinanciering geschikt actief, en evenmin met de stabiliteit van de inkomensstroom. Voorts wordt nagegaan of er een voldoende buffer aan eigen vermogen aanwezig was,

waarbij als norm wordt aangelegd een verhouding van 1 op 1 tussen eigen en vreemd vermogen. Tegen deze norm als algemeenheid hebben wij wel enig bezwaar: de aard van het bedrijf speelt hier een grote rol. Vandaar ons pleidooi voor een meer gespecialiseerde bedrijfshuishoudkunde, waarbij de analyse per bedrijfstak aanwijzingen en meer inzicht kan geven omtrent hetgeen al dan niet gezond mag worden genoemd. Terecht stelt de publicatie in dit hoofdstuk, dat de verwachtingen der ondernemingen, waarover niets bekend wordt uit het onderzoek van prospectussen een grote rol spelen, en wij zouden daar wederom aan willen toevoegen: de situatie op de kapitaal- en geldmarkt, en voorts de kwestie van de zogenaamde *noodzakelijke* investeringen, welke in verschillende bedrijfstakken, en met name de meest dynamische, een grote rol spelen. Daar ligt de situatie dan zó, dat de noodzaak van de investering (technisch of commercieel) absoluut gegeven is op straffe van marktverlies of verlies van een nimmer meer te achterhalen mogelijkheid, waarmede de concurrent gaat „strijken”, en de kwestie van de vorm, waarin de middelen worden aangetrokken (onderhandse lening, conv. obligatie, gewone obligatie) op de tweede plaats komt en bepaald wordt door de marktverhoudingen van het ogenblik. Wie de praktijk van de financieringen kent, zal in de laatste tien jaar daarvan voorbeelden te over kunnen vinden.

Ten aanzien van de converteerbare obligatie wijken onze opvattingen af van die, welke in de publicatie voorkomen en ook van die, welke in de Amsterdamse publicatie voorkomen. Wij volstaan derhalve met te verwijzen naar onze eigen beschouwingen over dit onderwerp, voor zover deze gepubliceerd zijn.²⁾ Minder juist lijkt het ons te stellen, dat de conv. obligatie eerst in de jaren 1955 en 1956 zou zijn opgekomen: wij mogen wel herinneren aan de emissies op dit gebied in de jaren vlak na de oorlog van de Kon. Olie, Unilever, om maar enkele zeer belangrijke voorbeelden te noemen. De oorzaken voor deze emissies kunnen worden gevonden in de capaciteit van de Nederlandse kapitaalmarkt in verhouding tot de omvang van de benodigde middelen, en voorts in het feit, dat de conv. obligatie zowel voor de onderneming als voor vele beleggers bijzondere attracties biedt, zoals door ons elders uiteengezet.

Hoofdstuk VII geeft dan de samenvatting van het geheel alsmede een reeks zeer instructieve tabellen. In het algemeen zijn de conclusies negatief ten aanzien van de in de theorie aangenomen normen. Dit is een op zichzelf zeer verheugend resultaat van het onderzoek, dat wij juist daarom zo zeer toejuichen, omdat het de theorie toetst aan de praktijk.

Zoals wij tot uitdrukking hebben gebracht, menen wij, dat een andere benadering van de problemen van het financiële beheer dan de in ons land meestal gebruikelijke een betere verklaring van de werkelijkheid zou geven. Wij noemen daarbij dan de volgende punten 1. benadering van de problemen van binnen de onderneming uit en in dynamische geest. 2. rekening houden met de structuur en de situatie op geld- en kapitaalmarkt 3. meer differentiatie van de benadering naar bedrijfstak (differentiële of speciale theorie van het financiële beheer der ondernemingen) 4. rekening houden met de technische en commerciële „must”-situaties in dynamische bedrijfstakken en bedrijven 5. rekening houden met bedrijfs- en algemene conjuncturen en ex-ante verbanden. Al deze punten blijven uiteraard voor rekening van schrijver dezes. In een nog niet voltooid manuscript heeft hij een poging tot samenvatting van deze factoren ondernomen, in het bijzonder met de bedoeling de „beleids-elementen” nader te preciseren en voor analyse toegankelijk te maken.

Hiermede willen wij dan deze bespreking besluiten: de studie van de Rijks Universiteit van Groningen verdient grote lof, vooral als poging werkelijkheid en theorie te confronteren. Onze opmerkingen beogen uitsluitend - behoeven wij het eigenlijk hier expressis verbis te zeggen? - suggesties te doen omtrent wegen en middelen, welke bij een voortgezet onderzoek, want daarop willen wij toch gaarne hopen, wellicht van nut kunnen zijn om de resultaten nog belangwekkender te maken dan zij reeds zijn. Suggesties overigens voortkomende uit eigen onderzoek en eigen vrij omvangrijke ervaring „van binnen de onderneming” uit.

²⁾ Zie o.a. mijn artikelen over: Het zeer merkwaardige jaar 1951 op de obligatiemarkt in de Naamloze Vennootschap 1951, Enkele Merkwaardige Verschijnselen op de Kapitaalmarkt in 1952 en 1953, E.S.B. 1953, De Converteerbare Obligatie als Financieringsinstrument, de Naamloze Vennootschap 1953.

Prof. Dr. H. Thierry: HET BEDRIJF ALS SAMENSPEL, rede ter gelegenheid van het 30-jarig bestaan van de Vereniging van Academisch Gevormde Accountants. Arnhem, z.j.
door Prof. Dr. J. L. Mey

Hoewel het bedrijf als concreet verschijnsel verschillende aspecten heeft, aspecten die het object van studie van verschillende wetenschappen kunnen zijn wenst Thierry in het

bovengenoemde geschrift niet die aspecten te belichten maar de eenheid waarin en waardoor die aspecten verbonden zijn. Niet analyserend maar synthetiserend wil de auteur het bedrijf benaderen.

Hieraan doet de schrijver goed. Ook al vertoont hier het betoog enige slordigheid waar in de bladzijden 4 en 5 in hetzelfde verband eerst over aspecten daarna over afdelingen wordt gesproken en bovendien de integratie, die schrijver bepleit, zonder enige overgang van de beschouwing van het phenomeen op de bedrijfspolitiek wordt betrokken, de bedoeling van de schrijver is nochtans wel duidelijk.

De eenheid van het bedrijf ziet Thierry door het bedrijf als een samenspel op te vatten, een spel, dat evenals elk spel volgens een aantal regels moet worden gespeeld. Op het voorbeeld van Pieper: Grundformen sozialer Spielregel, maakt hij onderscheid tussen spelregels van de gemeenschap, spelregels van de maatschappij en spelregels van de organisatie. Terecht meent schrijver in tegenstelling tot Pieper dat deze drie soorten van regels in de realiteit niet scherp zijn te scheiden. In elk groepsverband treden alle drie soorten op, „maar met verschillend accent”. Men kan zich zelfs afvragen of de gehele onderscheiding niet wat gekunsteld is en of men niet verstandiger doet te stellen, dat elk groepsverband zijn eigen regels heeft, regels die een grote mate van overeenstemming vertonen maar die ook kunnen verschillen al naar gelang de aard van de groep en het doel waarop ze is gericht.

Na opgemerkt te hebben dat in het bedrijf als samenspel de spelregels van de organisatie zullen praevaleren, worden een aantal dezer spelregels opgesomd en besproken.

Men zou de schrijver hier het altijd ietwat goedkope verwijt kunnen maken, dat zijn opsomming en daarmee zijn bespreking niet volledig is. Dat zou naar het ons voorkomt niet alleen goedkoop, maar ook onredelijk zijn; de schrijver toch wil slechts enkele spelregels van de organisatie de revue laten passeren. Hij doet dit op lofwaardige wijze. Niettemin kan men zich wel afvragen of sommige door hem genoemde punten wel als spelregels zijn te formuleren. Deze twijfel ontstaat reeds bij de eerste spelregel: „functies (taken), verantwoordelijkheden en bevoegdheden moeten nauwkeurig omschreven en vastgelegd, op de juiste wijze over de organen en personen verdeeld worden”. Welnu dit alles gebeurt voordat het spel begint en is dus strikt genomen geen spelregel, d.w.z. geen regel volgens welke gespeeld wordt.

Daarentegen ligt er merkwaardig genoeg in de samenhang tussen functie, verantwoordelijkheid en bevoegdheid, waarvan Thierry verklaart, dat hij daarop niet kan ingaan wel een spelregel besloten, nl. een regel voor het delegeren.

Verontachtzaming van de spelregels kan er toe leiden dat de mens in het bedrijf niet goed meespeelt. Verschillende mogelijkheden zijn hierbij te onderscheiden. Hij kan zich tegen de regels verzetten, uit het spel vluchten of er zich min of meer passief bij gedragen. Al deze reacties worden door Thierry kort maar duidelijk aangeduid. De schrijver besluit met de behandeling van de vraag hoe de mens in het bedrijf tot een goede medespeler kan worden gemaakt, waarbij in het bijzonder aan communicatie en participatie aandacht wordt geschonken.

De schrijver is er in geslaagd in het korte bestek van een voordracht een goed beeld te geven van de menselijke activiteit in het bedrijf als een volgens bepaalde regels verloopend spel, een spel, omdat de mens zich in zijn activiteit in vrijheid aan de regels onderwerpt en in vrijheid dit samen doen beleeft.

Tj. S. Visser: DE BETEKENIS VAN DE WET OP DE HERKAPITALISATIE 1957
door J. F. Bik

Dit bij N. Samson N.V. verschenen werkje is een heruitgave van de beschouwingen welke de schrijver in 1951 publiceerde naar aanleiding van de Wet op de Herkapitalisatie 1951. Enkele delen konden praktisch ongewijzigd worden overgenomen, doch zeer veel diende in verband met de afwijkende bepalingen, welke de Wet van 1957 inhoudt vergeleken met die van 1951, te worden aangepast.

In de eerste paragraaf vermeldt de schrijver iets „over balansen”. Bij het lezen hiervan krijgt men de indruk dat dit onderdeel niet geschreven is voor de kring van belangstellenden, waarvoor het werkje, naar de uitgever destijds in zijn aankondiging vermeldde, bestemd is. Voor „beheerders van vennootschappen, adviseurs van vennootschappen, accountants, belastingconsulenten, bedrijfseconomen en studerende in het belastingrecht” is dit onderdeel wel wat te veel gepopulariseerd. Als gevolg hiervan krijgt de lezer de indruk dat in

de officiële balans, die ten doel heeft de commerciële winst te bepalen, geen plaats is voor een vervangingsreserve. De kenmerken van de vermogensbalans worden voorts in geen enkel verband gebracht met de commerciële of met de bedrijfseconomische balans. En wat te denken van de opmerking dat de agioreserve en de winstreserves voor de bedrijfseconomen op één lijn staan? Dient de bedrijfseconoom niet het gestorte kapitaal, dus het totaal van het gestorte nominaal aandelenkapitaal en het gestorte agio, als één complex te zien in verband met de noodzaak er voor te waken dat het totaal van deze door aandeelhouders gestorte bedragen niet aan betekenis inboet? De lezer ontkomt niet aan de indruk dat de schrijver tot zijn stelling is gekomen door blijkbaar als uitgangspunt te aanvaarden dat één van de voornaamste zorgen van de bedrijfseconoom op dit punt is dat het gestort aandelenkapitaal (lees: nominaal aandelenkapitaal) niet wordt verminderd door afstempeling of anderszins.

In dezelfde paragraaf wordt wel wat te positief gesteld dat men nimmer zo ver zal mogen gaan om (een deel van) de vervangingsreserve om te dopen in aandelenkapitaal. Als principe komt dit niet houdbaar voor in het bijzonder bij structurele inflatie. Schrijver blijkt echter zelf de consequenties van zijn stelling niet geheel te willen aanvaarden door te vermelden dat overigens het woord „nimmer” wel een groot woord is. Hij komt hierop dan ook terug bij de toelichting op een in par. 7 gegeven voorbeeld (pag. 36).

Het werkje is echter niet geschreven met het doel om balanstheorieën uiteen te zetten doch om al hetgeen rond de herkapitalisatie onder gebruikmaking van de Wet op de Herkapitalisatie 1957 van belang is toe te lichten. En daarin is de deskundige schrijver op de van hem zo bekende wijze zo zeer geslaagd dat slechts enkele facetten van zijn beschouwingen over de herkapitalisatie tot nadere overwegingen leiden.

Een vraag zouden wij willen stellen daar waar schrijver constateert dat de faciliteit van het 20 % inkomstenbelastingtarief voor het kasdividend heel niet geldt indien het kasdividend zo dom is om 25 % van de bonus te overschrijden. Inderdaad moge de letter van de desbetreffende volzin in de wet de indruk wekken dat hier geen sprake is van een „voorzover-bepaling” nu deze als volgt luidt:

„Wordt, met het oog op de betaling van de over de uitdeling in de vorm van aandelen verschuldigde inkomstenbelasting, bovendien een bedrag in contanten uitgedeeld van niet meer dan 25 % van de uitdeling in de vorm van aandelen, dan is het in de vorige volzin bepaalde mede van toepassing op de uitdeling in contanten”. Zou echter niet een redelijke interpretatie er toe moeten leiden dat indien meer dan 25 % kasdividend wordt beschikbaar gesteld, alleen het meerdere onder het normale progressieve tarief valt? En indien men nu wenst vast te houden aan de letterlijke interpretatie dan nog behoeft dit o.i. niet beslist te leiden tot wat STIL in de F.E.D. (Herkap. 1957; alg. 17) noemt een zeer streng standpunt van de schrijver. Men lette dan op de tussenzin: „met het oog op de betaling van de over de uitdeling in de vorm van aandelen verschuldigde inkomstenbelasting”. Indien nu bijvoorbeeld een kasdividend van 30 % tegelijkertijd met de bonus wordt uitgekeerd, wordt minstens 5 % beslist *niet* uitgekeerd met het oog op de betaling van de desbetreffende inkomstenbelasting, aangezien slechts (maximaal) 25 % van de bonus nodig is om deze last te dekken, zodat immer 25 % (of minder) voor het onderhavige doel wordt uitgekeerd en dus naar de letter van de bepaling hierop ook het 20 % tarief van toepassing zou kunnen zijn.

Sprekende over het sanctie-artikel 3, toe te passen bij latere vermindering van het kapitaal binnen 5 jaar, vermeldt schrijver (pag. 20) dat de wetgever van de herkapitalisatiebelasting ad 20 % dan alsnog 40 % wil maken. Dit streven moge de wetgever zich als doel hebben gesteld doch bereikt wordt dit niet, hetgeen duidelijk wordt indien we bedenken dat het niet de aandeelhouder doch de N.V. is die bij latere terugbetaling van kapitaal de additionele belasting verschuldigd wordt, hetgeen betekent dat op de lange duur dit belastingbedrag als het ware een aftrekpost vormt ter berekening van het belastbaar inkomen van de aandeelhouder-natuurlijk persoon; door het sanctie-artikel wordt dus tenslotte een belastingtarief van 40 % niet bereikt. (Dit facet komt overigens wel tot uiting in aforisme nr. 21 op pag. 47).

Tenslotte: de N.V. die wil liquideren kan tegen het 20 % tarief herkapitaliseren en 5 jaren met uitkering wachten (aforisme nr. 24 pag. 49) tenzij, zegt de schrijver, zij alleen rijke aandeelhouders heeft. Hierbij zij opgemerkt dat ook voor deze rijke aandeelhouders het wachten zin heeft omdat hierdoor nog wordt voorkomen dat 60 % van het sanctiebedrag (te weten 100 % minus het bijzondere tarief over liquidatie-uitkeringen boven het gestorte kapitaal) verloren gaat.

De hierboven weergegeven opmerkingen doen in geen dele iets af aan onze waardering voor het boekje. Het zal ongetwijfeld zijn nut bewijzen voor de verschillende categorieën die in de herkapitalisatiemogelijkheden belang stellen.